

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ГОУ ВПО ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ УПРАВЛЕНИЯ

На правах рукописи

ЧЕРНОВ ДМИТРИЙ ВЛАДИМИРОВИЧ

**СОЗДАНИЕ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ СИСТЕМ
ПРОЕКТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО УПРАВЛЕНИЯ
РАЗВИТИЕМ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ
В КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ**

08.00.05 - **Экономика и управление народным хозяйством**
специализация – **управление инновациями и инвестиционной деятельностью**

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
заслуженный деятель науки РФ,
доктор экономических наук, профессор,
Разу М.Л.

Москва - 2003

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
-----------------	---

ГЛАВА 1.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ В СОВРЕМЕННОЙ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ И СРЕДНСРОЧНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

§ 1.1	ЗАДАЧИ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	11
§ 1.2	РОЛЬ РЕПУТАЦИИ КОМПАНИИ В РЕШЕНИИ ФИНАНСОВЫХ ЗАДАЧ И ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ (КАПИТАЛИЗАЦИИ) КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ	27
§ 1.3	ОСНОВНЫЕ НЕФИНАНСОВЫЕ КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ	32
§ 1.4	ВИДЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ И ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ С РАЗЛИЧНЫМИ ТИПАМИ ИНВЕСТОРОВ	48

ГЛАВА 2.

РАЗВИТИЕ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ В РАМКАХ УПРАВЛЕНИЯ ПРОГРАММАМИ СТРАТЕГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

§ 2.1	РОЛЬ РАЗВИТИЯ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ В ПРОЦЕССЕ РЕАЛИЗАЦИИ КОРПОРАТИВНЫХ СТРАТЕГИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ	59
§ 2.2	ФОРМИРОВАНИЕ ПРОГРАММЫ УПРАВЛЕНИЯ ОТНОШЕНИЯМИ С ИНВЕСТОРАМИ В РАМКАХ СТРАТЕГИЙ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ	64
§ 2.3	СОЗДАНИЕ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ IR-ПОДРАЗДЕЛЕНИЙ В КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ	69
§ 2.4	ИНСТРУМЕНТАРИЙ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ С ИНВЕСТОРАМИ	76

ГЛАВА 3.	
ПРОЕКТНО-ОРИЕНТИРОВАННОЕ УПРАВЛЕНИЕ	
РАЗВИТИЕМ ОТНОШЕНИЙ С ИНВЕСТОРАМИ В КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ	
§ 3.1	МИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И РОССИЙСКАЯ СПЕЦИФИКА ПОСТРОЕНИЯ СИСТЕМ УПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЕМ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ
	80
§ 3.2	ТИПОЛОГИЯ УПРАВЛЕНИЯ IR-ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ В КРУПНОЙ РОССИЙСКОЙ КОМПАНИИ
	(оперативное, операционное и проектное управление)
	82
§ 3.3	ПРОЕКТНО-ОРИЕНТИРОВАННОЕ УПРАВЛЕНИЕ РАЗВИТИЕМ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ КАК СОСТАВНАЯ ЧАСТЬ УПРАВЛЕНИЯ ПРОГРАММОЙ СТРАТЕГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ КРУПНОЙ РОССИЙСКОЙ КОМПАНИИ
	89
§ 3.4	УПРАВЛЕНИЕ ПРОЕКТАМИ ПО СОЗДАНИЮ ОРГАНИЗАЦИОННОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ УПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЕМ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ
	100
§ 3.5	УПРАВЛЕНИЕ IR-ПРОЕКТАМИ В РАМКАХ КОРПОРАТИВНЫХ ПРОГРАММ ВЫХОДА РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ НА РЫНОК ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ
	117
§ 3.6	УПРАВЛЕНИЕ IR-ПРОЕКТАМИ В РАМКАХ КОРПОРАТИВНЫХ ПРОГРАММ ВЫХОДА РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ НА РЫНОК АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА
	128
§ 3.7	УПРАВЛЕНИЕ АНТИКРИЗИСНЫМИ ПРОЕКТАМИ В ОТНОШЕНИЯХ С ИНВЕСТОРАМИ
	134
§ 3.8	ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В ОБЛАСТИ РАЗВИТИЯ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ
	141
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	145
СЛОВАРЬ ТЕРМИНОВ	148
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	151
ПРИЛОЖЕНИЕ 1.	
20	КРУПНЕЙШИХ КОМПАНИЙ РОССИИ ПО ОБЪЕМУ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОДУКЦИИ
	158
ПРИЛОЖЕНИЕ 2.	
25	КОМПАНИЙ РОССИИ С НАИЛУЧШЕЙ РЕПУТАЦИЕЙ
	159
ПРИЛОЖЕНИЕ 3.	
	РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ТРАНСПАРЕНТНОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ
	160

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы. В ближайшие 10-15 лет в России предстоит сформировать полноценные инвестиционные процессы, эффективно вовлекающие в развитие национальной экономики средства хозяйствующих субъектов и частных инвесторов. Главным фактором создания благоприятного инвестиционного климата является учет интересов инвесторов. Формирование адекватного инвестиционного процесса в стране не может произойти только силами регулирующих учреждений. Это двусторонняя задача, требующая взаимонаправленной коммуникации. Поэтому огромную роль будут играть системы отношений с инвесторами (Investor Relations), понимаемые как специальные технологии взаимодействия с инвесторами и отображения их интересов в практике работы предприятия, инвестиционного сектора рынка и экономики в целом. При этом крупные компании, вероятно, выступят образцами создания систем взаимоотношений с инвесторами для большинства субъектов российской экономики.

Актуальность эффективного управления отношениями с инвесторами для отдельных российских предприятий и экономики в целом подтверждается несколькими обстоятельствами.

Во-первых, подавляющее большинство российских предприятий находятся, если использовать общепринятую шкалу жизненного цикла организации, еще на этапе формирования, о чем свидетельствует, в частности, непрекращающийся процесс поглощений, слияний и переделов отдельных рынков. Для выхода на этап роста и реализации долгосрочных бизнес-стратегий важным фактором станет привлечение капитала.

Во-вторых, в России, по существу, не создана система бесконфликтного взаимодействия инвесторов и менеджмента объектов инвестирования, построенная на принципах равенства, прозрачности и адекватности условий инвестирования. Это повсеместно проявляется в нарушении прав миноритарных акционеров, в непрозрачности деятельности компаний для инвесторов, бизнес-сообщества и государства, в игнорировании менеджментом компаний этических норм и правил цивилизованного бизнеса.

В-третьих, для подавляющего большинства российских компаний капитализация не является приоритетом деятельности, стратегическое и оперативное управление этими компаниями осуществляют их непосредственные владельцы, составы акционеров ограничены, эти компании не являются публичными.

Степень разработанности проблемы. Технологии развития связей с инвесторами (системы управления отношениями с инвесторами) – это практический инструмент, внедрение которого в деятельность крупных российских компаний началось только после становления цивилизованной практики акционерных отношений.

В период с 1992 г. по 1998 г. российский бизнес только зарождался, деятельность компаний сопровождалась перераспределением собственности, зачастую, с нарушением прав акционеров и инвесторов. Когда перераспределение

собственности завершилось, собственники стали интересоваться вопросами сохранения контроля над полученными активами, вопросами делегирования полномочий наемным менеджерами и проблемами повышения стоимости своего бизнеса (капитализации). Годом роста интереса к данной практике стал 2000 г., когда крупнейшие компании России, такие как НК «ЮКОС», РАО «Норильский Никель», «Сибнефть» и др. объявили о новой стратегии ведения бизнеса на основе увеличения акционерной стоимости. С этого момента стали востребованы технологии развития связей с инвесторами.

Теоретическую основу построения систем управления IR-деятельностью менеджеры крупнейших компаний заимствовали из иностранных источников, где эта тема была раскрыта достаточно полно. Проблема их адаптации заключалась в особенностях российского бизнеса и неразвитости соответствующих общественных и государственных институтов. Зарубежные теоретические и практические наработки были значительно изменены. Их внедрением занимались ведущие управленческие консультанты (McKinsey, PricewaterhouseCoopers, Ernst&Young и т.д.) с учетом рекомендаций банков-андеррайтеров, выводивших компании на открытые рынки капитала. Несмотря на это, можно утверждать, что российская теоретическая база по аспектам построения взаимоотношений с инвесторами полностью отсутствовала в 2000 г., и не сформирована три года спустя. Для того чтобы ее сформировать, требуется определить потребности российского бизнеса на ближайшие 10 лет, проанализировать опыт крупнейших российских компаний по налаживанию отношений с инвесторами, соотнести с зарубежными практическими рекомендациями, предлагаемыми ведущими мировыми консультантами, и смоделировать такие системы управления отношениями с инвесторами, которые бы учитывали российскую специфику ведения бизнеса.

Цели и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является теоретическое обобщение тенденций во взаимоотношениях крупнейших российских компаний с инвесторами и формирование на этой основе методических положений по разработке моделей функционирования систем проектно-ориентированного управления развитием связей с инвесторами, ориентированных на реализацию долгосрочных стратегических программ и адекватных современным особенностям международного и национального рынков инвестиций.

Для достижения цели необходимо решить следующие задачи:

- провести анализ текущих проблем и задач крупных российских компаний в условиях глобализации их деятельности;
- определить инвестиционные приоритеты крупных субъектов хозяйствования;
- выявить роль репутации в решении задач по управлению инвестиционной деятельностью компании в части повышения ее стоимости (капитализации);
- проанализировать состояние и тенденции развития национального рынка капиталов, проведя сравнительный анализ эффективности использования долговых и акционерных инструментов;
- обобщить опыт создания и функционирования IR-подразделения в крупной российской компании и определить требования к персоналу IR-подразделения;
- предложить систему методов проектного управления отношениями, возникающими в рамках взаимодействия с инвесторами, и используемый инструментарий;

- провести обобщение тенденций и российской специфики построения систем управления развитием связей с инвесторами;
- описать подходы к управлению проектами по созданию организационной инфраструктуры управления развитием связей с инвесторами;
- выявить потребности корпоративных программ выхода российских эмитентов на рынок долговых инструментов и акционерного капитала в реализации комплексных проектов по налаживанию отношений с инвесторами;
- описать принципы управления антикризисными проектами в отношениях с инвесторами;
- выявить критерии оценки эффективности деятельности крупных российских компании в области развития связей с инвесторами.

Объект исследования. Объектом исследования выступают инфраструктурные аспекты развития экономических систем применительно к крупным российским компаниям с хозяйственным оборотом, превышающим \$1 млрд. По ежегодному рейтингу крупнейших компаний России «Эксперт-200» от октября 2002 г. таких предприятий в России насчитывается около 20, к этому числу целесообразно прибавить 10-12 холдинговых компаний, оборот которых формируется за счет консолидации оборотов дочерних предприятий, а также акционерные коммерческие банки (около 20). Именно эти 50-55 бизнес-организаций попадают под определение «крупная российская компания», которое используется в данном исследовании.

Предмет исследования. Предметом исследования являются экономические и управленческие отношения, возникающие в процессе создания и функционирования систем проектно-ориентированного управления развитием связей с инвесторами в крупных российских компаниях. В данной работе обобщается имеющийся опыт работы крупных российских компаний в управлении развитием связей (отношений) с инвесторами. Обнаруженные закономерности используются при моделировании систем управления взаимоотношениями с инвесторами - как в аспекте управления проектами по созданию таких систем и управления действующими системами, так и в аспекте содержания информации, которая используется или должна использоваться в подобных системах.

Методика исследования. Методологическую и теоретическую основу диссертации составляет общая теория управления организацией, теория управления связями с общественностью, в которую входит составной частью концепция построения отношений с инвесторами и с акционерами. В диссертационном исследовании применялся системный подход, основывающийся на сочетании методов макро- и микроэкономического анализа. Количественные и качественные задачи решались с помощью статистических и графических методов, широко использовался метод сравнительного анализа.

В основу разработки темы исследования легли работы Разу М.Л., Поршнева А.Г., Воропаева В.И., Серова В.М., Адизеса А., Хаммера М., Чампи Дж., Гальпериной З.М., Титова С.А., Калянова Г.Н., Мазура И.И., Шапиро В.Д., Бочкарева А.Н., Кондратьева В.И., Красновой В.А, Матвеевой А.Г., Привалова А.И. и других авторов.

Информационная база исследования. В исследовании использовалась статистика ОЭСР, ЕБРР, Госкомстата РФ, Министерства финансов РФ, ФКЦБ РФ, Нью-

Йоркской фондовой биржи, Лондонской фондовой биржи, бирж РТС и ММВБ, National Investor Relations Institute, ведущих международных бизнес-консультантов MCKinsey&Company, KPMG, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers и Deloitte & Touch, деловых изданий (WSJ, FT, BusinessWeek, «Коммерсант», «Эксперт», «Ведомости», «Компания», инвестиционных компаний J.P.Morgan&Co, Brunswick UBS Warburg, ING Bank Eurasia, UFG Group, «Атон», «Тройка-Диалог», консультантов области маркетинговых коммуникаций R.I.M. Porter Novelli и «Михайлов и партнеры», а также данные рейтинговых агентств Standard&Poor's Russia, Moody's и Fitch и специализированного издания Investor Relations Magazine. Значительная часть документов получена из сети Интернет. Многие информационные источники выводятся в российский научный оборот впервые. Неоценимую помощь автору оказало работа с материалами и общение с IR-специалистами на ряде практических бизнес-конференций, организованных ведущими деловыми изданиями России - ИД «Коммерсант» и «Ведомости» - «Альянсы, слияния и поглощения: развитие бизнеса и перераспределение собственности», «Механизмы привлечения инвестиций», «Финансовая прозрачность и ее влияние на капитализацию», «Стратегия предприятия на финансовом рынке», «Корпоративное управление», «Вывод ЛУКОЙЛа на Лондонскую биржу», «Управление группой», «Управление стоимостью».

Научная новизна работы определяется разработкой теоретически обоснованных и практически реализуемых методов проектно-ориентированного управления коммуникативными процессами в условиях рыночной экономики. На современном методическом уровне рассмотрено взаимопроникновение теории проектно-ориентированного управления в практику коммуникации компании с инвесторами и с акционерами.

Получены следующие новые научные результаты:

- определены основные критерии оценки инвестиционной привлекательности крупной российской компании;
- выявлена и доказана возрастающая роль развития связей с инвесторами в процессе реализации корпоративной стратегии российской компании;
- проведена типологизация процессов управления IR-деятельностью в крупных российских компаниях (оперативное, операционное и проектное управление);
- разработана методика постановки проектно-ориентированного управления развитием связей с инвесторами в рамках концепции управления программами стратегического развития крупных российских компаний;
- создана модель жизненного цикла проекта преобразования связей крупной российской компании с потенциальными инвесторами в современных рыночных условиях;
- обоснованы методические положения по определению эффективности проектов разработки организационной инфраструктуры управления развитием связей с инвесторами.

Достоверность результатов исследования основывается на применении современных теорий менеджмента, методологии управления проектом, использовании методических подходов и средств, разработанных учеными Государственного университета управления, апробации подготовленных автором методических разработок.

Апробация. Полученные результаты работы доложены и одобрены на научных симпозиумах, практических конференциях и семинарах: 5-ый международный симпозиум по управлению проектами (Москва, 1999 г.), конференция «Дни PR в Красноярске» (Красноярск, 2001), семинар выставки «Рекламные технологии-2001» (Москва, 2001 г.), внутрикорпоративный семинар сотрудников PR и IR подразделений «Группы МДМ» (Москва, 2002).

Публикации. Результаты проведенных исследований опубликованы в 4 научных работах общим объемом 1,5 п.л., в том числе лично автору принадлежит 1,1 печ. листа.

Внедрение. Практические предложения исследования были внедрены совместно с сотрудниками российского представительства PR-агентства R.I.M. Porter Novelli в деятельность российской финансово-промышленной группы МДМ в проектах размещения корпоративных рублевых облигаций «Северского трубного завода», «Волжского трубного завода» и «Невиномысского азота», входящих в «Группу МДМ». Также методика управления антикризисными проектами в отношении акционеров была внедрена в деятельность компании «LUKOIL Overseas», осуществляющей управление проектами по нефтегазодобыче в СНГ, на Ближнем Востоке, в Африке, в Южной Америке, а также в России. Автор исследования работал в данных организациях в 2001-2002 гг. на должностях ведущего и главного специалиста департаментов по связям с общественностью и участвовал в управлении разработкой и реализацией ряда мультипроектов, ориентированных на комплексное развитие и активизацию связей компаний с потенциальными инвесторами.

Теоретическая и практическая значимость. Работа углубляет подходы к проведению структурированного теоретического обобщения российского опыта и адаптации международной практики управления коммуникативными связями субъектов хозяйствования с потенциальными инвесторами. Результаты исследования должны помочь руководителям крупных российских компаний создавать и поддерживать эффективные системы отношений с инвесторами. Формализация этих отношений на основе предлагаемых управленческих моделей будет способствовать лучшему построению проектно-ориентированных систем управления и реальному пониманию руководителями методических подходов к проведению данной работы, нежели, например, установленный ФКЦБ регламент обязательного раскрытия информации, который зачастую воспринимается руководителями как некая «повинность», не имеющая принципиального значения для реализации задач обеспечения внешнего финансирования инвестиционной деятельности.

Структура исследования. В работе рассматриваются этапы развития крупных российских компаний и связанную с этими этапами эволюцию систем управления. Нынешний этап эволюции крупных российских компаний позволяет говорить о том, что привлечение капитала – важнейший элемент в реализации их стратегий развития. Анализируются инвестиционные приоритеты крупных российских предприятий и проблема формирования долгосрочной инвестиционной политики. Анализ практики работы крупных финансово-промышленных групп позволил оценить потенциал использования различных инвестиционных инструментов для решения ключевых финансовых задач крупных компаний.

Одновременно рассматривается роль репутации компании в решении наиболее актуальных финансовых задач и в повышении ее стоимости (капитализации). Подход к понятию «репутации» осуществляется через нефинансовые критерии оценки инвестиционной привлекательности компаний. Таковыми считаются, во-первых, показатели сохранности инвестиций (качество корпоративной стратегии, качество корпоративного управления и т.п.), во-вторых, показатели информационной открытости и прозрачности компании (ведение отчетности в соответствии с общемировыми стандартами, полнота и своевременность раскрытия финансовой и производственной информации, инструменты оценки компании инвесторами и т.п.).

Далее, на основе общего анализа экономической и коммуникативной («репутационной») составляющих, а также на основе существующей структуры мирового рынка капиталов, тенденций развития мирового и российского рынка капиталов в 2003-2007 гг. и сравнительного анализа эффективности использования инструментов рассматриваются наиболее распространенные виды инвестиционных инструментов и специфика взаимодействия с различными типами инвесторов. Сравниваются три основных вида обеспечения внешнего финансирования: выход на рынок долговых инструментов (синдицированное кредитование, еврооблигации, российские рублевые корпоративные облигационные займы и т.п.), выход на международный рынок акционерного капитала (депозитарные расписки, российские IPO, и т.п.) и метод привлечения прямых инвестиций (специфику взаимоотношений со стратегическими инвесторами).

В практическом разделе работы, анализируется место и роль развития отношений с инвесторами в крупной российской компании, цели и задачи компании в области развития связей с инвесторами, отличия технологий развития связей с инвесторами (IR) от технологий развития связей с общественностью (PR), сопряжение IR-деятельности с деятельностью в рамках различных коммуникационных направлений (PR, GR и т.д.) – формирование единой коммуникационной политики представления компании целевыми аудиториям, общие принципы создания и функционирования IR-подразделения в крупной российской компании и типичные ошибки при управлении IR-деятельностью компании. Также рассматривается инструментарий взаимодействия с инвесторами, связанный со спецификой транслирования информации к инвесторам.

Моделируются системы управления отношениями с инвесторами в крупных российских компаниях, на основе мирового опыта и российской специфики построения систем управления развитием связей с инвесторами и типологии управления IR-деятельностью (оперативное, операционное и проектное управление). Определяется актуальность проектно-ориентированного управления всей IR-деятельностью в рамках программ стратегического развития крупных компаний. Рассматриваются принципы интегрированного проектно-ориентированного управления программой развития связей с инвесторами, которая состоит из мультипроектов, направленных на создание организационной инфраструктуры управления развитием связей с инвесторами, проектов, связанных с развитием инфраструктуры акционерных отношений и связей с инвесторами, IR-проектов в рамках корпоративных программ вывода инвестиционных инструментов на национальный и международный долговой и акционерный рынок капитала. Отдельно рассматриваются особенности управления антикризисными проектами в отношениях с инвесторами на основе типологизации основных кризисных ситуаций,

связанных с деятельностью крупных промышленных компаний, моделей их преодоления, а также ряда частных аспектов.

В заключение рассматриваются применимые критерии оценки эффективности деятельности крупных российских компаний в области развития связей с инвесторами.

ГЛАВА 1.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ В СОВРЕМЕННОЙ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ И СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ ИХ РАЗВИТИЯ

§ 1.1 ЗАДАЧИ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

В эволюционной концепции управления сочетание внешних и внутренних факторов определяется не случайной ситуацией, а логикой эволюционного развития макроэкономики в целом и жизненного цикла отдельных областей хозяйственной деятельности предприятий в частности. Точка равновесия в такой системе непрерывно смещается в сторону усиления дифференцированности и усиления изменчивости внешней среды.

Из этого следует, что изначально необходимо рассматривать *общее состояние окружающей среды* организации, а четкое понимание процессов, происходящих в среде, позволит точно определить проблемы и тенденции развития любой совокупности сложных систем [1.1].

Можно выделить три крупных этапа развития организации управления экономикой России в индустриальный период [1.2]:

- *Первый этап - с 1932 г. по 1965 г.* В этот период промышленность только создавалась, и экономике требовалась мобилизация ресурсов на основе их оптимального распределения согласно критическим факторам развития страны. Иерархия управления была следующей: **Совет Министров-Госплан – Министерство – Предприятие.**
- *Второй этап - с 1965 г. по 1987 г.* Этот период характеризуется тем, что экономика была в целом сформирована, и основным требованием стало развитие специализированных направлений в рамках перспективных отраслей. Структура управления стала опираться на властные полномочия соответствующего отраслевого министерства: **Совет Министров-Госплан – Министерство – Предприятие.**
- *Третий этап - с 1987 г. по 1992 г.* Этот период стал периодом идеологической и экономической нестабильности, вызванной попыткой найти новые пути развития страны и реанимировать находящуюся в кризисе неэффективную экономику. Влияние органов власти на экономику становится малозначительным, т.к. они не могут обеспечить предприятиям снабжение ресурсами и предоставить рынки сбыта продукции. В условиях отсутствия экономической стратегии развития и невозможности управлять всеми предприятиями страны власть вынуждена делегировать полномочия по управлению ими на уровень директората. Это приводит к изменению структуры управления, соответственно: **Совет Министров-Госплан – Министерство – Предприятие.**

По сути, последующая приватизация была вынужденной мерой государства по делегированию какому-либо собственнику управления огромным количеством неконтролируемых им к тому времени организаций. Важнейшая общеэкономическая проблема состояла в том, чтобы быстро создать класс собственников. То есть, необходимо было не только сделать людей собственниками, но и перераспределить собственность так, чтобы сформировать крупные частные капиталы, так как именно крупные капиталы позволяют производить серьезные эффективные инвестиции, которых к тому времени уже не могло производить государство [1.3].

Перераспределение собственности подтвердило наличие у возникших собственников адекватного восприятия и реагирования на состояния внешней среды, что привело к возникновению относительно устойчивой системы прав собственности. Именно это является основным фактором окончательного перехода к рыночной экономике, но должно сопровождаться и комплексом других элементов. Этот процесс начался после кризиса 1998 г. и потребует, по мнению ряда экспертов, 7-10 лет.

Теории управления развивающимися системами подтверждает, что системы управления внутренними элементами организации являются производными от импульсов внешней среды. Если кардинальным образом изменилась среда, то должны перестроиться (или умереть) и организмы, находящиеся в этой среде [1.4]. Соответственно, системы управления ресурсами организаций внутри среды развиваются по мере ее упорядочивания. Задача управленцев – применить на каждом этапе развития этих систем такие управленческие технологии для своей организации, которые бы точно приводили к установлению динамического равновесия, к адекватности внутренней среды потребностям и тенденциям внешней.

Наиболее адекватными теориями, которые объясняют эти закономерности, являются теории жизненных циклов организаций. В них используется теория закономерности развития любой системы на основе корреляций с практикой биологических циклов жизни [1.5].

Модели жизненного цикла (Life cycle models) наиболее полно описали: Адизес (Adizes) [1.6], Крeгeр (Kroege) и Штайнметц (Steinmetz). Эти разработки описывают организационный рост, который следует некоему образцу, находящемуся в прямой аналогии с биологическими циклами жизни. Как правило, деление идет на 5 этапов от «роста» до «смерти» [1.7]. (С этими моделями также полезно сравнить модели жизненного цикла продукта, рассматриваемые в теории маркетинга.)

Если проанализировать текущее состояние российского бизнеса, то окажется что возраст акционированных российских компаний, даже самых крупных, не превышает 10 лет. Для большинства российских предприятий внешняя среда существования изменилась – произошел переход от государственной собственности к частной и от административно-командного регулирования к рыночной экономике.

Соответственно, предприятиям пришлось создавать новые системы управления внутренними элементами предприятия, адекватные потребностям окружающей среды. Это позволяет утверждать, что *все крупные предприятия России (в т.ч., например, и РАО «Газпром») начали свою корпоративную историю «с нуля» около 10 лет назад.*

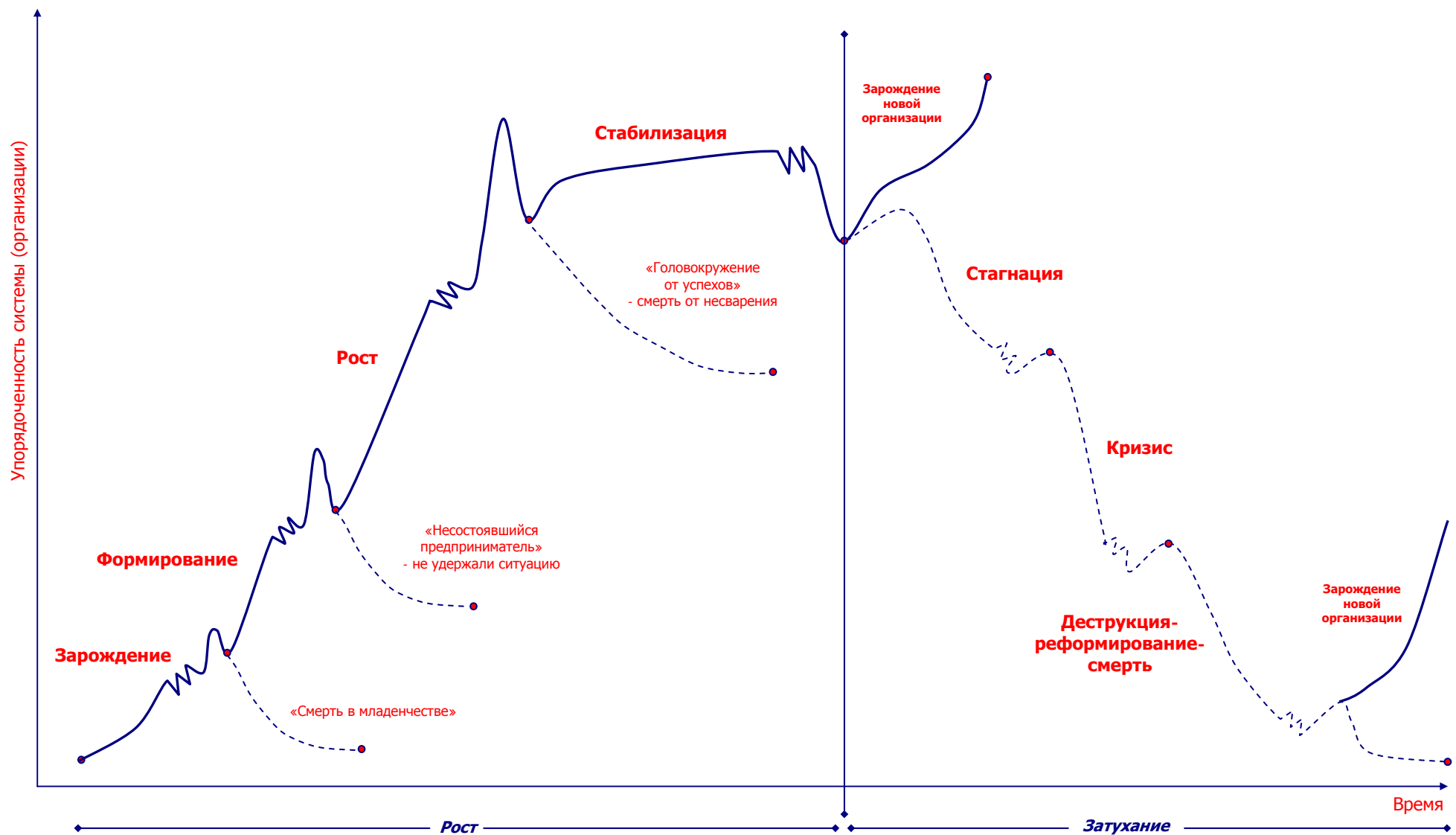


Рис. 1.1-1. Сводная модель жизненного цикла организации по теориям Адизеса (Adizes), Кререпа (Kroege) и Штайнметца (Steinmetz) (данная модель сведена автором на основе источников 1.1.8-1.1.12)

Ключ к успеху в управлении организацией - это умение сосредоточиться на решении проблем, которые присущи данному этапу жизненного цикла организации. При правильной стратегии и тактике развития компания может, достигнув расцвета, находиться в этом состоянии достаточно продолжительное время, удовлетворяя развивающиеся потребности внешней среды [1.9].

Большинство предприятий, которые были приватизированы, были объединены новыми собственниками в крупные холдинговые структуры, тем самым, восстановились некогда разорванные отраслевые цепочки. Именно эти компании сегодня являются локомотивом российской экономики. В этот список попадают большинство компаний, входящих в Топ-200 российского бизнеса (наиболее авторитетный рейтинг – «Эксперт-200», составляемый с 1995 г.) [1.13]. В 2002 г. их совокупный объем продаж продукции составил \$150,54 млрд. (см. рис. 1.1-2) или 48,25% от ВВП России (10 трлн. 863,4 млрд. руб. или \$312,58 млрд.). Именно на их примере можно определить проблемы и тенденции развития экономики России.

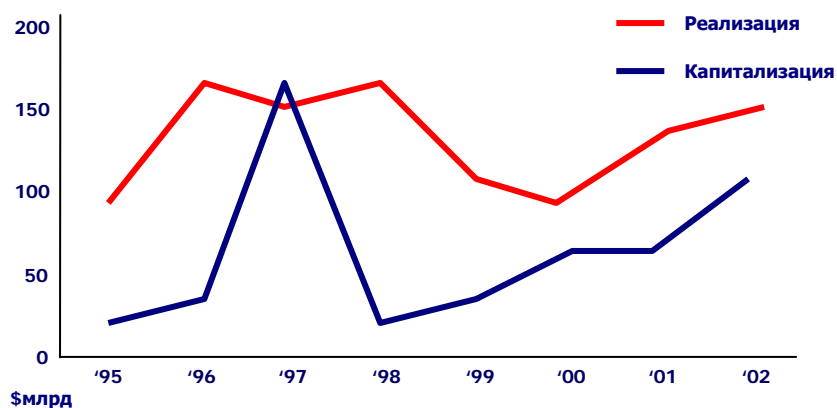


Рис. 1.1-2. Динамика развития предприятия рейтинга «Эксперт-200». Источник: «Эксперт РА» за 1995-2002 гг.

Согласно модели Адизеса, крупные российские компании, успешно преодолев стадию зарождения, перешли в фазу формирования и сегодня завершают ее, рассчитывая перейти в стадию «роста». Адизес утверждает, что каждая стадия жизненного цикла в группе роста, применительно к крупной организации, длится от 3 до 15 лет [1.8]. На основании этого анализа можно заключить, что едва ли не решающим обстоятельством, определяющим сегодняшний российский менеджмент, является то, что он очень молод. Иначе говоря, в России велик процент совсем еще «юных» компаний. А специфика недавно созданной организации проявляется не только в отсутствии опыта или неустойчивости положения на рынке, но и в наборе барьеров, которые должны преодолеть компании, чтобы продолжить рост [1.10].

Главной особенностью российского бизнеса является концентрация производства вокруг крупнейших сырьевых групп. Доля добывающих отраслей год от года снижается, но все равно составляет астрономическую диспропорцию - 78,6% от числа в крупнейших предприятий России специализируются на добыче полезных ископаемых (см. рис. 1.1-3).

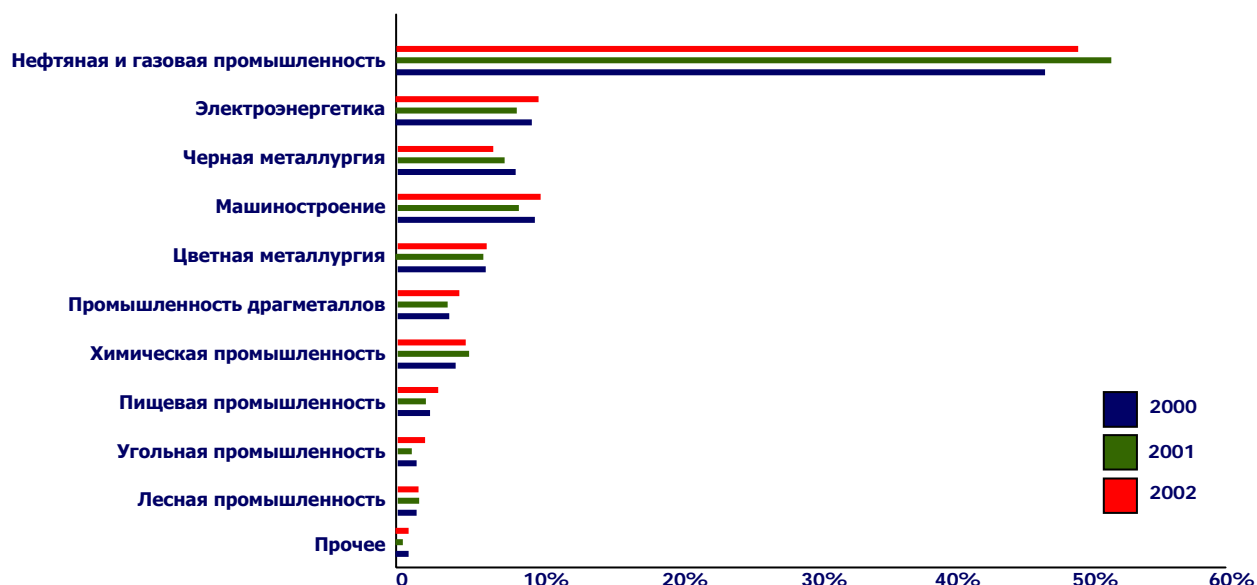


Рис. 1.1-3. Отраслевая структура предприятия рейтинга «Эксперт-200» (по объему реализации) за 2000-2002 гг. Источник: «Эксперт РА»

В структуре мировой промышленности происходит постепенное уменьшение доли добывающих и возрастание доли обрабатывающих отраслей. Если перед второй мировой войной соотношение между ними составляло 15:85, то в 70-х годах 13:87, а к началу 90-х годов 8:92. Это объясняется, с одной стороны, снижением материалоемкости производства, а с другой - растущей заменой природного сырья искусственным. На первый план выходят новейшие наукоемкие отрасли - производство электронно-вычислительной техники, средств автоматизации, аэрокосмической, лазерной техники, оборудования для атомной промышленности, выпуск микробиологических препаратов [1.14].

К моменту распада СССР оказалось, что экономика будущей России имеет только несколько конкурентоспособных на глобальном рынке отраслей. Лишь нефтяная и нефтегазовая промышленность, цветная и черная металлургия могут приносить прибыль за счет низкой себестоимости продукции, обеспечивая текущее поступление налогов в бюджет. К тому же они имели приемлемый цикл оборачиваемости и большой запас по амортизации оборудования. Вот почему в России сформировалась кардинально другая структура добывающих и обрабатывающих отраслей: 80:20 вместо общемирового соотношения 20:80.

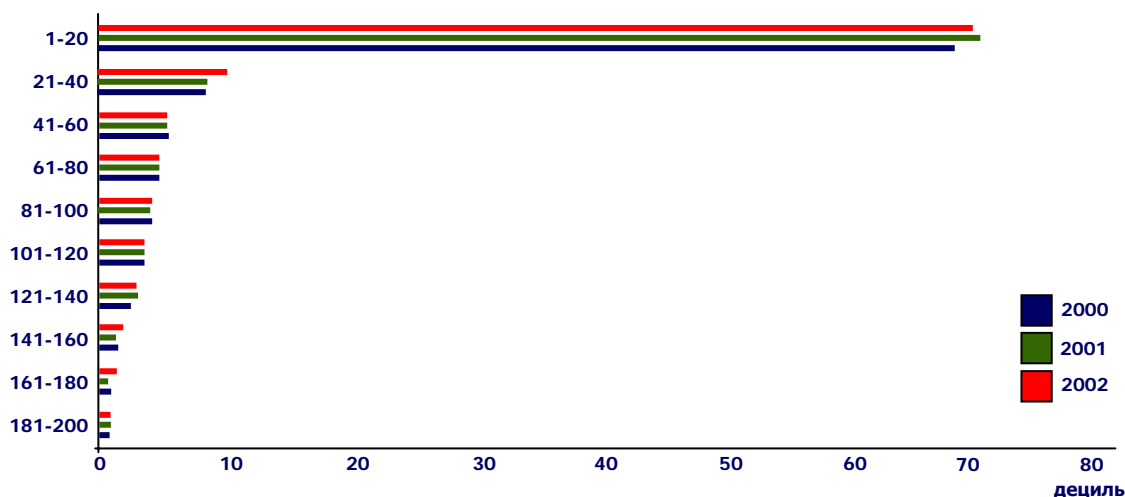


Рис. 1.1-4. Децильное распределение объема реализации по 200 крупнейшим российским компаниям за 2000-2002 гг. Источник: «Эксперт РА»

Говоря о крупном российском бизнесе, о новых технологиях в горизонте нескольких ближайших лет, следует иметь виду прежде всего сырьевые отрасли экономики. Это подтверждает анализ двадцатки лидеров (см. Приложение 1): на 2002 г. счет 19:1 в пользу сырьевых компаний (в списке 20 крупнейших всего одно предприятие обрабатывающей промышленности – ОАО «АвтоВаз»).

Формальные показатели концентрации в российском бизнесе по-прежнему предельно высоки. На первый дециль (10%, двадцатка лидеров списка «Эксперт-200») в 2002 году приходилось 71% от суммарного объема реализации (72,1% - в 2001 г.). Аналогичный показатель по 500 крупнейшим компаниям США, рассчитанный на основе данных рейтинга журнала Fortune, в 2002 году равен 19,4 (17,5% - в 2001 г.). 20 крупнейших компаний России производят 30,5% от ВВП России, а оставшиеся – 180 компаний только 17,75% (см. рис. 1.1-4).

ЭВОЛЮЦИЯ СИСТЕМ УПРАВЛЕНИЯ КРУПНЫМИ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ

Наука об управлении старается вывести общие механизмы эффективного управления, которые могут быть внедрены в виде универсальных управленческих технологий на как можно большее число наиболее активных экономических объектов. Целью этого является общее повышение производительности, рост рентабельности производства, а также увеличение эффективности использования ресурсов в рассматриваемых организациях [1.15].

Российский крупный бизнес в основной своей массе эффективнее среднего и мелкого (см. рис. 1.1-6). Наиболее рентабельны добыча нефти и газа - 24%. Несмотря на конъюнктуру, нефтегазовые компании намного опережают по рентабельности представителей остальных секторов. С ними не могут сравниться даже предприятия, добывающие драгоценные металлы и алмазы: в среднем они обеспечивают 17,4% рентабельности. Средний уровень рентабельности (вычисленный как отношение прибыли после налогообложения к объему реализации) по компаниям рейтинга «Эксперт-200» составил в 2001 году 15,4% против 9,3% в среднем по промышленности (по 5000 промышленных компаний). Превосходство крупнейших компаний по уровню рентабельности отмечается во всех отраслях промышленности, причем показатели рентабельности тем выше, чем больше концентрация в отрасли.

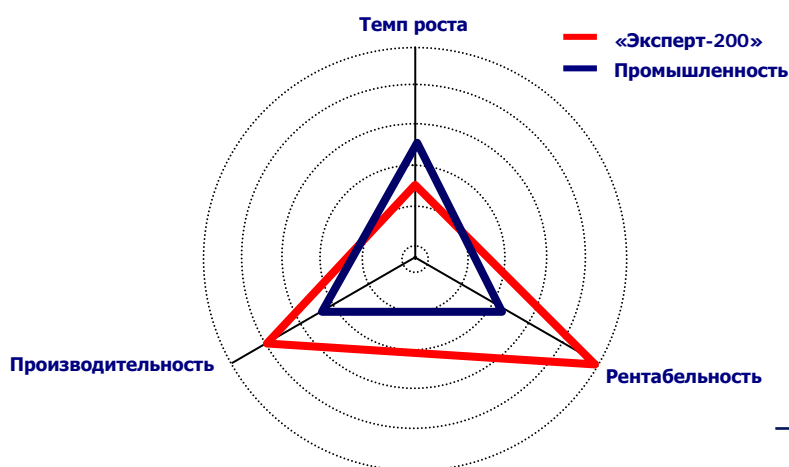


Рис. 1.1-6. Сравнение показателей эффективности предприятий, входящих рейтинг «Эксперт-200» и предприятий промышленности в среднем по итогам 2002 г.
Источник: «Эксперт РА»

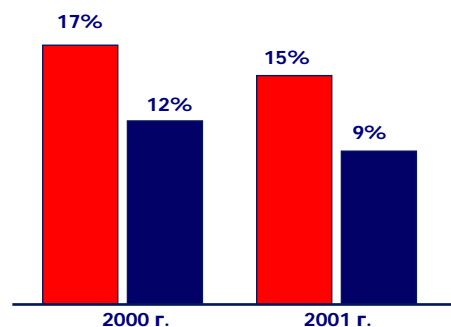


Рис. 1.1-7. Сравнение показателей рентабельности предприятий, входящих в рейтинг «Эксперт-200», и предприятий промышленности в среднем по итогам 2002 г.
Источник: «Эксперт РА»

Чтобы создать требуемые бизнесом управленческие технологии, необходимо в первую очередь рассматривать их текущие и потенциальные проблемы и искать методы их решения. Как уже было сказано ранее, наиболее подходящей теорией, позволяющей анализировать общие тенденции в совокупности организаций, является модель жизненного цикла организации. Поэтому имеет смысл подробно рассмотреть общие закономерности развития в конкретных стадиях жизненных циклов российских компаний, чтобы прогнозировать потенциальные потребности российских компаний в управленческих решениях (см. табл. 1.1-1).

Из обобщающей таблицы видно, что на этапе зарождения понятие «стратегии развития» компании отсутствовало, главной задачей было закрепиться на рынке. В 1998-99 гг. компании реализовывали антикризисные программы. Компании, успешно преодолевшие последствия кризиса 1998 г., направили усилия на сохранение и увеличение доли на рынке за счет скупки активов собственников, которые не смогли превратить кризис в собственный рост. 2000-2001 гг. прошли под знаком слияний и поглощений, где главным фактором в конкурентной борьбе являлись взаимоотношения с новой властью. 2002 г. ознаменовался окончанием внутренней реструктуризации компаний (оптимизированы активы, налажены бизнес-процессы и т.д.) и актуализацией внимания руководства на качество и эффективности работы персонала согласно сформулированным миссиям, стратегиям и целям, а также подготовке к выходу на публичные международные рынки заемного капитала.

Все эти закономерности подтверждаются результатами крупного исследования, которое провели в конце 2002 г. Ассоциация менеджеров России и международная консалтинговая компания Ernst&Young. Целью исследования было определение приоритетов руководителей крупных российских компаний. Исследование основано на ответах более 350 руководителей компаний всех ключевых для России отраслей и регионов. Коротко итог исследования таков: три года назад главным для большинства менеджеров было сохранить свой бизнес, сегодня - увеличить его долю на рынке [1.16].

Исследование показало, что для всех групп отраслей российской экономики основная проблема связана с *привлечением долгосрочных инвестиций на модернизацию устаревающих основных фондов*. Эту проблему также выявило регулярное ежемесячное исследование «Индекс деловой активности», которое является совместным проектом Ассоциации менеджеров России и ИД «Коммерсант», и в основу которого был положен опрос 108 руководителей российских компаний. [1.17].

В течение всего 2002 г. эксперты отмечали тот факт, что главной преградой на пути развития бизнеса является недостаток инвестиционных ресурсов, которые нужны для обновления основных фондов (см. рис. 1.1-8). По мнению руководителей российских компаний, проблема инвестиций во многом обусловлена тем, что банковская система России не соответствует потребностям реального сектора. В качестве основных причин, серьезно ограничивающих кредитный потенциал российской банковской системы, респонденты отметили привилегированное положение госбанков, отсутствие доверия к частным банкам со стороны населения и низкое качество оценки кредитных рисков [1.18; 1.19].

Потребности для развития/роста организации	Зарождение (1992-1998 гг.):	Формирование (1998-2004 гг.)	Рост (с 2002 г.)
	<ul style="list-style-type: none">❑ Обеспечить сохранение активов собственного предприятия от посягательств конкурентов, криминала, органов власти❑ По возможности вести агрессивную скупку активов других предприятий❑ Иметь налаженные связи с органами власти, с силовыми структурами и с криминалом, чтобы не допустить несанкционированного захвата❑ Сохранить контроль над финансовыми потоками и не дать возможности экспроприировать фискальным органам, криминалу и т.д.❑ Обеспечить развитие предприятия в горизонте не более 3-6 месяцев❑ Свести долю бартерных операций к минимуму❑ Менеджменту необходимо контролировать единолично все процессы в компании во избежание потери собственности и ресурсов: менеджмент «здорового смысла»❑ Выпуск только быстро оборачиваемой продукции	<ul style="list-style-type: none">❑ Обеспечить расширение доли рынка/отрасли путем работы с новыми поставщиками и клиентами❑ Необходимо бороться за новых потребителей и поставщиков❑ Обеспечить развитие компании в горизонте как минимум 1-3 лет❑ Общение с контролирующими органами переводится в официальную плоскость❑ Изменение системы управления: от менеджмента «здорового смысла» к профессиональному менеджменту❑ Выделение профильных бизнесов и избавление от непрофильных составляющих❑ Обеспечить обновление основных фондов, чтобы иметь возможность выпускать современную продукцию с низкой себестоимостью❑ Найти источники внешнего финансирования краткосрочных инвестиционных планов (до 1 года)	<ul style="list-style-type: none">❑ Компания контролирует определенную часть рынка/отрасли путем работы с новыми и старыми потребителями. Требуется осуществить захват лидерства на рынке. Конкуренция происходит за счет снижения цен, улучшения качества, создания клиенто-ориентированной системы обслуживания, внедрения ноу-хау и т.д.❑ Попытки выхода на новые рынки (международные и т.д.)❑ Снижение себестоимости продукции за счет эффективной системы управления (отладка сопряжения и оптимизация бизнес-процессов);❑ Система менеджмента строится на разделении обязанностей (окончательный переход к «задачам» от «людей»);❑ Ориентация на результат, организация удовлетворяет потребности клиентов, инновационный подход;❑ Организация занимается долгосрочным планированием и следует разработанным планам.
Характеристика управленческих решений	<ul style="list-style-type: none">❑ Работа со старыми поставщиками, клиентами и партнерами❑ Ведение авторитарного характера управления❑ Наличие только оперативных планов❑ Отсутствие долгосрочных инвестиционных планов, выпуск финансируется только из оборотных средств или за счет нелегальных кредитов❑ Управленческая команда формируется не из менеджеров, а из доверенных людей❑ Финансовая и производственная непрозрачность – главный фактор сохранения бизнеса❑ Использование офшоров для сохранения полученной прибыли❑ Получение контроля над предприятиями конкурентов через использование несовершенства законодательства❑ Нарушение прав акционеров как фактор недопущения greenmail захватов	<ul style="list-style-type: none">❑ Формирование видения, миссии и стратегии развития Компании как ответ на потребность в более осознанном распределении ресурсов❑ Проведение инвентаризации активов и реструктуризация деятельности компании❑ Создание жесткой структуры управления на период реструктуризации активов и формирование жизнеспособной системы управления❑ Наем профессиональных менеджеров на функциональные направления❑ Финансовая прозрачность существует только в той степени, чтобы обеспечить получение кредитных линий❑ Начало внедрения норм корпоративного управления как ответ на будущую потребность в значительных инвестиционных ресурсах❑ Подготовка компании к привлечению инвестиций	<ul style="list-style-type: none">❑ Формирование процессно-ориентированной организационной структуры❑ Формируются межфункциональные подразделения❑ Организация четко знает направление своего развития.❑ Финансовая прозрачность как фактор конкурентоспособности❑ Возможность привлечь значительные финансовые ресурсы - главный фактор в получении значительного конкурентного преимущества, который позволит произвести быструю модернизацию производства, снизить себестоимость и продавать более качественную продукцию

Табл. 1.1-1. Потенциальные потребности и применяемые управленческие решения в крупных российских компаниях за период с 1992-2004 гг.

Источник: Схема составлена автором

Инвестиционный климат в стране нельзя назвать благоприятным из-за высоких процентных ставок и отсутствия долгосрочного кредита. Как отмечают эксперты, крупным предприятиям нужны именно долгосрочные кредиты на 8-15 лет при разумной процентной ставке. При существующем уровне рентабельности промышленного предприятия в среднем в 10-15% процентная ставка по долгосрочным кредитам должна быть значительно меньше нынешних 18-20% [1.20]. Чтобы иметь возможность конкурировать в течение ближайших 5-8 лет за уже имеющуюся долю рынка или претендовать на ниши в формируемых глобальных рынках, российские компании уже сейчас должны инвестировать огромные ресурсы в модернизацию производств, но в России таких «длинных» и дешевых инвестиционных ресурсов просто не существует [1.21].

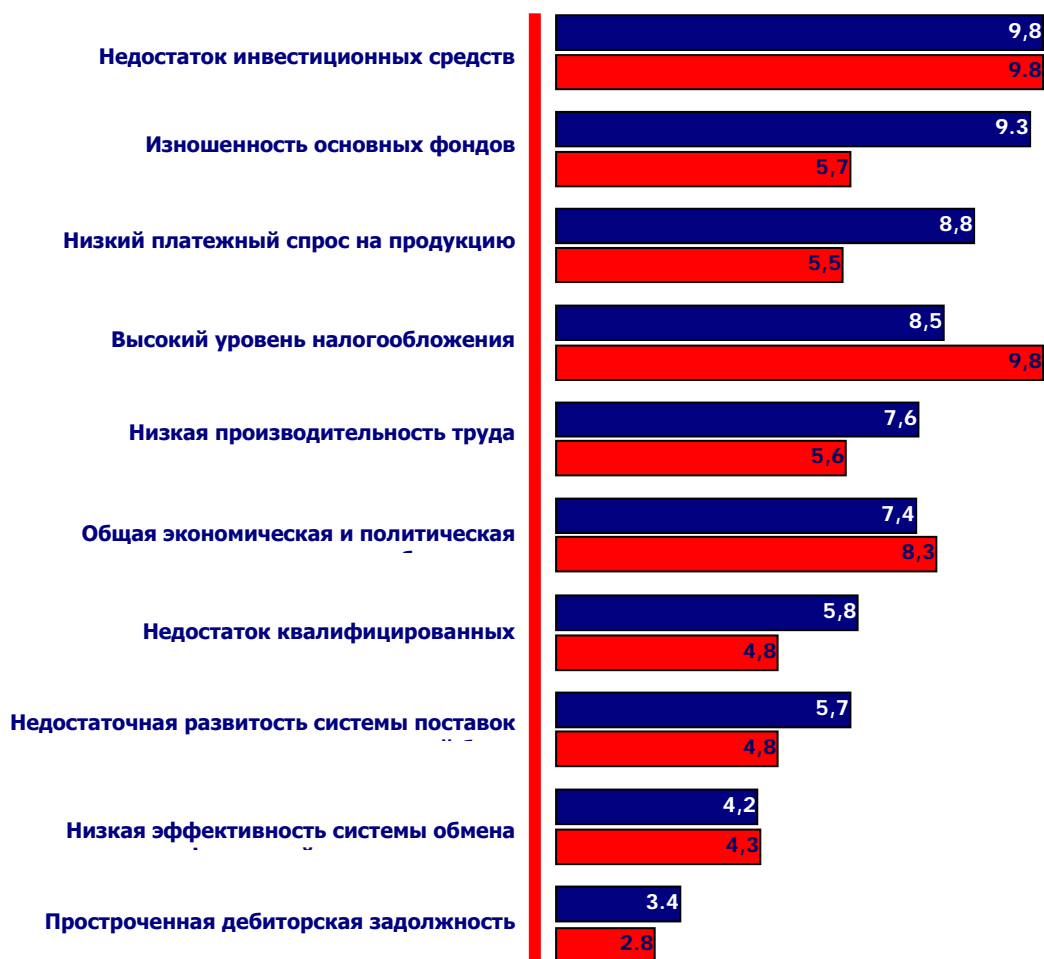


Рис. 1.1-8. Что мешает развитию бизнеса крупных российских компаний – мнение руководителей (%) (данные опроса за август и сентябрь 2002 г.). Источник: Ассоциация менеджеров России.

ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА — ВАЖНЕЙШИЙ ЭЛЕМЕНТ В РЕАЛИЗАЦИИ СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ КРУПНОЙ РОССИЙСКОЙ КОМПАНИИ

Если проследить динамику инвестиций в промышленность и доходы компаний (см. рис. 1.1-9), станет заметно, что до 1998 года они были двумя совершенно независимыми процессами. Инвестиции определялись внеэкономическими факторами (например, результатами президентских выборов) либо косвенными экономическими факторами (например, мировой конъюнктурой инвестиционного рынка), но только не состоянием российской промышленности. Если говорить

предельно упрощенно, российские компании зарабатывали деньги, но в развитие их не вкладывали.

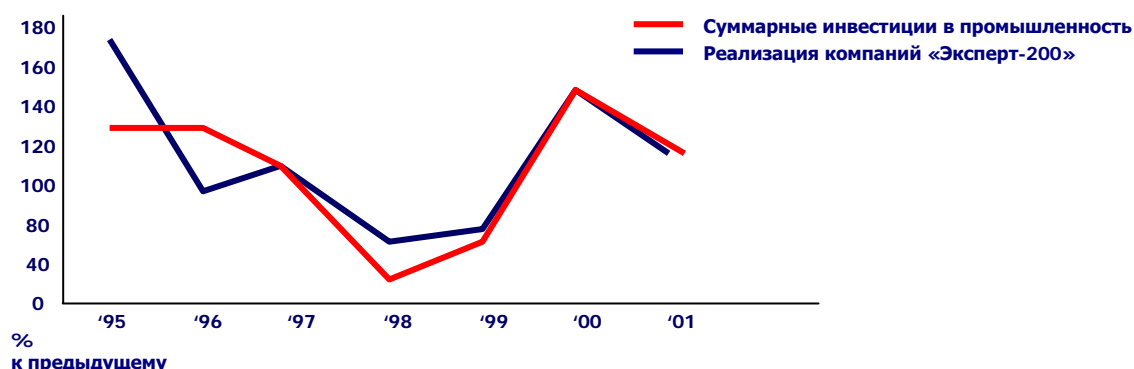


Рис. 1.1-9. Соотношение суммарных инвестиций в промышленность и реализации компаний «Эксперт-200»
Источник: «Эксперт РА».

По результатам двух исследований журнала «Эксперт» в рамках проекта «Инвестиционный спрос российских компаний» в 1997 и в 2002 гг. были выявлены закономерности, объемы и направления инвестиций, осуществляемых активным российским бизнесом. Главный вывод: инвестиционная картина российского бизнеса за 5 лет кардинально изменилась [1.22].

В 1997 году не более 10% предпринимателей имели ясные инвестиционные планы. Причем планы эти распространялись не далее чем на 1-2 года. Горизонт планирования большинства измерялся тремя-шестью месяцами, а если руководители предприятий и говорили о займах, то речь шла о займах в оборотные средства. Наиважнейшей задачей было сохранить компанию на рынке, желательно не потеряв уже имеющейся доли. Временные горизонты до года говорят о том, что компании не имели четкой и долгосрочной стратегия развития.

В 2002 г. четкие инвестиционные планы были у всех. Горизонт прогнозирования расширился до трех-пяти лет. Но еще важнее, что инвестиционные планы направлены на снятие именно тех ограничений, которые реально сдерживают развитие российской экономики. Исследование выявило, что инвестиционные планы направлены на решение именно проблем повышения рентабельности, снижения издержек, создания новых конкурентоспособных продуктов.

Деньги для реализации планов, несмотря на неразвитость российского финансового рынка, предприятия находят. Пользуются они при этом самыми разнообразными схемами: и дорогими российскими кредитами, и более дешевыми займами у иностранных банков, и привлечением новых отечественных или западных акционеров. Руководители компаний признают ограниченность российского финансового рынка, а долгосрочные инвестиционные стратегии российских игроков сегодня целиком ориентированы на международный финансовый рынок.

Коротко эта схема для крупных компаний выглядит следующим образом. В настоящий момент они ищут относительно небольшие займы для модернизации своих производств, на этой модернизации они добиваются роста потенциальной стоимости компаний, и уже потом, спустя два-три года, они планируют выход на западные фондовые рынки с целью привлечения действительно больших инвестиций.

Еще в 1997 г. вопрос о том, во что вкладывать деньги, перед большинством российских производственных предприятий не стоял. С чудовищными убытками, 80% бартера и таким же износом оборудования все ресурсы направлялись на «прокорм» армий рабочих и хоть какой-то ремонт. Но к 2002 г. после трех лет подъема ситуация изменилась принципиально.

Сегодня приоритет номер один - обновление основных фондов. На это предполагается потратить до 90% всех привлекаемых средств. Причин такого внимания к основным фондам две. Первая — физическая изношенность фондов. Вторая причина — моральное устаревание. К 2002 г., когда эффект от девальвации исчерпан, а население разбогатело, конкурировать с импортом при старом, ресурсоемком оборудовании стало невозможно. На внешнем рынке обстановка еще жестче: цены на традиционные товары российского экспорта замерли, а издержки в стране растут. И это заставляет российские компании формулировать свои стратегии на основе повышения добавленной стоимости и снижения издержек.

Увеличение доли производств, выпускающих новую современную продукцию, производств с более высокой добавленной стоимостью своим приоритетом в инвестициях назвали все без исключения компании. Причем здесь, помимо собственно замены основных фондов, отдельной строкой идут инвестиции в НИОКР. Например, Ярославский шинный завод, который начал производить шины под маркой GoodYear, планирует в 2004 г. вложить \$50 млн., в закрытие старого производства и наращивание мощностей нового [1.22]. Новое производство дает предприятиям шанс войти в более дорогие сегменты рынка, расширить географию продаж, усилить свои конкурентные позиции.

Крупные компании, работающие на глобальном рынке, чувствуют необходимость держаться на одном инновационном уровне с западными конкурентами. Крупнейший российский производитель минеральных удобрений «Акрон» экспортирует до 80% своей продукции. Причиной успеха на международном рынке называется очень высокое качество продукции, для поддержания которого компания ежегодно расходует на обновление основных фондов \$15-20 млн. Необходимостью соответствовать западным стандартам объясняется и тот далеко не уникальный факт, что в 2002 г. российский машиностроительный холдинг ОМЗ купил авторитетное американское инженерно-техническое бюро Friede & Goldman.

Другой способ борьбы за рентабельность - снижение издержек. Так, компания «Аэрофлот» занимается реструктуризацией парка, закупая более экономичные самолеты. Эти меры позволили предприятию в 2002 г. снизить издержки на 6% - огромную для низкорентабельного бизнеса долю.

Приоритет «номер два» для современной инвестиционной деятельности российских компаний характерен для предприятий, действующих в рамках сырьевых групп. Этот приоритет заключается в достраивании вертикально интегрированных цепочек добывающих предприятий, создании бизнесов, близко стоящих к потребителю, то есть производящих продукцию более высокого передела. Свидетельство тому — активная покупка нефтеперерабатывающих заводов, создание масштабных розничных сетей автозаправок, а также покупка металлургическими компаниями

автомобильных, авиационных и машиностроительных заводов, а также предприятий, производящих упаковку из металла и т.п.

Однако, приближаясь к потребителю, крупные бизнесы вынуждены одновременно заботиться и о своей ресурсной базе. Российские компании стремятся преодолеть зависимость от постоянно взвинчивающих цены монополистов, создавая собственные замкнутые циклы, «мини-экономики», в которые входят собственные месторождения, электростанции, транспортные мощности. Примеры этого - «СУАЛ-холдинг», «Русский алюминий», «Северсталь», «Углемет-трейдинг» и т.п..

Приоритет «номер три» для инвестиций - расширение и диверсификация бизнеса. Так, в условиях все обостряющейся конкуренции (например, на рынках продуктов питания) лидирующие предприятия планируют к 2004 г. инвестировать сотни миллионов долларов в расширение и диверсификацию бизнеса. Например, для пивоваренной промышленности – это реконструкция пивзаводов, налаживание производства минеральной воды и вина.

ПРОБЛЕМА ФОРМИРОВАНИЯ ДОЛГОСРОЧНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Исследование «Инвестиционный спрос российских компаний» еще раз подтвердило заключения Госкомстата о том, что основным источником инвестиций для российских компаний были и остаются собственные средства [1.23]. Но если в 2000 г. собственные средства представлялись многим компаниям вполне достаточным источником для инвестиций (в сравнении с инвестиционным голодом середины 90-х даже небольшие прибыли казались пределом мечтаний), то к 2002 г. *начался активный поиск внешних источников финансирования.*

К 2002 г. существенно выросла роль банковского капитала в инвестиционном процессе. Предпринимателей не смущают годовые кредиты в 18-20% и даже 24% годовых, главное, чтобы деньги были «длинными». Это отношение, по словам многих участников названного выше исследования, возникло в 2002 г. «буквально за полгода». Оно объясняется тем, что предприятия стали активно готовиться к большим инвестициям более дешевых и более длинных денег из-за рубежа, поэтому главным стало сформировать к 2003-2004 гг. солидную кредитную историю, которая является важным содержательным элементом системы отношений с инвесторами.

Однако, несмотря на начавшиеся улучшения, ситуация по-прежнему далека от идеальной. Более или менее длинные и дешевые деньги можно получить только под залог значительных материальных активов, а оценка инвесторами российских бизнесов более чем скептически. Новым же компаниям среднего размера, например, из сферы услуг, очень тяжело получить кредит без обеспечения, несмотря на почти стопроцентный ежегодный рост оборотов. В результате в этих отраслях формируется точка зрения, что на «коротких» деньгах компании этого сектора больше развиваться не могут, а «длинных» кредитов без обеспечения активами им не дают.

В 2002 г. российские банки продолжали наращивать свои кредитные портфели, но гораздо медленнее, чем раньше - крупнейшие предприятия России начали предпочитать привлекать более дешевые средства из-за границы, а российским банкам не удастся компенсировать эту потерю за счет кредитования средних и

мелких клиентов, в частности физических лиц. По данным Госкомстата, объем зарубежных кредитов российским предприятиям (без учета торговых) в 2002 г. составил \$14,2 млрд. - на 42% больше, чем в 2001 г. К этому нужно добавить выпуски еврооблигаций на сумму более \$2 млрд. [1.24]

Главное достоинство западных финансовых рынков - меньшие ставки и большие сроки кредитования. Все упирается в стоимость ресурсов, где российские банки не могут конкурировать с иностранными финансовыми институтами. Борьба за российского кредитора вынудила российские банки только в 2002 г. существенно снизить ставки: за год они в среднем упали на 3 - 4 процентных пункта по рублевым кредитам и на 1-2% - по валютным. Но при постоянно снижающихся ставках рефинансирования в США и ЕЭС в горизонте 3-5 лет отечественные финансовые учреждения не смогут конкурировать с западными.

Ставки по кредитам в российских банках в два-три раза выше, чем на Западе. Да и срок предоставления займа редко превышает два-три года. При этом трудно найти российский банк, способный удовлетворить запросы крупного клиента. Конечно, банки уровня Сбербанка или Внешторгбанка могут предоставить кредит в \$10-50 млн., в исключительных случаях и более \$100 млн. Минимально возможная ставка по 2-3-летнему кредиту около 15-18%. Самый же крупный в истории российской банковской системы кредит в \$300 млн. был выдан в 2000 г. «Тюменской нефтяной компании» Сбербанком РФ. Но для большинства других банков это «неподъемные» деньги. Собственно, и сами российские банки порой вынуждены привлекать западные средства для того, чтобы иметь возможность больше кредитовать российские предприятия. О размещении акций предприятий на отечественном открытом рынке можно и не говорить. Если эмиссии и проводятся, то размещаются, как правило, у ограниченного числа старых акционеров. Тем самым они фактически вкладывают в развитие бизнеса свои же средства.

Оценивая сегодняшние возможности финансовой системы России, можно с большой вероятностью предположить, что основные «ресурсы для укрупнения» появятся в России с западных рынков капитала. Почти все опрошенные в рамках исследования предприниматели сказали о том, что планируют в среднесрочной или долгосрочной перспективе попасть в листинг ведущих финансовых площадок мира. Для многих такая потребность уже назрела – «СУАЛ-Холдинг» [1.25], «Мечел», ЧМПЗ не исключают возможности выхода на IPO (первичное размещение акций) не далее как в 2004 г., ОМЗ планирует заняться программой повышения собственной капитализации.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РАЗЛИЧНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ РЕШЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ ЗАДАЧ КОМПАНИЙ

Итак, основные источники финансирования планов в рамках стратегий крупных российских компаний следует искать за пределами самих компаний. Существует два основных механизма привлечения капитала: акционерный и долговой.

Активность российских компаний и банков на международном рынке капиталов возрастает с каждым месяцем. Только в марте 2002 г. они привлекли синдицированные кредиты и разместили еврооблигации на сумму около \$1 млрд. А

за период с октября 2002 г. по март 2003 г. российские компании разместили еврооблигаций на сумму \$5 млрд.

После 2001 г. сложились вполне привлекательные условия для таких заимствований. Замедление темпов роста экономики в западных странах заставило зарубежных инвесторов искать новые сферы для вложения средств. Кредитные ставки в странах Запада, прежде всего в США, резко снизились. Учетная ставка достигла минимальной за последние 40 лет величины – 1, 75% годовых. Одномесячные ставки LIBOR (в долларах) составляют менее 2% годовых.

Однако привлечение капитала, как долгового, так и акционерного, по-прежнему под силу лишь крупным компаниям и группам. В частности, при предоставлении кредитов или размещении еврооблигаций организаторы требуют от российских компаний иметь значительную долю валютной составляющей в общей выручке. Ведь инвесторы хотят быть застрахованы на случай девальвации рубля. Правда, размещение акций на западных рынках не требует обязательной экспортной составляющей. Более того, все компании, проводившие такие размещения («ВымпелКом», МТС, «Вимм-Билль-Данн» и др.), были ориентированы на внутренний рынок. Но в данном случае для успеха важна рыночная капитализация компании, которая по оценкам должна быть не менее \$500 млн. И конечно, зарубежными инвесторами и кредиторами ценится открытость компании и ясность в ее структуре. В большинстве случаев от потенциального заемщика требуется предоставление финансовой отчетности, соответствующей международным стандартам, за два-три года.

Наиболее простой способ привлечения зарубежного капитала - синдицированные кредиты. В этом случае и времени на организацию займа требуется меньше, и первоначальные затраты ниже. Однако и сроки, на которые они предоставляются, невелики – 1-2 года. Максимальная ставка по кредиту составляет не более 10-12% годовых. При этом не для всех заемщиков удобно погашать кредит частями и таким образом изымать из оборота необходимые средства. Кредит в западной банке на несколько лет пока вполне адекватен потребностям средних российских заемщиков. По крайней мере, на более тесное сотрудничество с иностранцами ради капитализации своего бизнеса средние российские компании идут не слишком охотно. Во многом это объясняется, с одной стороны, недооцененностью российских компаний, с другой стороны, имеющими место опасениями, что западные менеджеры, поставленные крупным инвестором, будут тормозить процесс развития динамичной российской компании.

Впрочем, далеко не все компании, развившиеся до определенного уровня, настроены так однозначно. Многие из них уже заинтересованы в совместных проектах с ведущими западными компаниями и готовы делить с ними управление. Особенно это касается ситуации в крупном бизнесе. Он ищет стратегических партнеров, способных привнести в отечественную компанию значительные инвестиционные и управленческие ресурсы, чтобы вывести бизнес на кардинально новый уровень развития и увеличить капитализацию. Самый красноречивый пример – покупка англо-американской BP за \$6,75 млрд. 50% акций «TNK International», объединяющей 97% акций «Тюменской нефтяной компании» (ТНК) , 93% акций «ОНАКО» и 29% акций газовой компании «РУСИА Петролеум», а также 57,5% акций «СИДАНКО». Большая часть вырученных денег пойдет на инвестиционные

программы реконструкции существующего оборудования и на экспансию на рынках СНГ и Восточной Европы [1.27].

Наивысшим достижением компании можно считать размещение ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) в виде ADR третьего уровня или на Лондонской фондовой бирже (LSE) в виде GDR. Пока этим могут похвастаться лишь единицы («МТС», «Татнефть», «Ростелеком», «ВымпелКом», «Wimm-Bill-Dann», «ЛУКОЙЛ» и «Газпром»), но, судя по всему, к 2003-2004 гг. этот процесс начнет набирать силу [1.29]. В качестве примера можно привести концерн «Калина», который планирует в 2003 г. разместить на NYSE или на одной из европейских бирж 20-25% акций, рассчитывая получить \$60-70 млн. Для этого компания уже провела размещение двух облигационных займов «для создания положительной кредитной истории» [1.33]. Также о своих планах выхода на биржу в 2003-2004 гг. объявили сразу несколько крупных российских компаний («СУАЛ-Холдинг», группа «Илим Палп», «Татнефть», АПК «Черкизовский» и др.).

Другой доступный российским компаниям инструмент мировых рынков капитала – это еврооблигации. Это более долгосрочный вид финансирования. Но и требования к раскрытию информации здесь заметно выше, чем при синдицированных займах. Кроме того, процесс подготовки к размещению евробондов может занять более полугода. Но это не останавливает российские компании. В 2002 г. наметился настоящий бум внешних займов. В первом полугодии 2002 г. объем корпоративных еврооблигаций увеличился на \$3,8 млрд., причем только за три месяца компании привлекли более \$2,3 млрд. Средняя ставка по еврооблигациям со сроком 5-летнего погашения редко превышает 10%.

По данным Министерства финансов РФ, общий долг корпораций и банков с учетом депозитов и займов, приравненных к инвестициям, за первое полугодие 2002 г. вырос до \$42,1 млрд. (с \$37,6 млрд. на конец 2001 г.). За девять месяцев 2002 г. корпорации привлекли из-за рубежа \$4,7 млрд. В то же время представители Министерства финансов РФ отмечают, что критическим уровнем суверенного и корпоративного долга является 60% ВВП. Эта планка не столь далека: по итогам 2002 г. объем госдолга снизился с 50% до 40% ВВП, но в то же время объем корпоративных займов достиг 13% ВВП. Вместе получается 53%, и это не предел – российские компании не намерены снижать темпы заимствований [1.28]. «Газпром» рассчитывает выпустить в 2003 г. валютных облигаций на \$1,2 млрд., «АЛРОСА» планирует привлечь за рубежом \$500 млн., \$100 млн. собирается занять «Аэрофлот». Также в 2003-2004 гг. еврооблигации планируют выпустить Альфа-банк, МДМ-банк, банк «Зенит», «ВымпелКом», ЛУКОЙЛ, «Татнефть», «ЦентрТелеком» и др.

Отечественный рынок капитала пока не дает российским компаниям возможность привлекать по-настоящему крупные длинные деньги. Однако рынок рублевых корпоративных облигаций развивается очень быстрыми темпами. При этом в нем заметна спекулятивная составляющая, которая может спровоцировать системный кризис на российском рынке заимствований [1.30].

Объем российского рынка рублевых корпоративных облигаций за 2002 г. составил (по номиналу) порядка 100 млрд. руб., том числе объем «рыночных выпусков» - порядка 50 млрд. руб. И в основном рост был вызван заинтересованностью

потенциальных эмитентов из числа средних компаний, в том числе региональных. Средняя норма доходности для крупнейших компаний не превышает 18% годовых в рублях и более 20% для высокорисковых эмитентов. Средний срок займа редко превышает 1 год. Самый крупный и «долгий» корпоративный рублевый облигационный заем был выпущен «Газпромом» в ноябре 2002 г. на сумму 5 млрд. руб. (около \$170 млн.) и сроком погашения 3 года.

По сути уже сейчас финансисты крупных российских компаний могут выбирать инвестиционные инструменты для финансирования долгосрочных стратегических проектов, как на ограниченном российском рынке капитала, так и на западном. Но все упирается в стоимость заимствования. А она формируется под воздействием как раз субъективных факторов, где ключевую роль играет рисковая оценка инвесторами бизнеса, истории, известности и перспективности компании и страны, где она работает.

Оценка риска зависит не только от внутренних, но и внешних факторов [1.31]:

- Объективные риски, характерные для компаний из развивающихся стран (компании из таких стран оцениваются инвесторами с дисконтом). Эти риски отражаются, прежде всего, в недостаточном учете долгосрочных нефинансовых показателей.
- Объективные риски, характерные для компаний из стран с нестабильной политической и экономической ситуацией. Отражаются в недостаточном учете как долгосрочных нефинансовых, так и долгосрочных финансовых и операционных показателей.
- Субъективные риски, характерные для компаний из стран с нестабильной политической и экономической ситуацией. Помимо прочего, отражаются на показателе финансовой и информационной прозрачности компании. Эта прозрачность может быть ограничена возможными угрозами со стороны властей и конкурентов.

Стоимость заимствования определяется и конкурентоспособностью компании по сравнению с ее соперниками на глобальном рынке. Так, например, для итальянской ENI и для российской ЛУКОЙЛ при равных показателях добычи нефти (и более чем двукратного превышения разведанных запасов ЛУКОЙЛа) базовая процентная ставка будет различаться в несколько раз: для ENI не превысит 3,5%, а для ЛУКОЙЛ не опустится ниже 7%.

Этот простой математический расчет показывает, как репутация российской компании и в значительной степени субъективная оценка инвесторами страновых рисков снижает конкурентоспособность компании за счет большей платы за доступ к использованию крупных капиталов. Не секрет, что одной из главных проблем всего российского бизнеса является сформированная в середине 90-ых годов негативная репутация в глазах мирового бизнес-сообщества, информационная закрытость и непрозрачность ведения дел. Эти факторы являются серьезным барьером в реализации стратегий российских компаний и роста их стоимости.

Это доказало проведенное в середине 2002 г. исследование PricewaterhouseCoopers. Основной его тезис - информационная прозрачность повышает капитализацию. Специалисты PwC опросили 50 институциональных инвесторов, под управлением

которых находятся нефтегазовые активы на сумму \$31 млрд. Объектом исследования стали 39 ведущих нефтяных компаний из разных стран. Опрос показал, что большая часть топ-менеджеров недовольна капитализацией своих компаний и считает ее заниженной. Инвесторы же не готовы платить больше за акции, пока нефтяные компании не предоставят дополнительную информацию. Кроме стандартной отчетности им хотелось бы получать данные о политической обстановке в стране, стратегии хеджирования, а также подробную информацию о деятельности компаний в отдельных сегментах - добыче и переработке. Специалисты PwC уверены, что *только за счет большей информационной открытости* (в частности, раскрыв перечисленное), *то есть, по сути, развития коммуникации с инвесторами компании с развивающихся рынков смогут повысить стоимость своих акций на 20-30%* [1.32].

§ 1.2 РОЛЬ РЕПУТАЦИИ КОМПАНИИ В РЕШЕНИИ ФИНАНСОВЫХ ЗАДАЧ И ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ (КАПИТАЛИЗАЦИИ) КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Именно то, что отношения с инвесторами со стороны эмитента не установлены вообще или установлены неправильно, и вызывает наибольшее недоверие к эмитенту. Именно это повышает уровень риска и снижает инвестиционную привлекательность ценных бумаг российских эмитентов.

В странах с нормально работающей рыночной экономикой эмитент является стороной, заинтересованной в оказании инвестору максимального содействия в исследовании уровня инвестиционной привлекательности. Эмитент не может сделать эти исследования за инвестора, т.к. результаты внутрикорпоративного анализа могут быть ангажированными. Однако эмитент может и должен предоставить инвесторам необходимую информацию именно в тех формах, которые будут удобны разным категориям инвесторов для проведения их собственного исследования. Требуется не просто раскрыть информацию, а профессионально и честно показать существующие риски, слабые и сильные стороны эмитента.

К финансовой и корпоративной информации российских компаний западные инвесторы обычно предъявляют повышенные требования. Это объяснимо. По данным аналитического агентства Transparency International, уровень коррупции в России один из самых высоких в мире. По разным оценкам, 60-90% корпоративных финансов находится в «теневом» обороте [1.34].

В практике корпоративного менеджмента под финансовой прозрачностью понимают полномасштабное раскрытие финансовой информации для внешних источников и внутреннюю прозрачность корпорации. По сути, грамотное корпоративное управление - это контроль собственников за менеджерами компании. Обычная для России ситуация, когда акционеры не знакомы с основными бюджетными данными компании, у западных инвесторов вызывает удивление.

Многие эксперты считают, что преимущества увеличения прозрачности компании очевидны: рост доли стратегических инвесторов, повышение доверия к менеджменту, сближение курса акций с инвестиционной стоимостью компании, снижение затрат на привлечение капитала и многое другое. По самым скромным

оценкам, после внедрения в компании международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) рост курса акций за месяц может составить не менее 10%. Проведенное в 2002 г. компанией McKinsey исследование, в ходе которого было опрошено более 200 инвестиционных компаний в 31 стране мира, включая Россию, показало, что инвесторы готовы платить больше за акции компаний, прозрачных в управленческом плане и ведущих отчетность в соответствии с мировыми стандартами. Размер дополнительной премии сильно колеблется в зависимости от страны: от 10-15% в США и Западной Европе до 40% (!) в России [1.35].

Также одним из инструментов, повышающих прозрачность российских компаний и оказывающих помощь при продвижении на западный рынок финансовых инструментов - акций или облигаций – является получение кредитного рейтинга у международных рейтинговых агентств, таких как Standard&Poor's, Moody's, Fitch. В свою очередь, это возможно только при условии, что бухгалтерия компании понятна инвесторам. Для присвоения рейтинга аналитики агентства два-три месяца изучают деятельность компании. Причем от нее требуется не только «чистота» бухгалтерских отчетов, но и детальное разъяснение операционных финансовых проводок с их мотивацией. Стоимость услуг по присвоению кредитного рейтинга обычно не превышает \$50 тыс. Но надо отметить, что рейтинг компании никогда не будет выше рейтинга страны, где она создавалась и имеет основной бизнес.

Наконец, самым актуальным на сегодняшней день вопросом прозрачности российских компаний является внедрение международных стандартов финансовой отчетности (МСФО). Российские стандарты не отражают текущей деятельности компании, а служат скорее отчетом для фискальных органов для исчисления налогооблагаемой базы. Гораздо более полную картину о деятельности компании может дать бухгалтерия, ведущаяся по международным стандартам.

С 2005 года компании объединенной Европы переходят на ведение бухгалтерии по МСФО. По состоянию на конец 2002 г. об этом заявили уже 7 тыс. европейских компаний. И тому есть материальная заинтересованность - ведь внедрение МСФО снижает даже для западной компании стоимость кредитов в банках примерно на 1%. Но сама процедура внедрения достаточно дорога. Минимальные расходы на перевод российской отчетности на западные стандарты составляет \$250 тыс., а порой доходит до миллионов долларов.

Большие затраты на получение кредитных рейтингов, внедрение МСФО, внедрение кодексов корпоративного управления быстро окупаются для российских компаний.

Так, НК «ЮКОС» долгое время оставалась одной из самых «скандальных» нефтяных компаний России. Достаточно вспомнить ее многочисленные конфликты с миноритарными акционерами и с американским инвестором Кеннетом Дартом. Для повышения инвестиционной привлекательности в июне 2000 г. на собрании акционеров было принято решение принять ряд мер по повышению финансовой прозрачности компании. В частности, впервые за свою историю «ЮКОС» обнародовал консолидированную финансовую отчетность и принял решение о публикации аудированной финансовой отчетности за 1998-1999 гг. по стандартам GAAP. Результат превзошел ожидания российского бизнес-сообщества. Всего за две недели капитализация НК «ЮКОС» выросла вдвое, достигнув \$8 млрд. Через два года проведения последовательной политики по изменению репутации и внедрения

общемировых норм корпоративного управления НК «ЮКОС» стала самой крупной компанией в России по показателю рыночной капитализации, обогнав «Газпром» (достигнув \$15,1 млрд.) [1.36]. К апрелю 2003 г. стоимость компании была равна \$21,63 млрд. [1.37].

Примеру НК «ЮКОС» последовали и другие нефтяные компании. В конце 2001 г. - в начале 2002 г. НК «Сибнефть» провела встречи с инвесторами в США и Европе для повышения своей инвестиционной привлекательности. Руководство компании организовало более двадцати встреч с представителями инвестиционных банков, финансовых компаний и отраслевых холдингов для размещения в январе 2002 г. года собственных облигаций объемом \$250 млн. на западных торговых площадках.

В сентябре 2002 г. Standard & Poor's опубликовало исследование по информационной прозрачности 42 российских компаний, на долю которых приходится около 98% общей капитализации фондового рынка. По итогам исследования Standard & Poor's в России средний уровень раскрытия информации компаниями составляет 34% (см. Приложение 2). Это существенно ниже, чем у ведущих компаний Азиатско-Тихоокеанского региона и развивающихся стран Азии (от 40 до 85 %). По мнению агентства, в глазах западных инвесторов российские эмитенты стоят на уровне стран Латинской Америки [1.38; 1.39].

Именно политика раскрытия информации лежит в основе развития связей с инвесторами и формирования репутации компании.

Согласно шкале оценок рейтинга репутации Financial Times, в последующем взятой в качестве базовой шкалы для рейтинга репутации российских компаний [1.40] журнала «Эксперт» (см. Приложение 2) от февраля 2002 г., существует следующий перечень слагаемых деловой репутации компаний в современной России:

- качество товаров, услуг;
- квалификация руководства;
- успех на российском рынке;
- лидерство в своей отрасли;
- успех на внешнем рынке;
- инвестиции в развитие.

По мнению одного из экспертов исследования, председателя правления НК «ЮКОС», Михаила Ходорковского, репутация бизнеса - это все остающееся за рамками производственной деятельности. Нефтяная компания закупает оборудование, бурит скважины, качает и продает нефть - это производство. А репутация - это остальное: разработка и реализация программ раскрытия информации и выхода на открытый рынок акций, перевод бухгалтерии на международный стандарт, внедрение системы корпоративного управления и т.д.

В прикладном, финансовом смысле стоимость репутации традиционно оценивается методом стоимостной разницы. На уровне маркетинговом – через разницу между стоимостью продукции или услуг, продаваемых компанией, и среднерыночной ценой аналогичной продукции или услуг, взвешенной без учета цен анализируемой компании, умноженную на количественный показатель реализации. На инвестиционном уровне – через разницу между ставкой внешнего финансирования,

получаемого компанией, и среднерыночной ставкой финансирования, умноженной на лимит привлечения внешних средств. Иными словами, стоимость репутации прямо пропорциональна капитализации и кредитоспособности компании и обратно пропорциональна рискам.

Большинство экспертов, принявших участие в исследовании «Репутация российских компаний», сходятся во мнении, что «необходимые затраты на репутацию в России не так высоки, как в развитых странах мира, а потенциальный прирост капитализации – фантастический». По подсчетам Михаила Ходорковского, за последние годы НК «ЮКОС» потратила на формирование репутации около \$300 млн., в результате чего капитализация компании выросла на \$7 млрд. (ROI - \$23 на \$1 вложений).

Ряд экспертов считает, что российский бизнес в десятки раз недооценен по целому ряду причин: плохая репутация; неважный предпринимательский климат (недостатки в отчетности, судебной и банковской системах); молодость, отсутствие кредитной истории; обострение собственных проблем у западного делового сообщества; нежелание успешных российских компаний пускать к себе иностранный капитал. Все без исключения эксперты утверждают, что хорошая репутация - это дополнительная капитализация их бизнеса, более долгосрочные кредиты под меньший залог и процент.

По мнению практически всех респондентов, неважная репутация дорого обходится российскому бизнесу. Так в качестве примера можно привести проект покупки ТНК НК «ОНАКО». Нефтяные компании на Западе котируются из оценки \$2 млрд. за 1 млн. тонн добычи. А России «ОНАКО», которая добывает 8 млн. тонн, была куплена за \$1 млрд., то есть, с разницей в 16 раз. Но многие российские инвестиционные аналитики делали заключение, что менеджмент ТНК переплатил за этот актив. Объяснением такой огромной разницы в стоимости аналогичных компаний эксперты считают страновой риск, большую долю в котором имеет репутация страны (см. Табл. 1.2-1.). Вопросы, связанные с самой компанией, стоят уже на втором месте.

Российская компания	Капитализация на 01.03.2002 г. в \$ млн.	Зарубежная компания	Капитализация на 01.06.2002 г. в \$ млн.
ЮКОС	16026	Chevron	92440
Сургутнефтегаз	12837	Conoco	16540
ЛУКОЙЛ	10654	OccidentalPetroleum	11180
РАО «ЕЭС России»	6697	PG&E	8250
Вымпелком	1371	Alltell	1498
Северсталь	1254	Nucor	5220
Мосэнерго	1155	AES	2820
Ростелеком	994	AT&T	38130
«Балтика»	1663	ANHEUSER	44300
Аэрофлот	395	UAL Corporation	6947
«Уралмаш-Ижора»	177	Caterpillar	16580

Табл. 1.2-1. Сравнительная стоимость (капитализация) схожих по структуре активов и обороту российских и зарубежных компаний.
Источник: PTC. BusinessWeek

Репутация страны - очень многогранное понятие, и на нее воздействует очень много факторов. Одна из основных составляющих - образ, который создают средства массовой информации. Многие российские компании до сих пор не смогли наладить информационного потока, который удовлетворял бы интересы журналистов (в том числе, западных); многие проявляют к ним враждебность.

В тоже время, меняется оценка инвестиционной привлекательности России в глазах иностранных инвесторов. Так согласно всемирному индексу инвестиционной уверенности, ежегодно составляемый консалтинговой фирмой A.T. Kearney, на 2003 г. Китай и Россия стали «звездами» рейтинга самых привлекательных для иностранных инвестиций стран мира [1.41]. Россия совершила самый заметный прорыв, войдя в число 25 лучших стран из 60. Анкеты исследования рассылались гендиректорам, членам советов директоров и финансовым директорам 1000 компаний, расположенных в 34 странах и представляющих 24 индустрии.

Скачок России с 32-го места в 2002 г. на 17-е выглядит парадоксальным, поскольку абсолютные показатели прямых иностранных инвестиций в страну мизерные, и вместо роста они только уменьшаются. По данным Центробанка, в 1999 г. страна получила \$3,3 млрд. прямых инвестиций, в 2000 г. - уже \$2,7 млрд., в 2001 г. - \$2,5 млрд. Динамика 2002 г. также отрицательная. Прямые вложения в Россию неотягивают и до 1% ВВП, в то время как страны Центральной и Восточной Европы привлекают от 5% до 10% ВВП. Но авторы исследования находят объяснение возросшей привлекательности России для стратегических инвесторов: снижение отношения внешнего долга к ВВП - с 90% в 1998 г. до 40% в 2002 г.; снижение доходности российских еврооблигаций; признание России страной с рыночной экономикой. По словам Пола Лодисина, вице-президента A.T. Kearney и главного координатора проекта, «рейтинг России, как и других стран, отражает скорее перспективу и имидж. Однако отражает достаточно надежно, так что Россия может ожидать роста прямых вложений».

Разница в 5-7% стоимости финансовых ресурсов за рубежом по сравнению с Россией, а также усилия российских компаний по снижению стоимости западных заимствований на несколько процентов до среднего общемирового уровня способны сэкономить отечественным компаниям десятки миллионов долларов. Эти средства могут быть перераспределены на реструктуризацию или на программы развития. Вот почему сейчас практически все крупнейшие российские компании активизировали свою деятельность по формированию благоприятных отношений с различного рода инвесторами. [1.42].

§ 1.3 ОСНОВНЫЕ НЕФИНАНСОВЫЕ КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Одной из задач данной работы является рассмотрение влияния *нематериальных* факторов на стоимость крупной российской компании. Соответственно, комплексный анализ финансовых критериев оценки инвестиционной привлекательности крупной компании – показателей ликвидности инвестиций – вышел за рамки этого исследования. Более подробно с ними можно познакомиться в специализированной финансовой литературе.

Согласно исследованию международной консалтинговой компании Ernst&Young (1998г.), нематериальные активы в стоимости производственных компаний имеют до 43% веса (см. рис. 1.3-1) [1.43]. Рыночная стоимость отличается от бухгалтерской на величину нематериальных активов. То же исследование говорит, что в принятии решений управляющими в области инвестиций нематериальная информация имеет до 35% веса [1.43].

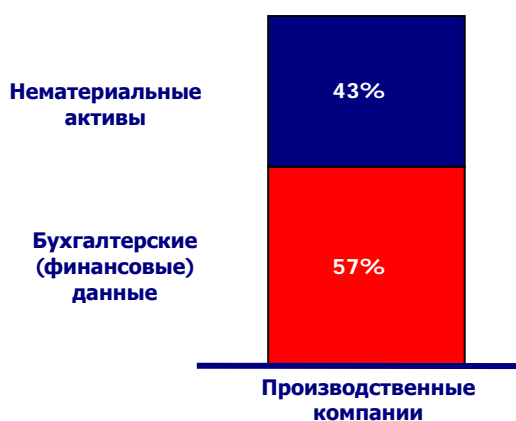


Рис. 1.3-1. Компоненты рыночной стоимости (процент от стоимости акций)
Источник: Center for Business Innovation, Ernst & Young, 1998 г.

Согласно исследованию, проведенному Citigate Dewe Rogerson [1.44] в 1998 г. среди представителей инвестиционных компаний США и Великобритании, качество корпоративных связей с инвесторами, а также другие нематериальные показатели являются ключевыми критериями оценки инвестиционной привлекательности компаний с развивающихся рынков.



Рис. 1.3-2. Инвестиционный критерий – процент инвесторов Великобритании с оценкой «важно».
Источник: Citigate Dewe Rogerson. 1998 г.

Те же результаты были получены по результатам исследования международной консалтинговой компании Accenture за 1999 г., где 59 % опрошенных оценивают тесное взаимодействие с инвесторами как «важный» или «очень важный» инвестиционный критерий [1.43]., а практика раскрытия информации является одним из безусловных приоритетов (82%)



Рис. 1.3-3. Инвестиционный критерий – процент инвесторов США с оценкой «важно».
Источник: Citigate Dewe Rogerson, 1998 г.

Эти заключения Citigate Dewe Rogerson подтверждаются исследованиями, проведенным в 1999 и в 2002 гг. международной консалтинговой компанией McKinsey&Company среди крупнейших мировых инвестиционных фондов [1.45].



Рис. 1.3-4. Оценка нефинансовых факторов инвесторами («7» = наиболее важно, «1» = наименее важно)
Источник: MCKinsey&Company, «Global Investor Opinion Survey», 1999 г.

Согласно результатам последнего исследования 85% инвесторов при принятии решения об инвестициях в Восточную Европу ставят важность качества корпоративного управления не ниже финансовых показателей, а 40% из них - даже выше. При этом инвесторы готовы на 30% больше платить за ценные бумаги хорошо управляемых предприятий [1.46]. Эти результаты позволяют сделать вывод, что для инвесторов, вкладывающих в российские предприятия, основными критериями при оценке компаний являются показатели сохранности инвестиций, качество корпоративного управления (corporate governance) и показатели информационной открытости и прозрачности компаний (ведение компаниями отчетности в соответствии с общемировыми стандартами (МСФО и ОПБУ), полнота и своевременность раскрытия финансовой и производственной информации, а также оценка компаний рейтинговыми агентствами).

Для потенциальных инвесторов есть несколько главных моментов при принятии решения, вкладывать ли средства в компанию. Такие факторы, как экономическое и политическое положение и законодательная база в стране, ситуация в отрасли, находятся за пределами непосредственного контроля компании. Другая группа факторов непосредственно связана с компанией: это ее финансовое положение и результаты деятельности, стратегия и планы на будущее. К этой же группе относится и организация корпоративного управления в компании (совокупность правил, регулирующих взаимоотношения между акционерами, советом директоров и менеджерами компании) [1.47].

Для инвесторов очень важно, как будут защищены их интересы. Положительные финансовые результаты компании, безусловно, имеют большое значение для инвесторов. Но недостатки в системе корпоративного управления вызовут у них сомнения по поводу того, насколько эти результаты будут им полезны. Ведь если компания вместо выплаты дивидендов по акциям будет выводить прибыль в другие предприятия, связанные с контролирующим акционером, и никто не сможет этому воспрепятствовать, то инвестировать не имеет смысла. Подобные подозрения способны негативно повлиять на курс акций компании.

По общему мнению основных участников, аналитиков и комментаторов рынка, корпоративное управление является важным фактором в принятии инвестиционных решений [1.48; 1.49]. Свыше 80-ти процентов инвесторов заявляют о своей готовности платить больше за акции компаний с хорошим качеством корпоративного управления по сравнению с компаниями, где управление находится на низком уровне [1.50]. Недавний финансовый кризис в Юго-Восточной Азии, России и на других развивающихся рынках выявил несколько фундаментальных недостатков в функционировании корпоративного и финансового секторов, прежде всего в области корпоративного управления [1.51]. Для инвесторов и кредиторов должны быть понятны и приемлемы те формы, в которых акционеры реализуют свою способность осуществлять контроль за деятельностью руководства и участвовать в важнейших решениях [1.52]. Добросовестная практика корпоративного управления служит залогом того, что следующие ей компании учитывают интересы широкого круга заинтересованных лиц, и что их руководство подотчетно самой компании и ее акционерам. Это, в свою очередь, помогает поддерживать доверие со стороны инвесторов - как иностранных, так и отечественных - и привлекать более долгосрочные капиталы [1.53].

Первой российской попыткой сформулировать критерии качества механизмов корпоративного управления, описать принципы их построения и работы стал Кодекс корпоративного управления, разработанный в апреле 2002 г. Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) [1.54; 1.55]. Под термином «корпоративное управление» разработанный ФКЦБ России кодекс подразумевает правила и принципы руководства деятельностью коммерческих предприятий (прежде всего акционерных обществ), начиная с процедур принятия важнейших решений и заканчивая механизмом распределения прибыли. Хорошая практика корпоративного управления должна обеспечивать всем акционерам независимо от величины их доли реальную возможность осуществлять свои права, а совет директоров и менеджмент компании обязаны выстраивать свою работу в соответствии с их интересами [1.56].

Корпоративное управление - это комплекс различных систем. В него входит определение и делегирование полномочий, организационная структура, лимиты ответственности при принятии решений, системы управления рисками, финансового планирования, бюджетирования и контроля, система управленческой информации, система мотивации и подготовки кадров, и т.д. [1.55].

По оценке McKinsey, три четверти из 200 крупнейших международных инвесторов полагают, что качество корпоративного управления имеет такое же значение для роста стоимости компании, как и ее финансовые показатели. Компанией PricewaterhouseCoopers даже разработан специальный «индекс прозрачности». Из-за того, что у России этот показатель не очень высок, страна, по мнению PwC, недополучает около \$10 млрд. прямых инвестиций.

Крупнейшие российские компании уже инициировали внедрение документов системы корпоративного управления (например, РАО «ЕЭС России», ЮКОС, «Сибнефть», Магнитогорский металлургический комбинат (ММК), «Ленэнерго»). Но для большинства компаний это пока не самая актуальная проблема. По мнению экспертов, менеджеры и собственники только начинают оговаривать правила игры, по которым они работают. Но хуже всего обстоят дела с корпоративным управлением у государства. Государство пока не умеет эффективно управлять собственностью - у него нет для этого ни ресурсов, ни средств.

Между тем четко прописанные принципы корпоративного управления позволяют решить немало проблем именно в российской практике ведения дел. Решение внедрять кодекс корпоративного управления в российской компании обычно продиктовано двумя причинами. Во-первых, это происходит в случаях, когда аккумулировавшие собственность владельцы хотят отойти от дел. Во-вторых, ради привлечения средств для развития.

В России владельцы многих компаний до сих пор не могут доверить управление своей собственностью наемному менеджеру. Практически всеми крупными компаниями продолжают руководить их собственники: Михаил Ходорковский («ЮКОС»), Владимир Потанин («Интеррос»), Вагит Алекперов («ЛУКОЙЛ») Алексей Мордашов («Северсталь»), и этот список можно продолжать. По мнению консультантов Clifford Chance, внедрение корпоративного управления позволяет построить систему, которая при замене звеньев сохраняет стабильность [1.54].

Другой важный аспект корпоративного управления - это раскрытие информации о деятельности компании и о ее собственниках. Так, ЮКОС стал первой российской компанией, внедрившей у себя Кодекс корпоративного управления, что обеспечило компании самый высокий в стране показатель капитализации.

После ряда финансовых скандалов, связанных с искажением отчетности, американские законодатели и регулирующие органы предприняли беспрецедентные меры по ужесточению правил корпоративного управления в публичных компаниях (закон Сарбейнса - Оксли и соответствующие изменения в правилах Комиссии по ценным бумагам и биржам США - SEC). На большинство российских компаний, за исключением зарегистрированных на фондовых рынках и в SEC, требования нового американского законодательства не распространяются. Тем не менее, для них очень

важно уже сейчас принимать меры по совершенствованию корпоративного управления. Наличие передовой практики корпоративного управления в компании еще задолго до выхода на рынки капитала будет важным плюсом для компании при принятии инвесторами решения о вложении капиталов. Положительный имидж и история корпоративного управления напрямую скажутся на оценке инвестиционных рисков и, соответственно, на цене выпускаемых ценных бумаг [1.47].

Следование правилам корпоративного управления становится все более популярным в России. Однако качество этих правил и их реализации необходимо как-то оценивать, причем проблема эта настолько нова, что четкие параметры этой оценки только создаются. Первопроходцем в этом аспекте является московское представительство Standard & Poor's. S&P по заказу компаний присваивает им рейтинг корпоративного управления [1.49]. В его основу положен анализ пяти групп факторов:

1. Структура собственности

- Прозрачность структуры собственности
- Концентрация собственности и влияние со стороны собственников

2. Отношения с финансово-заинтересованными лицами

- Регулярность проведения собраний акционеров, возможность принятия в них участия и получения о них информации
- Процедуры голосования и регламент ведения собраний акционеров
- Права собственности (регистрация и передача, равенство прав собственности)

3. Финансовая прозрачность и раскрытие информации

- Принятые стандарты раскрытия информации
- Своевременность и доступность раскрываемой информации
- Независимость аудитора и его статус

4. Структура и методы работы совета директоров и руководства компании

- Структура и состав совета директоров
- Роль и эффективность совета директоров
- Роль и независимость внешних директоров
- Политика в области вознаграждения, оценки результатов работы и должностных перемещений директоров и менеджеров

5. Классификация страны.

Рейтинги и оценки корпоративного управления могут быть полезны как эмитентам, так и инвесторам.

Компаниям:

- для дифференциации в глазах инвесторов за счет раскрытия информации о стандартах корпоративного управления;
- для долгосрочного привлечения новых инвесторов, которые в ином случае могли бы и не рассматривать возможность инвестирования в данную конкретную компанию;

- для дополнительного информирования инвесторов в процессе привлечения капитала (в рамках первоначальных размещений, облигационных выпусков, займов и т.д.);
- для использования в качестве ориентира для совершенствования процедур корпоративного управления.

Инвесторам:

- для понимания и сравнения стандартов корпоративного управления в разных компаниях;
- для понимания особенностей функционирования компаний и калибровки соответствующих характеристик риска;
- для понимания применяемых руководством методов учета интересов всех акционеров, включая миноритарных;
- для понимания относительной степени прозрачности компании;
- для получения дополнительной информации при принятии инвестиционных решений (стратегическими и портфельными инвесторами).

Сложность оценки усугубляется тем, что для ее проверки с компанией должно что-то произойти. Начиная с 2001 г., с момента старта проекта, S&P оценил семь российских компаний (см. табл. 1.3-3).

Название эмитента	Рейтинг (1-10)
British Petroleum	9.2
Гонконгская биржа	8.3
МТС	7.4
Уралсвязьинформ	6.0
Ленэнерго	5.7
Северо-Западный Телеком	5.6
Аэрофлот	5.2
ЮТК	5.2
МДМ-Банк	4.5

Табл. 1.3-3. Рейтинг корпоративного управления в зарубежных и в российских компаниях
Источник: Standard & Poor's, 2003

По результатам оценки S&P видно, что пока российские компании заметно отстают от иностранных: при низких оценках непосредственно за управление снижается и общий показатель - за счет странового фактора.

Следует учитывать, что рост и максимизация стоимости для акционеров это не одно и то же. Более того, это, фактически, разные модели. В мире много примеров, когда именно быстрорастущие компании оказывались банкротами из-за неправильного учета, потери контроля за затратами, неправильной системы управленческой информации, ошибок в управлении ликвидностью и других проблем, связанных с корпоративным управлением. [1.57].

Закон Сарбейнса - Оксли требует от публичных компаний принятия кодекса этических норм для финансовых руководителей, устанавливающего стандарты и правила для разрешения конфликтов интересов, раскрытия необходимой информации, а также соблюдения законодательства. Например, введен запрет на предоставление компанией займов руководителям компании [1.47].

В ходе исследования «Готовность российских компаний к внедрению Кодекса корпоративного поведения», проведенного Российским институтом директоров совместно с Ассоциацией менеджеров России в сентябре-октябре 2002 г., были опрошены 204 руководителя предприятий, относящихся к 17 отраслям экономики и представляющих практически все регионы России. Подавляющее большинство руководителей российских предприятий (80% опрошенных) считают, что качество корпоративного управления способствует успешному развитию и повышению инвестиционной привлекательности компании.

Признавая важность качества корпоративного управления, российские директора не так сильно обеспокоены вопросами его повышения. Так, только 61% опрошенных топ-менеджеров заявили, что совершенствование корпоративного управления является для них одной из основных задач на ближайшие два-три года. Собственный кодекс корпоративного поведения на момент исследования был принят только в 19% компаний из числа опрошенных, а в 3% случаев готовился к утверждению. Примерно у 28% компаний такой кодекс находился в процессе разработки, а более чем у 35% подготовка подобного документа была лишь в планах.

Участники исследования самыми важными факторами для эффективного управления сочли:

- зависимость размера заработной платы членов совета директоров от их реального вклада в результаты деятельности компании (60%);
- наличие во внутренних документах компании перечня конкретных требований к компетенции и профессиональному опыту членов совета директоров (54%);
- наличие процедуры оценки деятельности членов совета директоров и высших менеджеров (52%).

То есть оптимальным способом предотвращения конфликта интересов между акционерами и советом директоров российские руководители считают строгий профотбор и вознаграждение по результатам. Почему же они не рассматривают приглашение в совет независимых директоров как возможность обеспечить надлежащий контроль за действиями менеджмента компании? Организаторы исследования полагают, что такое отношение обусловлено высокой концентрацией собственности, характерной для большинства российских компаний, при которой в советах директоров доминируют представители мажоритарных акционеров, которые очень часто являются одновременно менеджерами данной компании.

Эффективность работы менеджмента, по мнению участников исследования, в первую очередь обеспечивается:

- зависимостью размера вознаграждения высших менеджеров от конечных результатов деятельности компании (72%);
- наличием в договорах с должностными лицами условий о неразглашении конфиденциальной информации (67%);
- наличием во внутренних документах ограничений в отношении компетенции исполнительного органа (65%).

Таким образом, строгая регламентация прав и полномочий менеджеров, подотчетных совету директоров, оказалась столь же важной для реализации

интересов акционеров, как и наличие в компании механизма оценки компетентности и результатов деятельности самого совета директоров.

Организаторы исследования выявили, что российские директора недостаточно четко понимают информационную открытость как один из важнейших аспектов инвестиционной привлекательности компании. Например, лишь 33% опрошенных руководителей считают, что нужно публиковать информацию о структуре совета директоров, и около 34% - информацию о перечне требований к компетенции и профессиональному опыту его членов. Примерно 48% участников опроса заявили, что компаниям необходимо как-то регламентировать раскрытие информации помимо тех случаев, когда этого требует законодательство. Зато более 62% респондентов проголосовали за необходимость положения о служебной информации, определяющего перечень сведений, составляющих служебную тайну.

Очевидно, причина сомнений руководителей в пользу информационной открытости - в характерном для российского бизнеса подходе к оформлению собственности, когда в акционерах компании значатся всевозможные подставные юридические лица (в том числе зарегистрированные в оффшорах) с целью сделать структуру собственности как можно менее прозрачной для государства и конкурентов. Соответственно, раскрытие полной информации о структуре совета директоров представляется нецелесообразным: потенциальные издержки открытости сильно перевешивают потенциальную выгоду. Скорее всего, такое отношение будет меняться по мере роста потребностей компаний в сторонних инвестициях. Так, 56% участников опроса согласились с тем, что раскрытие информации об аффилированности членов совета директоров с акционерами и контрагентами общества (с оговоркой: после их избрания) является «в значительной степени» важным фактором для инвестиционной привлекательности компании и применимо к внедрению в крупных российских компаниях.

73% участников исследования полагают, что для предотвращения корпоративных конфликтов в компании нужно принять положение о дивидендной политике, устанавливающее механизм определения размера дивидендов и их выплаты. И лишь 36% руководителей считают, что «в значительной степени» важно зафиксировать во внутренних документах компании правила досудебного урегулирования акционерных конфликтов.

Эффективность финансового контроля, по мнению руководителей, в значительной степени зависит от наличия в компании системы внутреннего контроля, включающей контрольно-ревизионную службу и позволяющей управлять финансовыми рисками (80%), а также от возможности беспрепятственного доступа к любым документам компании членов комитета по аудиту (61%). Лишь 42% руководителей признали значительную важность контроля над работой ревизионной службы со стороны внутреннего комитета по аудиту. И только 32% согласились с тем, что эффективность финансового контроля в значительной степени зависит от участия в аудите независимых директоров.

Также большинство респондентов признают, что важным шагом для предприятий является подготовка и публикация отчетности по международным стандартам, заверенной независимыми аудиторами.

Но пока руководители опасаются раскрывать операции со «связанными» сторонами, которые могут осуществляться на нерыночных условиях. И установление жестких процедур внутреннего контроля по предварительному утверждению таких операций советом директоров, причем более жестких, чем требует российское законодательство – это прерогатива только крупнейших российских компаний, которые уже имеют опыт работы на международных рынках капитала. Все признают, что полное раскрытие такой информации в финансовой отчетности и других разделах годового отчета будет очень важно для инвесторов при оценке привлекательности компании.

ВЕДЕНИЕ ОТЧЕТНОСТИ

В СООТВЕТСТВИИ С ОБЩЕМИРОВЫМИ СТАНДАРТАМИ (МСФО И ОПБУ)

Еще несколько лет назад иностранные инвесторы жаловались, что с российскими компаниями невозможно работать, потому что они не раскрывают необходимую инвесторам информацию. Летом 2001 г. нефтяная компания ЮКОС первой среди российских компаний опубликовала отчетность по стандартам US GAAP за 2000 г. Публиковать финансовую отчетность начали большинство российских нефтяных холдингов, причем многие публикуют результаты своей деятельности ежеквартально («ЛУКОЙЛ», ТНК, «Сибнефть», «Татнефть», «Сургутнефтегаз»). Успех с повышением капитализации крупнейших компаний России на международном рынке капиталов подвигнул российское правительство издать постановление о переходе всех предприятий с января 2004 г. на МСФО. Исполнение постановления пришлось вскоре отложить, так как оказалось, что массовый переход на МСФО невозможен, российские предприятия к нему пока не готовы.

Проводимая в настоящее время в России реформа системы бухгалтерского учета – сложный комплексный процесс, направленный на интеграцию российских хозяйствующих субъектов в международное сообщество. Один из важнейших элементов этой интеграции – повышение доверия иностранных партнеров к российским предприятиям. Многие российские предприятия уже сейчас самостоятельно составляют финансовую отчетность как в соответствии с требованиями российского законодательства, так и по международным стандартам. При наличии в России секторов с относительно высокой степенью информационной открытости – нефтяная промышленность, телекоммуникационный сектор, пищевая промышленность – большая часть отраслей по-прежнему остается в тени. Причем, если такие сектора как сельское хозяйство пока не могут быть открытыми в силу объективных причин, закрытость многих экспортно-ориентированных отраслей вызывает у потенциальных инвесторов удивление. В существующей практике составления финансовой отчетности можно найти много примеров того, как меняется отношение к российским предприятиям со стороны зарубежных партнеров после ознакомления с финансовой отчетностью, составленной по МСФО.

В России, в условиях повышенных рисков, признание международных стандартов является важным шагом, направленным на привлечение иностранных инвестиций. По словам аналитика банка Morgan Stanley Д.П.Смита, иностранные инвесторы «не готовы всерьез прийти на российский рынок до тех пор, пока не будут сделаны улучшения в области корпоративной прозрачности» [1.58]. Переход на международную практику учета существенно облегчит взаимоотношения российских предприятий с их зарубежными партнерами, будет способствовать увеличению числа совместных проектов. Приведение системы учета в соответствие с международными

стандартами не является только российской проблемой; процесс гармонизации и стандартизации системы бухучета носит глобальный характер. Например, в рамках Европейского союза (ЕС) эта работа осуществляется уже около 40 лет.

Существуют два международных стандарта бухгалтерского учета. International Accounting Standards (IAS) (в российской транскрипции Международные стандарты финансовой отчетности – МСФО) разрабатывается Международным комитетом стандартизации бухгалтерского учета (IASB) и традиционно ориентирован на ЕС. Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) (в российской транскрипции Общепринятые Принципы Бухгалтерского Учета – ОПБУ) курирует американский Совет по стандартам финансовой отчетности (FASB).

Исследования, выполненные консалтинговой компанией McKinsey в середине 2002 г. [1.59], показали, что подавляющее большинство институциональных инвесторов выступают за введение единых общемировых стандартов финансовой отчетности. Опубликованный обзор основывается на опросе более 200 институциональных инвесторов из 31 страны. McKinsey проводила опрос в апреле – мае 2002 г., когда скандал с Enron был в полном разгаре, но еще не было известно о проблемах WorldCom и ряда других компаний. Самым значимым для них критерием инвесторы называли качество отчетности компаний.

Но главным фактором, влияющим на решения об инвестировании, 71% опрошенных сочли *открытость* финансовой отчетности. Равноправие акционеров было упомянуто в 47% ответов, 43% опрошенных заявили, что придают большое значение механизму регулирования рынка в стране, где предполагается разместить инвестиции.

Более 90% инвесторов считают необходимым введение единого стандарта отчетности, хотя в вопросе о том, какой именно стандарт должен играть эту роль, мнения разошлись. За принятие норм IAS в качестве общемирового стандарта в Западной Европе высказались 78% инвесторов, в Восточной Европе и Африке - 76%, в Азии - 65%.

В Северной Америке 76% инвесторов являются сторонниками норм GAAP (США). В Латинской Америке за эти нормы выступают 59%, а за IAS - 41%. Но многие респонденты высказываются за разработку единых правил отчетности на основе IAS, поскольку они позволяют аудиторам эффективнее оценивать финансовое состояние компаний.

Спустя четыре месяца в ноябре 2002 г. Комитет по международным стандартам бухгалтерской отчетности (IASB) и американский Совет по стандартам финансовой отчетности (FASB) подписали меморандум о взаимопонимании, сделав важный шаг к выработке единых норм бухгалтерского учета.

Достигнутое между IASB и FASB соглашение предусматривает, что в 2003 г. должны быть выявлены и сформулированы основные различия между двумя стандартами, а к 2005 г. эти различия должны быть устранены [1.60].

Некоторые аналитики вообще сомневаются в необходимости быстрого перехода на МСФО. По мнению Александра Агibalова, «у многих компаний есть международная

отчетность, но она не аудирована. Стоимость аудита может достигать \$1 млн., поэтому не все хотят на это тратить. У некоторых компаний структура баланса такова, что привлекать большие займы на данный момент нельзя. И получается, привлечение займов затруднено недооценкой активов» [1.61].

Главный принцип МСФО – прозрачность отчетности. Фактически стандарты обязывают хозяйствующие субъекты сообщать о себе всю информацию, которая может быть полезна пользователям. Причем для такого рода информации не предусмотрено специальной формы отчетности – это может быть сопроводительная записка или справка. Однако международные стандарты сами по себе едва ли сделают отчетность более честной и прозрачной, так IAS лишь рекомендуют правила отражения событий в учете, но не гарантируют полную адекватность реальности написанного в отчетах. По сути, IAS и не преследуют цели наказать недобросовестных исполнителей. В случае выявления расхождений в предоставляемой отчетности предприятию может грозить лишь потеря репутации. Относительно отчетности GAAP, уже упомянутый закон Сарбейнса-Оксли в июле 2002 г. установил административные и уголовные наказания в отношении топ-менеджеров организаций, которые имеют некорректные отчетности [1.62]. То же самое касается и российских компаний, котирующихся в NYSE [1.63].

ПОЛНОТА И СВОЕВРЕМЕННОСТЬ РАСКРЫТИЯ ФИНАНСОВОЙ И ПРОИЗВОДСТВЕННОЙ ИНФОРМАЦИИ

Глобализация изменила подход к функционированию международных финансовых рынков и компаний. Традиционные финансовые отчеты были разработаны для нужд компаний индустриального века, и в нынешних условиях они уже не отражают всех реальных факторов стоимости компании (например, нематериальные активы). В 2000-2002 г. консалтинговая компания PricewaterhouseCoopers провела несколько опросов участников финансовых рынков [1.64]. В ходе одного из них были опрошены 685 институциональных инвесторов и 445 фондовых аналитиков из 14 стран мира, а также финансовые директора 200 крупных компаний США и Великобритании. Результаты исследования показали, что рынок не удовлетворен нынешним уровнем раскрытия компаниями информации о себе. Речь идет не о том, что эта отчетность недостоверна, а о том, что ее становится недостаточно. Рынкам сегодня требуется информация не только о прибыли компании, но и об инвестициях в НИОКР, доле рынка, капитальных вложениях, инновациях и т. д.

Сами компании не всегда готовы предоставить рынку эту информацию. И в этом случае поставщиками такой информации (не всегда объективной) может быть кто угодно: партнеры, конкуренты, независимые аналитики и даже мошенники. В результате многие руководители компаний высказывают недовольство рыночной оценкой акций своих компаний. Поэтому те, кто заинтересован в объективной оценке стоимости своих акций, должны предоставлять на добровольной основе полную и качественную информацию всем заинтересованным лицам. Российским законодательством установлены весьма жесткие требования к акционерным обществам на предмет раскрытия бухгалтерской отчетности. Однако результаты исследований показали, что рынок ждет, что компания будет предоставлять не только фиксируемую ретроспективную информацию о показателях работы, но и дополнительно информацию о динамике развития предприятия и планах на будущее.

В России сформировалось несколько уровней корпоративной «прозрачности». Во-первых, прозрачность по официальной отчетности, которая не отражает реального положения дел. Прозрачностью подобного типа обладают практически все российские публичные компании, которые по законодательству обязаны публиковать отчеты о своей деятельности. По мнению консультанта BKG Profit Technology Андрея Пантелеева, на нынешнем этапе отчетность российских компаний не вызывает доверия [1.65]. При этом не важно, в каком формате она представлена – в российском или международном. US GAAP или IAS в принципе дают даже больше возможностей для демонстрации «творческого подхода», чем российские нормативы. Единственный способ проверить, все ли в действительности обстоит так, как на бумаге, – это личные контакты с сотрудниками компаний, представляющих отчетность.

На второй ступени прозрачности – «качественной» – находятся компании, которые готовы публично обсуждать свою стратегию развития, инвестиции, уровень доходности, но не более того. Абсолютные показатели, указанные в их официальной отчетности, особой достоверностью также не отличаются. Аналитики отмечают, что с особой осторожностью следует относиться к отчетности крупных компаний, особенно сырьевых. В первую очередь это вызвано огромным количеством оффшорных дочерних предприятий. Большинство промышленных компаний стремятся скрыть информацию ради сокращения налоговых издержек, а также фальсифицировать или скрыть информацию для того, чтобы не спровоцировать враждебного поглощения.

Третий уровень прозрачности наиболее характерен для средних компаний с оборотом не выше \$500 000. Зачастую они заинтересованы в привлечении внимания инвесторов, и их руководство охотно делится информацией о своем развитии, в том числе и финансовой. Ввиду небольшого масштаба этих компаний серьезные нарушения в их финансовой отчетности могут быть выявлены довольно легко.

Отрасль	Количество компаний	Информация об акционерах, %	Финансовая информация, %	Операционная/производственная информация, %	Информация о руководстве, %	Вознаграждение высшего руководства, %	Общая раскрытость по отрасли, %
Нефть и газ	7	40	41	63	42	6	39
Энергетика	11	42	38	64	42	4	39
Телекоммуникации	12	61	61	71	55	30	59
Машиностроение	3	20	21	40	17	5	16
Металлургия	3	31	31	59	49	5	38
Пищевая промышленность	3	57	45	67	35	8	42
Среднее значение	39	50	48	73	48	12	47

Табл. 1.3-4. Сравнение корпоративной прозрачности по отраслям.
Источник: Standard & Poor's, Россия, 2002

Компаний с полной прозрачностью в России пока не существует. В качестве подтверждения этого тезиса уже приводилось заключение российского офиса Standard & Poor's [Приложение 2; 1.32; 1.33; 1.34; 1.35; 1.66] от сентября 2002 г., когда агентство опубликовало результаты исследования, посвященного корпоративной прозрачности отечественных компаний.

Наиболее прозрачной отраслью в России были признаны телекоммуникации (средний показатель раскрытия информации – 59%). На первые места вышли МТС и «Вимм-Билль-Данн». Крупнейший российский оператор мобильной связи прозрачен на 77%, а производитель соков и молочной продукции – на 73%. У следующего за ними ЮКОСа этот показатель равен 52%, что соответствует среднеевропейскому уровню. В то же время средний показатель раскрытия финансовой отчетности российскими компаниями составил всего 33%, что является весьма низким уровнем (см. Табл. 1.3-4).

По мнению экспертов Standard & Poor's [1.66], в ходе исследования также удалось установить положительную зависимость между уровнем открытости и рыночной стоимостью российских компаний. Сделать такой вывод позволило сравнение показателей прозрачности компаний и коэффициента их рыночной оценки (P/S), подсчитанного как отношение рыночной капитализации компании на 13.08.02 к прогнозируемым продажам компании в 2002 году (см. рис. 1.3-5).

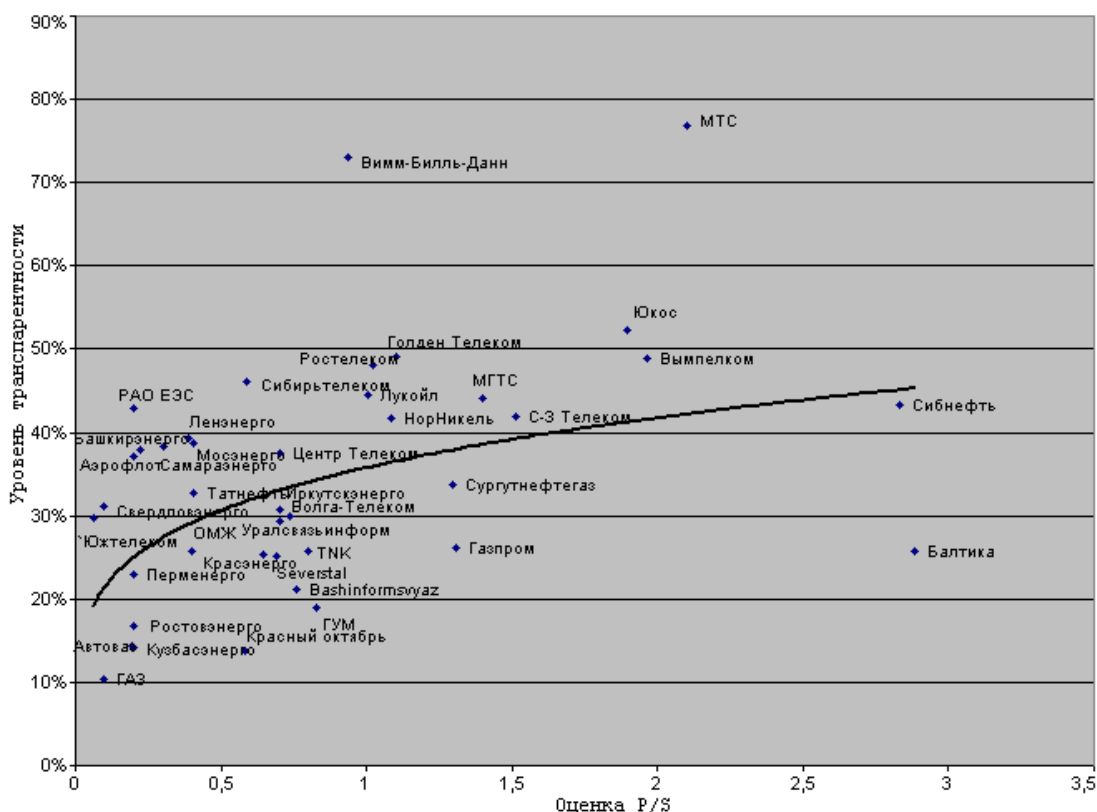


Рис. 1.3-5. Зависимость между рыночной оценкой и качеством раскрытия информации.
Источник: Standard & Poor's, Россия, 2002

Особую роль в судьбе финансовых отчетов российских компаний играют международные аудиторские фирмы. «Знак качества», получаемый после аудита одной из фирм «большой пятерки», был и остается необходимым атрибутом для вывода на зарубежный рынок корпоративных бумаг крупнейших российских компаний. Однако серия корпоративных скандалов, разразившихся в США в 2002 г., заставили по-новому взглянуть на тесные связи российских компаний и аудиторов. По мнению специалистов Института корпоративного права и управления, деятельность аудиторских компаний в России далеко не безупречна [1.67]. ИКПУ оспаривает положительные заключения, которые дали российские подразделения аудиторских компаний «большой пятерки» по итогам анализа отчетности «Сибнефти», «ЛУКОЙЛа», «Газпрома», «Пурнефтегаза» и МГТС [1.68].

Впрочем, аудиторов критикуют не только в России. Данные, полученные в ходе исследования, проведенного американской аналитической компанией Weiss Ratings, подтверждают, что связь между положительной оценкой аудиторов и реальными перспективами компании очень условна. Эксперты Weiss Ratings проанализировали информацию по 228 крупным компаниям, объявившим себя банкротами после января 2001 г. и прошедшим аудиторские проверки меньше чем за год до банкротства. У большинства из этих компаний аудиторами были представители KPMG, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, Deloitte & Touche и Arthur Andersen. Эти данные свидетельствуют, что 42% компаний, получивших в 2000 г. положительную оценку аудиторов, в течение следующего года обанкротились [1.69].

Отчетность российских компаний может являться лишь видимой частью айсберга. Прежде чем вкладывать значительные средства, любой инвестор досконально изучит деятельность компании и не станет принимать решение, исходя лишь из финансовых отчетов. Если российские инвесторы по своим внутренним соображениям считают компанию привлекательной, то они будут вкладывать в нее деньги. Так было до недавнего времени на многих развивающихся рынках. Главное, чтобы вложения обеспечивали инвестору соответствующую норму прибыли. Поэтому для российских инвесторов фальсифицированная, искаженная или подправленная «по закону» отчетность не является препятствием. Подавляющее же большинство нерезидентов (иностранцы инвесторы), узнав о несовпадении отчетности и реальных результатов деятельности, вряд ли будут инвестировать в такую компанию.

Главная польза, которую могут принести российским компаниям международные бухгалтерские новшества, заключается в более эффективном управлении. Повышение прозрачности компаний, рост доверия к менеджменту могут стать более эффективными инструментами увеличения капитализации, чем желание привлечь иностранных инвесторов с помощью только технических аспектов прозрачности.

Чтобы определить набор показателей, важных для стоимостной оценки компании, PricewaterhouseCoopers опросила топ-менеджеров, аналитиков и инвесторов. Все опрошенные единодушно назвали одинаковую по составу десятку наиболее значимых факторов. В нее вошли три финансовых показателя: прибыль, денежный поток и валовая прибыль - и семь (!) нефинансовых [1.64].

Из нефинансовых показателей, попавших в десятку, только три (стратегические цели компании, компетентность команды ее менеджеров и скорость вывода на рынок новых продуктов) можно определить на основе внутренних данных компании. По остальным (конкуренция, размер и доля рынка, рост рынка в целом) нынешние корпоративные информационные системы не обеспечивают достаточного объема достоверной и содержательной информации. *В результате возникает разрыв между данными, раскрываемыми компанией в соответствии со стандартами отчетности, и информацией, которую рынок реально использует для определения ее инвестиционной привлекательности.*

В этой связи в помощь эмитентам PricewaterhouseCoopers разработала новый подход к корпоративной отчетности, Value Reporting [1.64; 1.66]. В его основе лежит признание факта, что корпоративная отчетность должна предоставлять более широкий объем информации. Такой подход учитывает большую группу

нефинансовых отраслевых показателей, которые могли бы удовлетворить потребность рынка в информации об истинной стоимости бизнеса.

Value Reporting включает в себя четыре взаимосвязанных блока информации.

В первом блоке представляется описание конкурентной среды: конкуренты, условия ведения бизнеса, тенденции развития рынка. Инвесторы тратят массу времени, анализируя именно эту информацию, получая ее из разных источников. Мнение об этом руководства компании для них принципиально важно, оно может быть соотнесено с их собственными представлениями.

Второй блок - о месте компании на рынке, ее стратегических целях и задачах.

Третий - содержит информацию о том, что собой представляет компания в настоящее время. Здесь важно представление информации о затратах на капитал, о размере ожидаемой прибыли.

В последнем блоке информации речь должна идти о предпосылках развития компании, прежде всего о нефинансовых факторах, включая исследовательские разработки, определяющие будущее компании, инновации и методики управления ими, о репутации компании. Кроме того, здесь содержится информация о клиентской базе, о том, насколько удовлетворяются требования клиентов, освещаются организация цепочки поставок (технологического процесса) и вопросы социальной ответственности, экологии и этики.

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ – ИНСТРУМЕНТ ОЦЕНКИ КОМПАНИИ ИНВЕСТОРАМИ

Объем иностранных вложений в Россию во многом зависит от вердиктов рейтинговых агентств. Инвесторы, размещающие средства по всему миру, ориентируются на рейтинг: чем он выше, тем больший лимит можно установить на вложения в эту страну. Каждая ступенька рейтинга означает приток многих миллионов долларов. Недооценив кризис 1997 - 1998 гг. на развивающихся рынках, в том числе в России, рейтинговые агентства теперь крайне осторожно повышают свои оценки. Как уже отмечалось, рейтинг российских компаний не может быть выше станового рейтинга. А рейтинг России пока остается низким, но его отделяют всего одна ступенька от «инвестиционного» (Ba3 по версии Moody's) - в страны и в компании с таким рейтингом могут вкладывать не только рискованные фонды, но и консервативные, инвестирующие только в надежные активы.

Структура сектора, в котором работают эти агентства, такова, что в нем действуют два крупных рейтинговых агентства Standard&Poor's (S&P) и Moody's Investor Services [1.70], а также ряд менее крупных агентств. Интересной особенностью этого бизнеса является то, что S&P и Moody's фактически не конкурируют друг с другом. В США и Западной Европе большинство компаний, выходящих на рынок капитала, хотят получить рейтинг минимум от двух агентств. Если одно рейтинговое агентство негативно оценивает перспективы компании, другое агентство, в течение длительного времени отслеживающее ее деятельность, может иметь более позитивный взгляд на ситуацию. С другой стороны, например позиция Moody's не всегда совпадает с позицией S&P, поэтому инвесторы обычно предпочитают получить несколько мнений.

Главная ценность работы рейтингового агентства, как для инвесторов, так и для эмитентов, в том, что S&P и Moody's постоянно отслеживают ситуацию в компании и могут делать обоснованные заявления о ее кредитоспособности.

Методика определения кредитного рейтинга представляет собой долгосрочную оценку кредитоспособности заемщика. В России в 2000-2002 гг. произошли положительные изменения в макроэкономической ситуации, но на рейтинг эти обстоятельства оказали незначительное влияние. Рейтинг России находится на невысоком уровне из-за того, что в результате недавно произошедшего кризиса страна отказалась платить по долгам. Обычно рейтинговые агентства повышают рейтинг только в том случае, если у них есть все основания считать, что он останется на более высоком уровне.

S&P или Moody's не основывают свои решения на предпочтениях инвесторов и не следуют за фондовым рынком. Агентства обычно исходят из 8-10-летней перспективы. Именно в отражении долгосрочных трендов заключается роль рейтинговых агентств на фондовом рынке.

В 2002 г. Moody's объявило об изменениях в своей политике, которые позволяют компании иметь рейтинг выше суверенного. И в России есть компании с весьма устойчивым финансовым положением (в основном, добывающие). Многие из этих компаний были для инвесторов привлекательными заемщиками в прошлом, они могут быть таковыми и в настоящий момент, и в будущем. По мнению аналитиков агентства, компаниям с хорошей кредитоспособностью нет необходимости ждать повышения суверенного рейтинга, чтобы выйти на международный рынок капитала. Но за 2002 г. ни одна российская компания не сумела воспользоваться открытой агентством возможностью.

Как уже отмечалось ранее дополнительным инструментом, проясняющим ситуацию для инвестора в компании, вместе с кредитным рейтингом, является рейтинг корпоративного управления, производимый, например, S&P. В России это делается в соответствии с тенденциями на мировом рынке капитала. Вопрос корпоративного управления рассматривается в агентствах с точки зрения феномена «асимметричной информации», когда компания больше знает о своем бизнесе и своих действиях, чем рынок. Свою роль агентства видят в компенсации недостатка информации, когда они смогут обеспечить инвесторов информацией о компаниях и секторах экономики, оценить качество корпоративного управления, ведения бухгалтерской отчетности.

§ 1.4 **ВИДЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ И ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ С РАЗЛИЧНЫМИ ТИПАМ ИНВЕСТОРОВ**

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Тенденции развития мирового и российского рынка капитала имеют свойство к кардинальному изменению трендов, когда всего за год условия привлечения ресурсов на финансовых рынках могут полностью измениться. Под этим влиянием изменяются и предпочтения крупных российских компаний по форме (инструментам) привлечения заимствований (банковские кредиты, рублевые облигации, валютные облигации и т.д.). И если говорить о способе привлечения финансовых ресурсов, который наиболее привлекателен для российских компаний с точки зрения стоимости обслуживания займа, то необходимо четко установить временной горизонт.

На период 2003-2004 гг. [1.71; 1.72] среди основных инструментов привлечения финансовых средств, доступных для российских предприятий, сохраняются банковские кредиты (рублевые и валютные), рублевые корпоративные облигации, корпоративные еврооблигации, а также размещение акций на NYSE. Стоимость займа для заемщика складывается из стоимости обслуживания (купонные платежи или расходы на погашение дисконта) и стоимости размещения займа (налога на эмиссию ценных бумаг, затрат на предварительные работы по организации займа, в том числе на выплату комиссионных посредникам).

Наиболее распространенной формой заимствования в России в настоящее время является банковский кредит. Суммарный объем кредитов, предоставленных отечественными кредитными организациями нефинансовым предприятиям и организациям в рублях и иностранной валюте, составил на начало сентября 2002 г. 1,42 трлн. руб. (\$44,8 млрд.) [1.71], в то же время объем зарубежных кредитов составил \$14,2 млрд.

По состоянию на апрель 2003 г. средневзвешенные процентные ставки, под которые предприятия брали кредиты в рублях, колебались от 16,7% до 20,6% годовых в зависимости от сроков заимствования, в иностранной валюте - от 10% до 12,3%. В то же время, для разных предприятий ставки по привлеченным кредитам могут отличаться на несколько процентных пунктов от среднего уровня в зависимости от надежности заемщика. Средние сроки кредита колебались в пределах 1,2 года.

Как уже отмечалось, заимствования в зарубежных банках более выгодны с точки зрения стоимости обслуживания кредитов. Крупнейшие российские компании имеют возможность брать кредиты в иностранных банках менее чем под 7% годовых. Например, в 2002 г. «ЛУКОЙЛ» привлекал долгосрочные кредиты по ставке LIBOR плюс 3,5-3,7%. Компания представила ликвидное обеспечение. Ее примеру последовали и другие российские компании, которые также привлекли в 2001-2002 гг. обеспеченные кредиты от западных банков. «Газпрому» и «Сибнефти» удалось взять кредиты под будущие поставки нефти и газа по ставке примерно на 4% выше ставки LIBOR (около 6% годовых в валюте). «Норильский никель» представил еще более ликвидное обеспечение - никель на складе за рубежом - и получил деньги менее чем под 4% годовых [1.72].

Объем заимствований путем выпуска рублевых корпоративных облигаций значительно (примерно в 15 раз) меньше объема предоставленных банковских кредитов. По состоянию на конец февраля 2003 г., объем рынка корпоративных облигаций в России достиг 112,6 млрд. руб. Из этой величины 78,2 млрд. руб. приходится на т.н. «рыночные выпуски». Из рыночных выпусков 62,6 млрд. руб. приходится на нефинансовые корпорации, оставшиеся 15,6 млрд. руб. – на банки и финансовые компании [1.73]. Здесь типичные объемы эмиссии составляют от 150 млн. руб. до 3 млрд. руб. (\$5-100 млн.). Такие эмиссии доступны для выпуска компаниям с оборотом от \$50 миллионов в год. Средняя стоимость таких краткосрочных заимствований - 15-20% годовых в рублях. В настоящее время этот способ финансирования бизнеса становится все более популярным у средних российских компаний, тем более что на фоне роста экономики и снижения инфляции наблюдается повышение доверия инвесторов к некрупным российским предприятиям и организациям. Но главный минус этого рынка – короткие сроки заимствования, не превышающие 1-3 года.

Выпуск корпоративных облигаций сопряжен с дополнительными расходами, в числе которых налог на эмиссию ценных бумаг - 0,8% от объема выпускаемых облигаций по номиналу, комиссионные посредникам - 1-2% от суммы займа. С учетом издержек по выпуску корпоративных облигаций использование данного инструмента оправдано при осуществлении значительных долгосрочных заимствований.

Две основные проблемы для эмитентов корпоративных облигаций - нехватка долгосрочных рублевых ресурсов и высокий налог на эмиссию ценных бумаг. Большая часть инвесторов в России по-прежнему имеет горизонт инвестирования не более года. Такие деньги можно привлекать для финансирования сезонных изменений оборотного капитала. В то же время они неудобны для финансирования инвестиций в основной капитал.

Объем рынка корпоративных облигаций составляет порядка 1,03% ВВП. Величина достаточно низкая, свидетельствующая о большом потенциале для роста. В большинстве стран с развитыми финансовыми рынками объем рынка корпоративных облигаций составляет не менее 10% ВВП, и может достигать 70-80% ВВП (Дания, США, Исландия). Эти сравнения однозначно свидетельствуют о значительной неразвитости рынка корпоративных облигаций в России [1.73].

Еврооблигации являются альтернативной формой заимствований. На конец июля 2002 г. суммарный объем корпоративных еврооблигаций российских эмитентов составлял \$2,393 млн. Но выпуск еврооблигаций доступен только крупным российским компаниям. Еврооблигации обычно выпускаются компаниями или группами с годовым оборотом более \$500 млн. (и в большинстве случаев - более \$1 млрд.). Таких эмитентов в России не больше 50, и эта цифра вряд ли существенно увеличится в ближайшие годы. Для таких компаний, как «Газпром», «ЛУКОЙЛ», «ЮКОС», «АПРОСА», выпуск еврооблигаций является весьма выгодным способом привлечения средств в силу того, что стоимость обслуживания в данном случае несколько меньше, чем при заимствовании в России. Причем эти инструменты являются единственными долгосрочными на российском рынке.

По состоянию на начало 2003 г. доходность еврооблигаций российских компаний позволяет осуществлять заимствования, предложив инвесторам доходность на уровне 9-11% годовых с учетом комиссионных затрат. При этом срок облигаций

может быть 3-5 лет - вполне подходящие условия для инвестиций в основной капитал. Это наилучшая ставка, которую можно получить по необеспеченному кредиту. Кроме того, при выпуске еврооблигаций обычно не уплачивается российский налог на регистрацию ценных бумаг, что экономит 0,8% от номинальной стоимости выпуска.

Синдицированные кредиты лишь немного более демократичны - объем годовых продаж компании-заемщика обычно не менее \$200 млн. (хотя это требование не столь жесткое и может быть смягчено в случае, если компания представит достаточное обеспечение). Годовой выручкой более \$200 млн. располагает примерно сотня компаний и групп в России. Размер компании играет роль потому, что экономически оправданный объем займа составляет не менее \$100 млн. при первичной эмиссии еврооблигаций и \$50 млн. при синдикации кредита за рубежом. Средние объемы синдицированных кредитов и выпусков еврооблигаций втрое больше. Требование к минимальному объему, в свою очередь, вызвано высокими фиксированными издержками при «структурировании» сделки по привлечению средств. Стоимость юридического и налогового оформления, аудита по международным стандартам и подготовки инвестиционных документов составляет большую часть затрат и практически не зависит от объема выпуска.

В перспективе 2003-2004 гг. при сохранении положительных тенденций в российской экономике стоимость обслуживания заимствований будет постепенно снижаться, но соотношение стоимости обслуживания разных видов заимствований не изменится. При этом снижение ставок по рублевым долговым инструментам во многом будет следовать за снижением инфляции.

Стоимость обслуживания корпоративных еврооблигаций во многом определяется конъюнктурой рынка российских государственных еврооблигаций. Цены еврооблигаций, выпущенных РФ, в свою очередь, зависят от кредитного рейтинга России и спроса на российские долговые инструменты. В последнее время улучшение конъюнктуры привело к повышению котировки российских корпоративных еврооблигаций, чему способствовало заявление агентства Moody's Investors Service о планирующемся повышении суверенного рейтинга [1.4.12].

Как уже отмечалось ранее, «наивысшим достижением» компании можно считать размещение ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) в виде ADR третьего уровня или на Лондонской фондовой бирже (LSE) в виде GDR. Пока этим из числа российских компаний могут похвастаться лишь единицы, оборот которых превышает \$1 млрд. («МТС», «Татнефть», «Ростелеком», «Вымпелком», «Wimm-Bill-Dann», «ЛУКОЙЛ» и «Газпром»). Вместе с тем по первоначальным затратам выпуск акций на международных биржах наиболее дорогостоящая процедура. Компании необходимо предоставить аудированную финансовую отчетность не менее чем за 3 года по стандартам US GAAP, а также понести организационные затраты в размере 2,5% от объема размещения (средний объем размещения составляет как минимум \$200-300 млн.) и оплатить услуги андеррайтера (5%). Также выход на публичный рынок требует от компании полностью перестроить подход к идеологии бизнеса, сориентировав его на увеличение акционерной стоимости, в основе которой в первую очередь лежит высокий уровень информационной открытости. Но с другой стороны, несмотря на значительные затраты, компания получает доступ к дешевым инвестиционным ресурсам на произвольный срок, так как акции не подлежат возвращению эмитенту [1.72].

Однако по состоянию на конец апреля 2003 г. на NYSE не было запланировано ни одного IPO на месяц вперед. Это может привести к тому, что доход данного рынка составит всего \$516,6 млн. По мнению специалистов и брокеров, затишье, наблюдающееся в первичном размещении акций, напрямую связано с боевыми действиями в Ираке и напряженностью в отношениях с Северной Кореей. Оба эти фактора отрицательно повлияли практически на все показатели NYSE. Неудивительно, что компании заняли выжидательные позиции. За март 2003 г. на рынке IPO была зарегистрирована всего одна сделка. В последний раз подобный застой наблюдался в 1978 году в связи с осложнениями в Иране. Но тогда было зарегистрировано 38 первичных размещений.

По мнению Бена Холмса, президента MorningNotes.com, в последнее время на этом рынке начал действовать и еще один фактор. «Компаниям гораздо выгоднее оставаться частным бизнесом, нежели выставляться на публику. Это и проще, и дешевле, и безопаснее», - говорит Холмс, напоминая о скандалах 2002 г., когда конгресс США, служба безопасности и биржевая комиссия вынуждены были ужесточить многие правила ведения торгов и наложить санкции на некоторые компании. После всего этого компаниям стало очень сложно и иногда невыгодно продавать свои акции [1.74].

ВЫХОД РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ НА РЫНОК ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Инструменты ранжированы по степени возрастания сложности работы с инвесторами.

МЕЖДУНАРОДНОЕ СИНДИЦИРОВАННОЕ БАНКОВСКОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Синдицированное финансирование – это кредитная линия, выданная двумя или несколькими банками (инвестиционными фондами) одному заемщику, совместными средствами или средствами, предоставленными одним из банков (фондов) другому для кредитования [1.75].

Именно синдицированные кредиты в горизонте 2-5 лет будут наиболее простыми инструментами, которые могут быть предоставлены как западными, так и российскими банками. Кредиторы могут диверсифицировать риски кредитного портфеля, разделив их между пулом банков. Также возможно увеличение объемов финансирования за счет эффекта масштаба и экономия административных ресурсов заемщика в результате централизации информационных потоков по сделке.

Как правило, организация синдицированного кредита иностранными банками проводится только под обеспечение будущей экспортной выручки или под залог средств (например, от продажи сырой нефти) на счетах компании и ее трейдера. Так в 2002 г. синдикатом банков ING Bank N.V. и Raiffeisen Zentralbank, Commerzbank AG, Societe Generale SA и West LB был организован синдицированный кредит на сумму в \$300 млн. для НК «ЛУКОЙЛ». Стоимость заимствования составила рекордно низкий показатель - 3,5% на 1 год [1.75].

Синдицированное финансирование на российском рынке еще не получило широкого распространения ввиду отсутствия опыта у большинства российских банков в реализации подобных проектов, что диктует уникальный характер каждой сделки. Как правило, заемщиками выступают только крупнейшие предприятия. По состоянию на ноябрь 2002 г. *отечественными банками* было реализовано только четыре проекта (с компаниями АЛРОСА, Татнефть, Аэрофлот, РУСАЛ) на сумму порядка \$600 млн. [1.76]. Несмотря на скромный объем (по сравнению с \$4 млрд. по еврооблигациям), синдицированные кредиты все-таки являются более дешевыми по сравнению с обыкновенными кредитами банков, которые вынуждены полностью брать на себя риск от работы с заемщиком. Смешанное участие в пулах как российских, так и иностранных банков уже сейчас позволяет создать эффективный инструмент работы для компаний, которые только начинают формировать собственную кредитную историю, и на данном этапе собственного развития не способны вывести облигации или провести IPO.

Еще одна важная причина, при которой схема синдицированного кредитования является перспективной для российских банков, это небольшие объемы их капиталов. По положениям российского законодательства, банки не имеют права превышать норматив кредитного риска на одного заемщика, который составляет 25% собственного капитала. Это красноречиво было продемонстрировано при оформлении сделки «Транснефти» и Сбербанка РФ, когда российский трубопроводный монополист решил в марте 2003 г. взять кредит на сумму \$1 млрд. Но по данным ЦЭА «Интерфакс», на 1 января 2003 г. капитал Сбербанка РФ составлял 119,2 млрд. руб. (\$3,9 млрд.) Поэтому сумма, которую Сбербанк смог выдать «Транснефти», была несколько меньше \$1 млрд. [1.77]. Соответственно, российские банки, капиталы которых в несколько раз меньше, будут вынуждены объединяться в пулы, чтобы не превышать нормативы кредитного риска.

РОССИЙСКИЕ РУБЛЕВЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИОННЫЕ ЗАЙМЫ

Российский рынок рублевых корпоративных облигаций начал формироваться в 1999 г. и к 2003 г. продемонстрировал значительные темпы роста. Тем не менее, по масштабам он является локальным и ориентирован на привлечение «коротких» денег. Величину рынка облигаций нефинансовых корпораций можно сопоставить и с объемом банковских кредитов предприятиям. Объем рыночных займов нефинансовых корпораций составляет порядка 4% от общего объема банковских кредитов предприятиям, что также представляет из себя довольно малую величину, и свидетельствует о значительном потенциале для роста рынка [1.73].

У растущего рынка есть несколько негативных особенностей [1.78].:

- *Эмиссии «сомнительных» заемщиков.* Снижение ставок открыло путь на рынок более широкому кругу эмитентов, для которых ранее заимствования на рынке корпоративных облигаций были неприемлемо дорогими. Если по состоянию на конец 2001 г. предприятия «второго эшелона» составляли около 1/3 всех эмитентов, то к февралю 2003 г. да их доля приблизилась к 1/2. Наблюдается тенденция увеличения количества эмитентов, не относящихся к числу крупнейших корпораций. Это не означает напрямую, что падает и надежность эмитентов. Тем не менее, определенная корреляция присутствует – у крупнейших корпораций ниже репутационные риски, а характер их деятельности обычно подразумевает более высокую рентабельность и финансовую устойчивость.

Выход эмитентов «второго эшелона» стал возможен благодаря отработанным технологиям размещения, которые поставлены на поток, что снижает стоимость услуг посредников.

- *«Неразборчивость» андеррайтера.* Отработанная технология позволяет выводить любые компании, часто даже не проводя надлежащей проверки (Due diligence). Часто компании просто не соответствуют стандартам финансовой прозрачности, что позволяет их руководству скрывать реальное положение дел.
- *Дефицит объективной информации о заемщике и его финансовом состоянии (отсутствие независимого рейтинга).* Различных рейтингов много, но не все они пользуются доверием инвесторов. На рынке корпоративных облигаций существует репрезентативные рейтинги только двух агентств – Standard&Poor's (как по российской, так и по международной шкале), и РА «Эксперт». По состоянию на конец февраля из 83 «рыночных» эмитентов рейтинг от S&P или РА «Эксперт» имели только 25 эмитентов. На рынке еврооблигаций такое невозможно в принципе.
- *Ликвидность, доходность и надежность ценных бумаг практически независимы.*
- *Практика безотзывных офферт.* Оферта — явление сугубо российское, не распространенное на мировом рынке корпоративного долга. Первые офферты появились в 1999 г. назад, и с осени 2000 г. почти все рыночные выпуски корпоративных облигаций со сроком обращения более 1 года предусматривают оферту (обязательство эмитента выкупить облигации в промежуточные сроки в течение периода заимствования). С одной стороны, оферта помогает компании выпускать среднесрочные бумаги и при этом сокращать издержки рефинансирования долга. С другой стороны, офферты выгодны для инвесторов, так как ставки по ним аналогичны ставкам по краткосрочным бумагам, а риски вложения в облигации с офертой гораздо ниже. Вместе с тем, механизм оферты значительно сокращает потенциальный срок заимствования и препятствует получению долгосрочных производственных кредитов. На сегодняшний день широко распространены оферты с выплатой раз в год, раз в полгода и чаще.
- *Высокая вероятность банкротства отдельных эмитентов и рынка в целом.* Потенциальная опасность — диспропорция между размером эмитента и его инвестиционными потребностями с одной стороны, и требованиями к размеру облигационного займа с точки зрения ликвидности. Структура рынка такова, что ликвидный вторичный рынок формируется при размере займа от 500 млн. руб., среднее предприятие часто размещает займ большего объема, втягивая себя в более рискованную инвестиционную политику.

Основа рынка корпоративных облигаций — компании-эмитенты. По данным ММВБ за апрель 2002 года, общее количество эмитентов на биржевом рынке составило 56, и за 1999-2002 гг. они разместили 124 облигационных займа [1.79].

Число инвесторов на рынке определить трудно, однако по информации агентства «Cbonds.ru» за 2001-2002 гг. оно значительно увеличилось. Если в начале 2001 г. количество инвесторов при первичном размещении облигаций не превышало 10-20, то в марте 2002 г. был совершен рекорд в истории российского рынка. Облигации «Славнефти» объемом 2 млрд. руб. купили 111 инвесторов (средний объем сделки - 18 млн. руб.).

Рынок евробумаг включает в себя еврооблигации, евроакции и коммерческие ценные бумаги. Наиболее объемным и развитым является рынок еврооблигаций, доля которых на рынке евробумаг составляет более 90 %. В настоящее время объем находящихся в обращении еврооблигационных займов составляет примерно 3,5 трлн. долл. США [1.80].

Зарождение рынка еврооблигаций относится к концу 50-х - началу 60-х годов XX века. Бурное развитие рынок еврооблигаций получил в конце 60-х – начале 70-х годов как реакция участников финансовых рынков на законодательные ограничения, введенные правительством США на вывоз капитала и привлечение иностранными эмитентами средств на американском фондовом рынке, и на ужесточение налогового режима для инвесторов по доходам. Это послужило непосредственным толчком к перемещению финансовых операций с американского фондового рынка на европейский.

Развитию рынка еврооблигаций способствовали и другие факторы, в частности, мягкая система регулирования выпуска и обращения еврооблигаций, возможность страхования от валютных рисков, стремление инвесторов к приобретению высококачественных ценных бумаг, низкие процентные ставки. В результате к сегодняшнему дню сложился объемный, высоко ликвидный и надежный рынок еврооблигаций.

Российские компании стремятся воспользоваться благоприятной ситуацией на мировых финансовых рынках, сложившейся к 2003 г. Снижение процентных ставок до многолетних минимумов дает возможность ведущим компаниям заменить короткие и дорогие займы длинными и дешевыми. Только за полгода (по состоянию на март 2003 г.) 10 российских эмитентов разместили еврооблигации на \$5 млрд. [1.77].

Характеристики «классических» еврооблигаций [1.81].:

- Выпуск ориентирован на широкую базу европейских и азиатских инвесторов, а также на специализированную группу американских инвесторов (по правилу 144A);
- Достаточно развитый рынок для российских эмитентов, выпускающих среднесрочные бумаги;
- Типичные условия выпуска:
 - международный кредитный рейтинг;
 - регистрации не требуется;
 - выпуск на 3-5 лет;
 - фиксированная купонная ставка.
- Преимущества:
 - не требуется обеспечения;
 - относительная легкость оформления документации;
 - единовременная выплата основной суммы займа (в момент погашения).

Характерными признаками рынка еврооблигаций, отличающими его от других международных облигационных рынков, являются:

- еврооблигации одновременно размещаются на рынках нескольких стран, в результате чего они не подвержены системам национального регулирования;
- отсутствуют ограничения по объемам заимствования;
- стоимость облигаций выражается в любой валюте по выбору эмитента. При этом валюта не обязательно является денежной единицей страны регистрации эмитента или страны размещения облигационного займа.
- размещение еврооблигаций проходит через процедуру андеррайтинга при участии эмиссионного синдиката, в который входят несколько банков из различных стран.

ВЫХОД КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ НА МЕЖДУНАРОДНЫЕ И НАЦИОНАЛЬНЫЕ РЫНКИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

IPO НА МЕЖДУНАРОДНЫХ ФОНДОВЫХ РЫНКАХ (ADR И GDR)

История успешного выхода российских предприятий на западные рынки капитала началась в 1996 г., когда компания «ВымпелКом» разместила ADR (американские депозитарные расписки) третьего уровня на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). В 2000 и 2002 гг. еще две российские компании, МТС и «Вимм-Билль-Данн», осуществили первичное размещение акций в США. В 1999 г. группа дочерних предприятий американской компании GTS в странах СНГ образовала в США новый холдинг, «Голден Телеком», акции которого были размещены в системе NASDAQ. Несколько российских компаний планируют в 2003-2004 гг. провести IPO (английское сокращение от Initial Public Offering - первичное размещение ценных бумаг по открытой подписке) [1.82].

Эмиссия акций российских компаний на международном фондовом рынке осуществляется через агента-депозитарий, который выпускает так называемые расписки на определенное количество акций. Технология работы с иностранными акциями лучше всего освоена американскими банками, выпускающими американские депозитарные расписки (ADR) для обращения на американском и европейских фондовых рынках.

ADR существуют трех уровней. Для включения в биржевой листинг достаточно выпуска ADR первого или второго уровня на уже существующие акции. Основное различие между этими уровнями состоит в том, что ADR первого уровня могут включаться в листинг европейских бирж, но в самих США котируются только на внебиржевом рынке. Выпуск ADR второго уровня подлежит регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), после чего они допускаются к обращению на бирже.

Для допуска на выпуск ADR существуют ограничения. Суммарная прибыль компании до налогообложения (pre-tax earnings) либо ее оборотный капитал (operating cash-flow) за последние три года должны составить не менее \$100 млн. Причем в последние два года эти показатели должны составить как минимум \$25 млн в год. Для американских компаний эти требования гораздо мягче: соответственно \$6,5 млн и \$2 млн. [1.83].

Использование ADR первого или второго уровня целесообразно, если у компании сейчас нет потребности в привлечении новых инвестиций в виде акционерного капитала, но она планирует IPO в будущем или хочет расширить рынок своих акций и повысить их ликвидность.

Биржевой листинг акций обеспечивает предприятию статус международной «публичной» компании, т. е. акционерного общества, чьи акции доступны для любого иностранного инвестора. Это, с одной стороны, гарантирует внимание со стороны потенциальных инвесторов, а с другой - накладывает на компанию обязательства по предоставлению ежегодной международной отчетности и по работе с иностранными акционерами. Очевидным недостатком является то, что затраты, связанные с размещением акций при помощи депозитарных расписок первого и второго уровней, не приносят предприятию экономической выгоды в виде новых инвестиций.

Решение вопроса о необходимости и целесообразности первичного размещения ценных бумаг на иностранной фондовой бирже (при помощи ADR третьего уровня) зависит от многих факторов. Большое значение имеют как внешние обстоятельства, т. е. макроэкономическая ситуация, отраслевые факторы, конъюнктура фондового рынка, так и степень привлекательности самого предприятия в качестве объекта инвестиций. При оценке компании инвесторы рассчитывают на определенные темпы роста ее доходов, исходя из перспектив развития отрасли и конкурентоспособности самой компании.

С точки зрения предприятия IPO - это эффективный способ привлечения инвестиций, необходимых для реализации стратегических планов развития бизнеса. Чтобы достичь максимального успеха при IPO, недостаточно разработать стратегию внутри компании - необходимо, чтобы ее могли понять и оценить потенциальные инвесторы. Поэтому принципиальным моментом является способность руководства объяснить свою стратегию так, чтобы инвесторы поверили в перспективы роста бизнеса. Проанализировав полученную от компании финансовую информацию, инвесторы принимают решение о цене первичного размещения акций.

Решаясь на публичное предложение акций иностранным инвесторам, нынешние владельцы и руководство компании принимают на себя максимальные обязательства в области корпоративного управления, отчетности и раскрытия информации. Основное правило работы самой компании после решения вывести IPO – это прекращение налоговой оптимизации и отсутствие конфликтов с миноритарными акционерами в течение двух лет. Для российских компаний это куда более серьезная работа, чем смена бухгалтерии. Но взамен компания не только получает доступ к источникам финансирования для развития бизнеса сегодня, но и возможность привлекать дополнительные средства в будущем на более выгодных условиях по сравнению с предприятиями, не имеющими статуса публичной компании.

РОССИЙСКИЙ IPO

Как уже отмечалось ранее, российский фондовый рынок является локальным и имеет ряд структурных проблем [1.84]:

- небольшая капитализация;
- низкая ликвидность;
- небольшое количество финансовых инструментов;

- ❑ монокультурность рынка;
- ❑ высокая концентрация и дифференциация финансовых институтов;
- ❑ «тяжелая» инфраструктура;
- ❑ инсайдерская торговля;

Существуют плюсы и минусы от IPO на российском фондовом рынке (см. табл. 1.4-1) [1.85]:

Плюсы	Минусы
<ul style="list-style-type: none"> ❑ Теоретически - наиболее перспективное направление для российских компаний средней капитализации ❑ Первый успешный опыт первичного размещения на РТС компанией «Росбизнесконсалтинг» в апреле 2002 г. ❑ Мировая тенденция к локальным IPO ❑ Возможность привлечения российских инвесторов ❑ Необходим для будущего возможного выхода на крупное международное предложение акций (если до сих пор нет внутрироссийского листинга) ❑ ФКЦБ сделала листинг в России необходимым условием международного IPO (если до сих пор нет внутрироссийского листинга) 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Невысокие объемы размещения не позволяют рассчитывать на ликвидный рынок ❑ Отдельные особенности российского законодательства затрудняют привлечение западных инвесторов ❑ Например, невозможность торговать акциями до регистрации отчета об итогах выпуска (т.е., две и более недели) ❑ Потенциально более высокая относительная стоимость размещения (меньший объем привлекаемых средств при общих затратах, сопоставимых с международным предложением) ❑ Меньшая вероятность привлечения «качественных» инвесторов

Табл. 1.4-1. Плюсы и минусы от IPO на российском фондовом рынке.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Как видно из сравнительного анализа, использование IPO на российском фондовом рынке целесообразно, если компания является средней по обороту. Для компаний, входящих в «Эксперт-200», более приемлемо рассматривать выход на российский фондовый рынок, как техническую необходимость для дальнейшего крупного международного размещения.

По состоянию на 2003 г. программы ADR есть более чем у 50 отечественных компаний. Например, у НК «ЛУКОЙЛ» около 52% акций обращается в виде ADR. По некоторым оценкам, у НК «ЮКОС» около 25% акций в ADR, а у «Сибнефти» – до 20%. При этом обороты по их ADR превышают обороты по акциям на российских биржах. Именно опасениями по поводу дальнейшего ухода оборотов российских акций за границу и было продиктовано появление в июне 2003 г. решения ФКЦБ о снижении квот на выпуск ADR российскими компаниями – с 75 до 40% от объема выпуска акций [1.86].

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И СПЕЦИФИКА ВЗАИМООТНОШЕНИЙ СО СТРАТЕГИЧЕСКИМИ ИНВЕСТОРАМИ

Большинство новосформированных российских компаний не может найти обеспечение под кредит или стратегического инвестора. Поэтому единственным инвестиционным инструментом для них является использование ресурсов фондов прямых инвестиций.

Фонд прямых инвестиций это не инвестиционный банк, который зарабатывает деньги за счет комиссии за привлечение средств, и не стратегический инвестор, который получает прибыль за счет долгосрочного управления компанией. Задача фонда прямых инвестиций - найти бизнес с возможностями для роста, вложить в него дополнительный капитал, помочь ему развиваться и заработать деньги на продаже своей доли через 3 - 6 лет [1.87].

Чтобы надежнее обеспечить быстрый рост бизнеса и его капитализации, фонды прямых инвестиций предоставляют компаниям не только капитал, но и управленческую экспертизу. Существуют два основных вида фондов прямых инвестиций: венчурные (venture capital), которые специализируются на покупке долей в быстро растущих компаниях на начальной стадии их развития, и фонды прямых частных инвестиций (private equity), которые инвестируют капитал в средние и крупные предприятия с целью повышения их эффективности и дальнейшего роста.

Венчурные и прямые частные инвестиции представляют собой значительный капитал в западных странах. В США, например, в 2001 г. существовал 761 венчурный фонд с общим капиталом \$250 млрд. Фонды прямых инвестиций только начинают активную работу в России. Сейчас отечественный рынок, в котором существует много незаполненных сегментов рынка (товары широкого потребления, продукты питания, финансовые услуги, медиа-бизнес, высокие технологии и т.п.), представляет для таких фондов большой интерес. К тому же в России появляется все больше агрессивных менеджерских команд и быстро растущих бизнесов, которым нужен капитал и которые готовы соблюдать правила корпоративного управления. Макроэкономическая ситуация значительно стабилизировалась, и в 2002-2003 гг. российский рынок акций демонстрирует лучший рост среди 22 ведущих рынков. Ряд успешных сделок по продаже ранее профинансированных фондами предприятий уже состоялись и позволили фондам получить значительный возврат на первоначальные инвестиции.

По мнению аналитиков [1.88], западных покупателей интересуют преимущественно компании, занимающие лидирующее положение или имеющие значительную долю рынка. Сильный брэнд, компетентный менеджмент, прозрачность юридической структуры, структуры собственности, наличие полной финансовой отчетности и перспективы роста - это также важные аргументы в пользу покупки компании с точки зрения западных покупателей.

Как показывает опыт, присутствие легитимного финансового инвестора среди акционеров компании делает компанию более привлекательной для западного покупателя. Грамотный финансовый инвестор, инвестировавший в российскую компанию на ранней стадии, постепенно делает ее все более привлекательной для покупателя, так как, будучи заинтересован в продаже, активно помогает компании подготовиться к продаже и затем активно работает с покупателями над сделкой. Именно поэтому присутствие инвестиционного фонда среди акционеров служит для западного покупателя положительным индикатором того, что дела в компании поставлены по западным стандартам и что акционеры говорят на одном языке с покупателем.

ГЛАВА 2.

РАЗВИТИЕ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ В РАМКАХ УПРАВЛЕНИЯ ПРОГРАММАМИ СТРАТЕГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

§ 2.1 РОЛЬ РАЗВИТИЯ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ В ПРОЦЕССЕ РЕАЛИЗАЦИИ КОРПОРАТИВНЫХ СТРАТЕГИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Получение более дешевых финансовых ресурсов сопровождается усложнением систем отношений с инвесторами. Однако в этом аспекте российской теории и практики управления имеет место информационный вакуум. Отсутствие кодифицированного опыта и возрастающая потребность в комплексном анализе со стороны бизнес-сообщества диктуют данному исследованию цели по выработке общих методологических рекомендаций.

Формирование типовых управленческих решений в области развития связей с инвесторами адресовано, прежде всего, крупным российским компаниям не только исходя из текущей фазы их рыночного развития (о чем говорилось в главе 1). Если компания не желает активизировать работу по улучшению качества собственного управления, она всегда может привлечь синдицированный кредит на год под залог своей выручки, но ее более «прозрачный» конкурент сможет разместить долгосрочные облигации под более низкий процент без предоставления материального обеспечения инвестиций. То есть, фактически, лишь «под залог» своей репутации. Лидер отрасли может разместить акции компании на мировых биржах, получив, по сути, бесплатные и бессрочные инвестиции. Мировая тенденция к укрупнению и к концентрации бизнеса позволяет говорить о возможности доступа к подобным инвестиционным ресурсам для крупнейших 50-100 компаний России. Небольшим и средним компаниям выход на международные рынки сегодня будет стоить слишком больших относительных издержек.

Анализ опыта привлечения инвестиций в российские компании показывает, что построение эффективных отношений между эмитентами (заемщиками) и инвесторами становится для компании более важным фактором выживания и конкурентоспособности, чем даже дивидендная политика

Этот пример убедительно иллюстрирует, что дивидендная политика не оказывает такого воздействия на акционеров и не приносит такого финансового эффекта, как система честных, открытых и ответственных взаимоотношений с инвесторами [2.1].

В 2000 г. компания «ЮКОС» вернула инвесторам \$300 млн. в качестве дивидендов. Таким образом, совладелец 40%-го пакета акций получил в свое распоряжение 120 млн. долл.

В 2001 г. НК «ЮКОС» израсходовала на различного рода мероприятия по направлению Investor Relations несколько миллионов долларов. И хотя прямо оценить финансовую выгоду от каждого из этих мероприятий нельзя, можно с уверенностью сказать, что в целом они сыграли значительную роль в трехкратном

увеличении котировок акций компании за 2001 г. Таким образом, 40%-ный акционер получил рост стоимости своих активов на \$2,5 млрд.

После этого эффективного хода НК «ЮКОС» многие крупные российские компании, такие как «ЛУКОЙЛ», «Газпром», «Русский алюминий», «ТНК» начали внедрять системы развития связей с инвесторами, основанные на анализе того, чего хотят инвесторы от компании.

На протяжении более 20 лет в международной практике существует термин Investor Relations. Его можно перевести как «отношения с инвесторами» или «связи с инвесторами». Investor Relations (IR) - это использование информационных каналов и публичной коммуникационной деятельности для достижения требуемой ответной реакции инвесторов. Как правило, требуемой ответной реакцией является повышение внимания инвесторов к ценным бумагам данного эмитента. Эта деятельность предполагает осмысление стратегического плана развития компании и понимание того, как эмитент воспринимается инвестиционным сообществом. Investor Relations можно также определить следующим образом: это организация серии взаимосвязанных информационных, аналитических, и PR-проектов, в том числе в сфере подготовки и распространения финансовой отчетности, направленной на установление и развитие двусторонней связи с инвесторами и акционерами предприятия [2.2].

Investor Relations позволяет определить место и роль инвесторов, акционеров и партнеров в развитии бизнеса предприятия на условиях взаимной предсказуемости. [2.3]. Деятельность в области IR называют искусством формирования стоимости компании на рынке через управление ожиданиями.

Эффективные связи с инвесторами - это двусторонний процесс. IR действует как фильтр между эмитентом и инвестиционным сообществом (см. рис. 2.1-1) [2.4].



Рис. 2.1-1 Двухсторонний процесс взаимодействия эмитента с инвестиционным сообществом.
Источник: J. P. Morgan & Co, 2000

В практике работы крупных иностранных компаний вопросу отношений с инвесторами уделяется очень большое внимание. Существует отдельная индустрия, в которой работают консультационные фирмы, специализирующиеся в области IR.

Это мощная отрасль, оборот которой только в США исчисляется несколькими сотнями миллионов долларов в год.

Практически все компании-эмитенты, выходящие на рынок капитала, работают с со специализированными агентствами, оказывающим услуги в области IR. Наиболее крупные компании-эмитенты, кроме этого, имеют в своем штате специальное подразделение (иногда до 50-60 человек), отвечающее за эту работу и контактирующее с выбранным агентством. И это не просто правило хорошего тона или мода. Это жизненная необходимость для эмитента в странах с развитой рыночной экономикой, где существует конкуренция за привлечение капиталов. Размещение акций и облигаций рассматривается как продажа своеобразного товара, и для того, чтобы успешно это сделать, нужно уметь профессионально общаться как с его потенциальными потребителями - инвесторами, так и с теми, кто уже его приобрел - акционерами [2.2].

Таким образом, IR - это специфическая форма маркетинга - маркетинга инвестиционных идей, главной задачей которого является убедительный ответ на вопрос пристрастного инвестора - а почему, собственно, он должен покупать, а впоследствии сохранять на руках ценные бумаги именно этого эмитента?

Деятельность в области IR, наряду с Public Relations, является составной частью коммуникационного менеджмента компании.

В целом реализацию программы взаимоотношений с инвесторами необходимо воспринимать *как мультипроектное управление (проектно-ориентированное управление)*, в рамках которого затрагиваются вопросы управления реструктуризацией сферы стратегического менеджмента, корпоративного управления, финансовой и юридической прозрачности, связей с общественными институтами и т.д.

Основополагающими принципами Investor Relations являются поддержание надлежащего уровня инвестиционной привлекательности, информационной открытости (прозрачности) компании, отладка взаимной коммуникации и формирование доверия. Деятельность IR должна реализовываться в двух параллельных режимах: проектном/оперативном (например, в момент размещения ценных бумаг) и в операционном (на постоянной основе, при обслуживании размещенных финансовых инструментов).

Работа Investor Relations дифференцируется по видам инвесторов (международные и национальные, стратегические, портфельные, венчурные и т.д.) и видам инвестиций (через ценные бумаги, прямые инвестиции, и т.д.).

Основой деятельности Investor Relations является знание и умение формировать необходимую для инвесторов информацию в нужном формате и отстраивать эффективные механизмы коммуникаций. Обеспечение доступа инвесторов к необходимой информации и формирование доверия может осуществляться за счет следующих действий (минимально необходимый перечень) [2.4]:

- *Публикация квартальной бухгалтерской отчетности*, желательным является наличие признанного аудиторского заключения и перевода в стандарты МСФО.;

- *Выпуск годового отчета.* Годовой отчет является одним из важнейших и обязательных атрибутов взаимодействия с инвесторами. Помимо принятой структуризации включенных в отчет разделов, он должен обладать определенным набором презентационных качеств;
- *Формирование пакета рассылки для потенциальных инвесторов.* Такой пакет в зависимости от ситуации может иметь различный состав и включать в себя, например, проспект эмиссии выпуска ценных бумаг, специально подготовленное исследование, отражающее ситуацию для инвестора и т.п.;
- Работа с инвесторами предполагает *самостоятельную направленную работу с прессой и журналистами*, отражающую определенные специфические задачи;
- *Организация выездных road-show и презентаций, прямых контактов с инвесторами* на конференциях, семинарах;
- *Активное использование возможностей Интернет.* Соответствующий раздел Investor Relations должен быть оформлен на корпоративном сайте;
- Практика отношений с инвесторами приветствует *наличие различных рейтингов*, например, кредитных или специальных (корпоративного управления и т.п.);
- При привлечении инвесторов под определенные проекты должен быть *правильно сформирован пакет документации*, включающий в себя бизнес-план, инвестиционное предложение или меморандум;
- Важным элементом взаимоотношений с инвесторами является *знакомство с механизмами проверки надлежащей добросовестности (Due Diligence)*;
- Необходимым инструментом является организация *регулярных контактов с инвестиционными аналитиками*, которые затем транслируют свои отчеты более широкому кругу инвесторов;
- Компания, имеющая или планирующая внешнее финансирование, должна *иметь формализованную стратегию развития контактов с инвесторами*;
- Investor Relations требуют тренировки и *наличия определенных персональных качеств высших менеджеров компаний*;
- К данному направлению относится определенный *набор действий по повышению инвестиционной привлекательности* активов или ценных бумаг, повышению их рыночной стоимости;
- Важным направлением является работа *по репутационному менеджменту*, увеличению стоимости таких нематериальных активов, например, как брэнды;

В дополнение к основному перечню в системе Investor Relations должны отрабатываться остальные механизмы коммуникационного менеджмента (реклама, связи с общественностью, спонсорство и т.д.), которые могут потребоваться как сопутствующие.

Совокупность перечисленных действий при их профессиональном исполнении способна решить задачу установления нормальных отношений эмитента с инвестиционным сообществом и позволить компании поддерживать репутацию надежного объекта для инвестиций. Эффективная система связей с инвесторами может оказать прямое влияние на получение конкурентных преимуществ компании [2.4].

Меры		Преимущества
<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Прозрачная и детальная информационная политика <input type="checkbox"/> Постоянный поток сообщений и новостей <input type="checkbox"/> Активная связь на протяжении всего времени <input type="checkbox"/> Регулярные встречи с инвесторами 		<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Сниженная премия за риск вследствие более высокого уровня информированности <input type="checkbox"/> Более высокая ликвидность, которая в свою очередь ведет к более низкой скидке за ликвидность <input type="checkbox"/> Избегание чрезмерной реакции инвесторов, если результаты ниже ожиданий <input type="checkbox"/> Повышенный интерес инвесторов, так как большинство инвесторов с высокими стандартами принимают инвестиционные решения в зависимости от контактов с менеджментом

Табл. 2.1-1. Преимущества эффективной системы связей с инвесторами.
Источник: J. P. Morgan & Co, 2000

В основе IR лежит углубленный анализ инвестиционных настроений российского и общемирового инвестиционного сообщества и их использование для реализации потребностей эмитента. Для того, чтобы убедительно и профессионально представлять информацию о компании людям, принимающим инвестиционные решения, представители эмитента или компании, разработавшей и реализующей по заказу эмитента его программу взаимоотношений с инвесторами, должны сами очень хорошо знать специфику деятельности данного эмитента, а также хорошо понимать какие именно вопросы и почему больше всего интересуют потенциальных инвесторов по данному эмитенту.

Основная цель отношений с инвесторами - обеспечить, чтобы стоимость компании была реальным отражением результатов ее работы и будущих возможностей [2.4].

Только при этом условии могут быть достигнуты следующие основные задачи, которые ставятся при реализации программы взаимоотношений с инвесторами [2.5]:

- ☐ убеждение желаемого круга потенциальных инвесторов в том, что ценные бумаги данного эмитента являются для них привлекательными;
- ☐ достижение наиболее благоприятной цены ценных бумаг;
- ☐ создание благоприятной среды для операций с ценными бумагами данного эмитента и будущих капитальных вложений;
- ☐ сохранить существующих инвесторов и привлечь новых инвесторов;
- ☐ повысить репутацию компании среди инвестиционных профессионалов;
- ☐ дифференцировать компанию от конкурирующих инвестиционных возможностей (компаний конкурентов);
- ☐ углубить понимание базовой динамики прибыли;
- ☐ управлять ожиданиями аналитиков и институциональных инвесторов, чтобы избегать сюрпризов и ненужной волатильности.

Успешно решить эти задачи удастся в случае, если найдены правильные ответы на ряд ключевых вопросов, стоящих перед эмитентом:

- ☐ кто является потенциальным и желаемым инвестором для данного эмитента?
- ☐ каковы его инвестиционные ожидания при вложении средств в ценные бумаги данного эмитента?
- ☐ как этот инвестор принимает инвестиционные решения?
- ☐ как привлечь нужного эмитенту инвестора?
- ☐ как удержать инвесторов, уже являющихся владельцами ценных бумаг данного эмитента?

Осуществляя бизнес-деятельность, крупные компании по необходимости выстраивают взаимодействие в шести крупных аудиториях. Компания общается [2.6]:

- с потребителями своего продукта (клиентами) - людьми, компаниями или организациями;
- со своим ближайшим бизнес-окружением - партнерами, поставщиками, контрагентами, подрядчиками, компаниями, с которыми осуществляются совместные программы или заключаются договоренности;
- с властью - государственными организациями, общественными организациями, выполняющими регулирующие или надзорные функции, международными организациями, иногда с законодательными органами власти - в целях лоббирования собственных корпоративных или отраслевых интересов;
- с акционерами и инвесторами - теми людьми или организациями, которые являются полными или частичными владельцами компаний и получают от деятельности компании прямой или опосредованный доход;
- внутри коллектива - по ходу течения бизнес-процессов и вне их рамок, формально и неформально, по вертикали и горизонтали, межперсонально и по группам, прямо и опосредованно;
- с широкой общественностью - с обществом в целом или его отдельными частями, преимущественно через средства массовой информации или крупные мероприятия.

Каждая из этих аудиторий самостоятельна, имеет свои интересы и информационные запросы. Но во взаимодействии с этими аудиториями компания должна принимать во внимание внеэкономические факторы, такие как:

- *«прозрачность бизнеса»* в глазах акционеров и инвесторов;
- *«философия ведения бизнеса»* как деловая рекомендация для российских и международных партнеров, а также для персонала;
- *«репутация компании»* как инструмент позиционирования в деловом сообществе и дополнительный фактор стимулирования сбыта;
- *«социальная ответственность»* как инструмент интеграции в общественные процессы, взаимодействия с органами власти различного уровня и общественностью территорий, где расположены предприятия компании;
- *«метафорические ценностные составляющие продукта компании»* как инструмент завоевания потребителей.

§ 2.2 ФОРМИРОВАНИЕ ПРОГРАММЫ ОТНОШЕНИЙ С ИНВЕСТОРАМИ В РАМКАХ СТРАТЕГИЙ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Структура и компоненты программы Investor Relations формируются на основе корпоративной стратегии самой компании.

Долгосрочная программа в области Investor Relations носит проектный характер и является предметом проектно-ориентированного управления, как в целом, так и на отдельных специфических этапах реализации. В целом, так как, будучи элементом реализации корпоративной стратегии, программа IR использует в качестве критериев эффективности проектные показатели развития бизнеса, намечаемые корпоративной стратегией, и нацелена на достижение измеримых изменений. В

частных случаях программа IR реализуется в виде проектов, которые являются составными частями проектов по привлечению внешнего финансирования (например, организация эмиссии, синдикация, привлечение прямых инвесторов и т.п.).

IR-программа - это последовательная и комплексная реализация акционерной компанией проектно-ориентированных действий, направленных на осуществление информационного взаимодействия с инвестиционным сообществом с целью [2.7]:

- формирования справедливой рыночной стоимости акций компании;
- достижения максимально возможного уровня ликвидности акций компании;
- получения возможности привлечения как можно более дешевого капитала с национального или мирового финансового рынка.

Рыночная стоимость и ликвидность акций на фондовом рынке, по сути, отражают интерес инвесторов к компании и во многом формируются на основании субъективных факторов, таких как ожидания инвесторов в отношении перспектив развития компании, их доверие менеджменту. Очевидно, что сама компания во многом способна определять формирование этих субъективных факторов. Так, формирование оптимистических ожиданий инвесторов в отношении роста основных показателей деятельности компании имеет ключевое значение, если говорить о возможности компании влиять на рост рыночной стоимости собственных акций. Инвесторы вне зависимости от инвестиционного стиля вкладывают деньги в акции с одной целью - разделить будущие успехи компании.

Для успешного развития IR-программы необходимо, чтобы все целевые группы получали информацию о деятельности фирмы в понятном им формате и необходимом объеме. Недостаток информации часто просто не дает последним оценить экономический эффект тех или иных предлагаемых инициатив, а нередко вызывает их откровенное недовольство, которое может привести компанию к кризису.

Подтверждением этому может служить пример с комплексной реструктуризацией РАО «Норильский никель» в ГК «Норильский никель» [2.8], когда в целом позитивные для акционеров изменения в структуре компании (вывод непрофильных активов, увеличение прозрачности продажи металлов и т.д.) и направленные на это усилия менеджмента не были правильно оценены ключевыми аудиториями. В результате возникшая паника внутри целевых групп (когда было объявлено о дополнительной эмиссии акций) привела к падению котировки ценных бумаг компании, несмотря на то, что чисто экономические показатели подтверждали позитивную динамику развития ее бизнеса. Так к июню 2001 г. котировки обыкновенных акций «Норильского никеля» колебались у отметки \$15,85 за 1 акцию, при этом, по мнению большинства аналитиков инвестиционных компаний, справедливая цена после реструктуризации была больше на 35-40% (\$20 - 22 за акцию) [2.9].

При разработке IR-программы крупная компания обычно имеет два основных ресурса - финансового консультанта и собственный менеджмент. В роли финансового консультанта, как правило, выступает инвестиционно-финансовая компания или банк из числа будущих лид-менеджеров (андеррайтеров) размещения финансовых инструментов.

Финансовый консультант выполняет следующие основные функции:

- проводит маркетинг с целью определения круга потенциальных инвесторов в акции компании;
- обеспечивает подготовку и распространение информационно-аналитических материалов о компании;
- осуществляет позиционирование акций компании на рынке;
- выступает в качестве маркет-мейкера акций компании;
- предоставляет консультации в области корпоративного финансирования.

Очень многое зависит от менеджмента самой компании, его открытости, готовности уделять время общению с инвесторами. Согласно исследованию, проведенному в 1999 г. National Institute of Investor Relations (NIRI), высшее руководство английских и американских акционерных компаний тратит на общение с инвесторами, включая телеконференции, очные встречи, пресс-конференции и презентации, в среднем около 15% своего рабочего времени [2.4].

Кроме того, в компании необходимо иметь если не самостоятельное структурное подразделение, что могут себе позволить только крупные компании, то, по крайней мере, соответствующего специалиста, отвечающего за связи с инвесторами и осуществляющего оперативное взаимодействие с финансовым консультантом.

После того как ресурсы подготовки и реализации IR-программы определены, выбран финансовый консультант и соответствующий специалист в самой компании, можно приступить к разработке IR-программы и плана работы в ее рамках.

В первую очередь для успешной реализации IR-программы необходимо правильно определить целевые группы для информационного воздействия, а также объем предоставляемой каждой из выделенных групп информации и способ ее распространения. Объем и характер распространяемой информации должны учитывать особенности целевой аудитории.

Среди *акционеров* компании, прежде всего, необходимо выделить портфельных инвесторов - держателей акций компании, в качестве которых могут выступать инвестиционные компании, банки, фонды и их клиенты. Именно они, руководствуясь спекулятивными интересами и являясь активными участниками организованного фондового рынка, в первую очередь обеспечивают ликвидность акций компании.

Аналитики инвестиционных компаний и банков, если рассматривать их как группу информационного воздействия, играют одну из ключевых ролей в успехе IR-программы. Именно они формируют мнение инвесторов об инвестиционной привлекательности тех или иных акций. Поэтому принципиально важно обеспечить периодическое предоставление аналитикам информационно-аналитических материалов и их участие во встречах и конференциях с участием руководства компании. Однако не менее важно обеспечить обратную связь с ними. Это задача как финансового консультанта, так и специалиста компании, отвечающего за связи с инвесторами. Аналитик должен иметь возможность обратиться к компетентному лицу, способному уточнить отдельную информацию по компании и предоставить отдельные комментарии. При проведении встреч и конференций руководства компании с представителями инвестиционного сообщества участие в них аналитиков имеет большое значение.

Специализированные информационные агентства и системы - это источник информации для инвесторов и аналитиков, и в этом смысле значение данной группы информационного воздействия трудно переоценить.

Что касается объема и характера раскрываемой информации, то в данном случае это должна быть, прежде всего, информация новостного характера, способная повлиять на принятие инвестиционных решений. Речь идет о пресс-релизах, посвященных существенным событиям в жизни компании, и ежеквартальных пресс-релизах о результатах ее деятельности, содержащих ключевые финансовые и технические показатели. Таким образом, четвертой важной аудиторией IR выступают *специализированные средства массовой информации*.

Второй важный аспект успешной IR-программы относится к такому элементу программы, как проведение встреч и конференций с представителями инвестиционного сообщества, - это умение менеджмента разговаривать «на одном языке» с инвесторами. Инвесторы ждут от руководства компании открытости, профессионализма и четкого, обоснованного определения перспектив развития компании. Оттого, насколько убедительно будут описаны перспективы развития компании, будут зависеть ожидания инвесторов, что в конечном итоге отразится на рыночной стоимости акций компании.

Третий немаловажный аспект - поддержание обратной связи с инвестиционным сообществом. Крайне важно, чтобы менеджмент компании знал и понимал реакцию рынка на те или иные события, происходящие в компании. Для того чтобы управлять ожиданиями рынка (а именно это является искусством IR), необходимо четко понимать ожидания инвесторов.

Основным принципом формирования коммуникационной политики крупной компании является соответствие идеологии компании ее стратегическим целям и задачам, а также бизнес-стратегии их достижения. Кроме того, коммуникационная политика учитывает тенденции развития рынка и отрасли, прогноз конкурентной среды, а также нерыночные факторы, влияющие на деятельность компании. Коммуникационная политика основывается на изучении и характеристике ключевых аудиторий, их ожиданий, источников информации, влияющих на формирование мнений целевых групп, а также с учетом информационных каналов, оптимальных для коммуникации с этими аудиториями. А также учитывает состояние информационного пространства и тенденций его развития в России и мире, специфику информационной среды в секторе деятельности компании, нейтрализует агрессивную информационную политику конкурентов.

Для достижения наибольшей эффективности коммуникационной политики компании необходимо строить ее в соответствии с современными требованиями, согласно которым коммуникационная политика должна [2.10]:

- **Быть открытой** (любое интересующееся лицо, обращаясь в компанию, должно быстро и в удобном для него виде получить интересующую информацию).
- **Быть активной** (компания должна инициировать предоставление информации, активно формировать отношение к себе), именно это требование делает коммуникацию предметной областью *проектно-ориентированного* управления.
- **Быть единой по содержанию** (из каких бы источников внутри компании ни была получена информация, она не должна быть разноречивой).

- **Быть социально-позитивной** (информация должна быть интересна и полезна обществу в целом).
- **Быть интересной** (должно быть интересно работать с информацией, посещать мероприятия компании, знакомиться с проектами).
- **Быть востребованной** (например, в случае со средством массовой информации - соответствовать редакционной политике, привлекать к данному СМИ внимание читателей, рекламодателей и т.д.).
- **Быть весомой** (необходимы значимые события; в этом смысле любая акция сильнее, чем просто информация, социально-значимое или рыночно-значимое событие сильнее, чем просто корпоративная новость и т.д.).
- **Быть комплексной** (эффективнее, когда реклама, значимые события или акции и информация в прессе скоординированы, базируются на единых подходах и исследованиях, стилистически едины и т.д.).
- **Быть постоянной и регулярной** (необходимо плановое обеспечение постоянного присутствия в информационном пространстве).
- Кроме этого, публичная политика должна **быть персонифицированной** (адресат должен знать и выделять топ-менеджеров компании из массы делового сообщества).

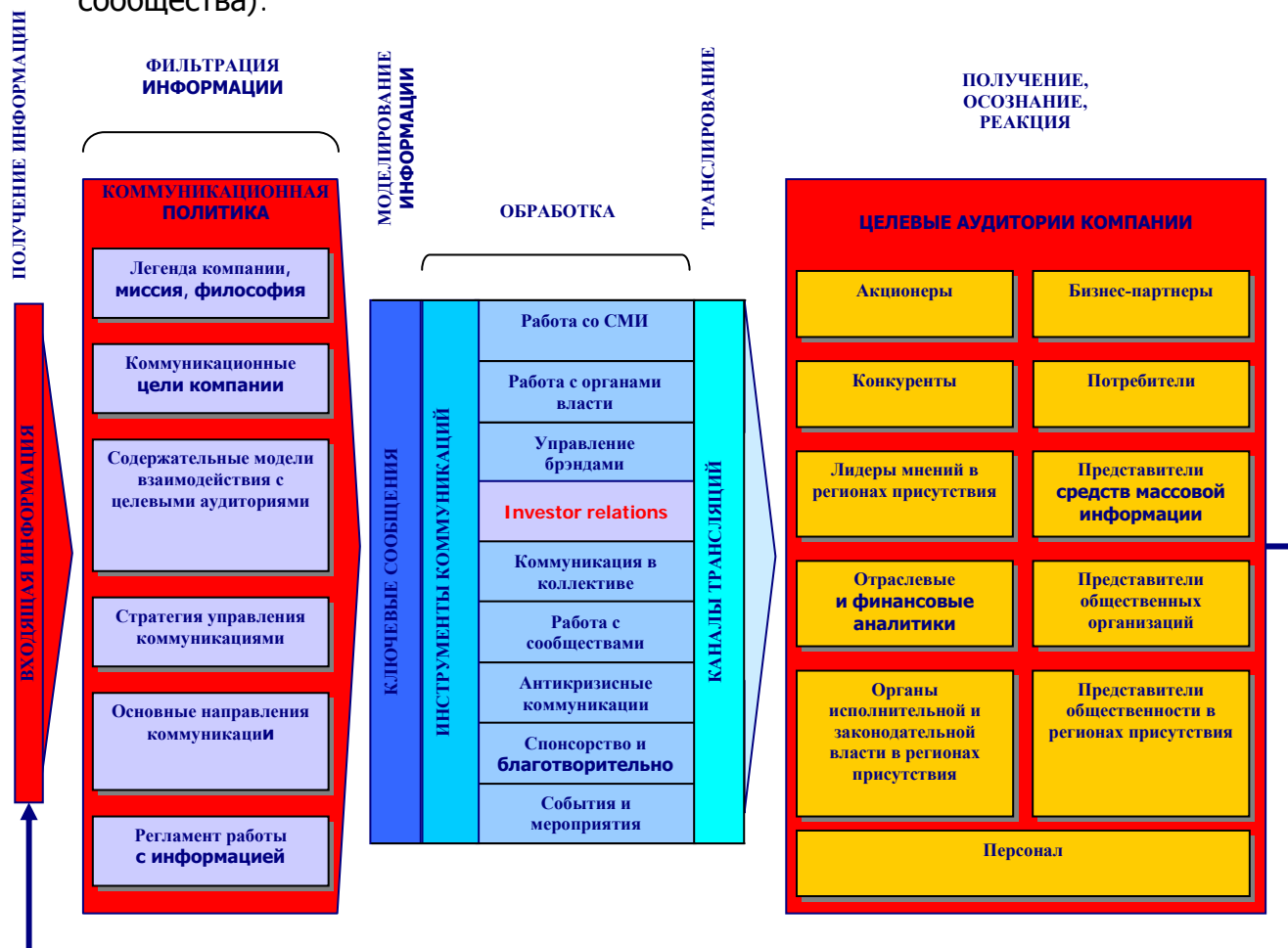


Рис. 2.2-1. Модель реализации коммуникационной политики
Источник: PR-агентство «Михайлов и партнеры», 2001

В рамках проектно-ориентированного управления коммуникаций (и IR в том числе) используется типичная система целей:

- Донесение основных положений корпоративной стратегии до целевых аудиторий и формирование позитивного отношения к данной стратегии.
- Формирование благоприятной среды для выполнения миссии компании и достижения её стратегических целей.
- Снижение влияния внешних рисков за счет реализации грамотной коммуникационной политики.
- Формирование образа эффективной, высоко конкурентоспособной, современной, финансово и информационно прозрачной международной компании, способной занять лидирующие позиции в своем секторе мирового рынка.
- Формирование образа компании, максимально привлекательной для инвесторов.
- Формирование образа лучшего работодателя для специалистов компании.
- Формирование образа компании, заботящейся об охране окружающей среды и соблюдении социально-культурных традиций во всех государствах и регионах, где она работает.
- Создание эффективной системы коммуникаций внутри компании и эффективной системы коммуникаций с внешним миром.
- Создание системы предупреждения и нейтрализации негативной информации о деятельности компании, а также системы работы в условиях кризиса.

Принципы коммуникационной политики являются основополагающим элементом содержательной модели работы с инвесторами в рамках проектов. Когда происходит разделение коммуникационного процесса по функциональным подразделениям (департамент маркетинга, департамент по связям с общественностью, департамент по взаимодействию с органами власти, департамент по связям с инвесторами и т.д.), то единственным связующим их элементом остается утвержденная на уровне совета директоров или исполнительного директората коммуникационная политика. Именно поэтому он должна быть кодифицирована, то есть, представлять собой документ, описывающий ее содержательные аспекты.

§ 2.3 **СОЗДАНИЕ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ**

IR-ПОДРАЗДЕЛЕНИЙ В КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

По мнению экспертов инвестиционного банка J.P. Morgan&Co., первоклассная работа по связям с инвесторами является исключительно требовательной задачей, т.к. инвесторы ожидают от отдела (департамента, управления) по связям с инвесторами решения достаточно обширного круга вопросов [2.4]:

- реагирование на информационные запросы;
- полное знание финансовых показателей;
- знание стратегических планов менеджмента;
- полное доверие высшего менеджмента;
- справедливое отношение к инвестиционному сообществу;
- своевременное распространение информации;
- одинаковый уровень детализации на схожие запросы.

По мнению экспертов международной консалтинговой компании McKinsey&Co. руководитель функции IR обычно подчиняется вице-президенту по стратегии или непосредственно первому лицу компании [2.5].

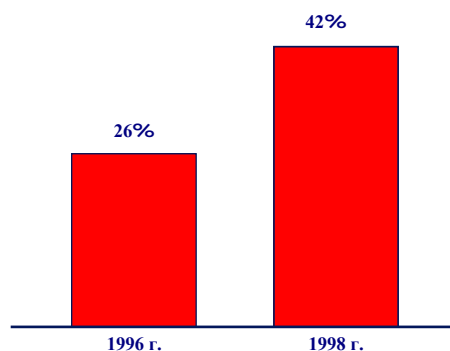


Рис. 2.3-1 Корпоративные отделы IR, подчиняющиеся генеральному директору, президенту или председателю правления
Источник: Investor Relations Magazine, 1999

С этими заключениями согласны и в J. P. Morgan&Co., где добавляют возможную комбинацию подчинения руководителя отдела по связям с инвесторами перед вице-президентом по финансам. И в качестве аргумента приводят результаты исследования National Investor Relations Institute.

Существует также несколько параметров, по которым происходит позиционирование связей с инвесторами внутри организации [2.4]:

- Только полностью информированный руководитель отдела по связям с инвесторами заслужит уважение аналитиков и институциональных инвесторов;
- Руководителю отдела по связям с инвесторами необходимо знать стратегические планы Совета Директоров (доступ на все заседания Совета, где обсуждается стратегия, а также свободный доступ к исполнительному и финансовому директорам);
- Успешные связи с инвесторами требуют, чтобы на уровне Совета Директоров было понимание и заинтересованность в отношениях с инвесторами;
- Развитие отдела по связям с инвесторами только снижает, но не заменяет участия высшего менеджмента в связях с инвесторами;
- Инвесторы и аналитики хотят иметь доступ к высшему руководству;
- Хорошие отношения с ведущими институциональными инвесторами и некоторыми аналитиками со стороны покупки («buy-side analysts») доказали свою высокую отдачу для высшего менеджмента;
- Чем лучше квалифицирован и информирован руководитель отдела по работе с инвесторами, тем больше поддержка для высшего менеджмента;
- Исполнительный и финансовый директора, а также вице-президент по стратегии должны посвящать значительное количество времени связям с инвесторами.

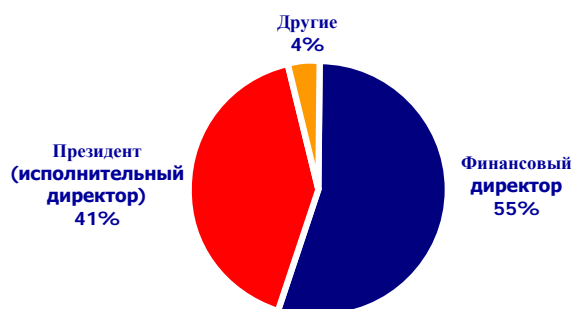


Рис. 2.3-2 Линии отчетности менеджеров по связям с инвесторами в США.
Источник: J. P. Morgan & Co, 2000/ National Investor Relations Institute, 1999

В качестве примера важности включения топ-менеджмента в IR-процесс можно привести исследование общей продолжительности времени, посвящаемого связям с инвесторами со стороны президентов зарубежных телекоммуникационных компаний [2.4]. Так президент MobilCom Герхард Шмидт уделяет 15-20% своего рабочего времени для связей с инвесторами, а также на PR-активность. Его коллега Роберт Кехлер из SGL Carbon - 15% своего времени, а президент Debitel Яшир Деривер – 10%. Лидерство по доле времени, уделяемого руководителями компаний IR-активности, держат топ-менеджеры американских корпораций и топ-менеджеры британских компаний с капитализацией менее \$1 млрд. (см. рис. 2.3-3).

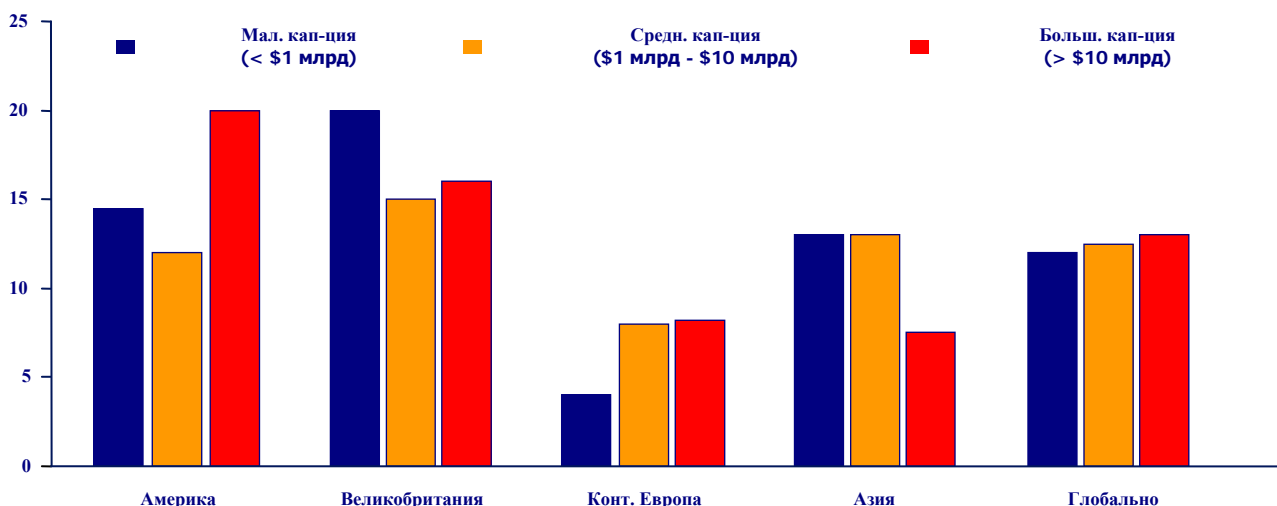


Рис. 2.3-3. Количество дней в году, которые исполнительный директор посвящает деятельности по связям с инвесторами (встречи с инвесторами, конференции и т.д.)

Источник: Investor Relations Magazine (Глобальное исследование, включая интервью со 150 IROs), Декабрь 1998

Практически все эксперты сходятся во мнении, что успех эффективного управления IR-процессом зависит от профессиональных качеств руководителя подразделения по связям с инвесторами, и от доверия к нему как со стороны топ-менеджмента компании, так и со стороны инвестиционного сообщества. Американские и английские компании более капитализированы, по сравнению европейскими или азиатскими конкурентами. Не последнюю роль играет в этом та позиция в компании, которую занимают руководители подразделений по связям с инвесторами. Так в США процент компаний, где руководитель IR-департамента является вице-президентом, превышает показатель 90%, а в Великобритании – 85%, а в тоже время в континентальной Европе только 50% (см. рис. 2.3-4).

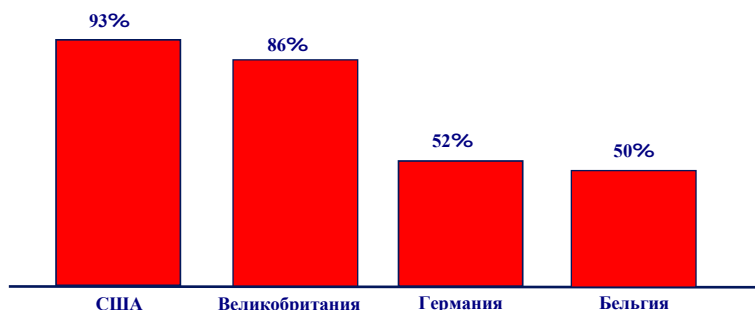


Рис. 2.3-4 Компании, в которых есть вице-президент по отношениям с инвесторами

Источник: NIRI; Edelman Financial; Déminor, 1999

По мнению менеджеров европейских инвестиционных фондов, в континентальной Европе практика отношений с инвесторами значительно уступает английской и американской, что выражается в удовлетворенности инвесторов, которая, в свою очередь, сказывается на уровне капитализации компании (см. рис. 2.3-5).

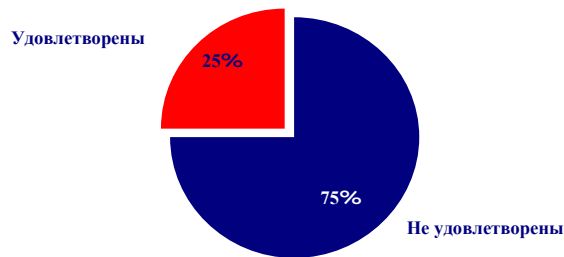


Рис. 2.3-5 Удовлетворенность немецких инвесторов качеством IR-информации
Источник: NIRI; Edelman Financial; Déminor, 1999

Если же говорить о доверии к руководителю подразделения по связям с инвесторами со стороны инвестиционного сообщества, то следует в первую очередь проанализировать прошлый опыт его работы. Мировая тенденция следует правилу того, что большинство руководителей IR-подразделений приходят на эту позицию из инвестиционных банков и других финансовых организаций.

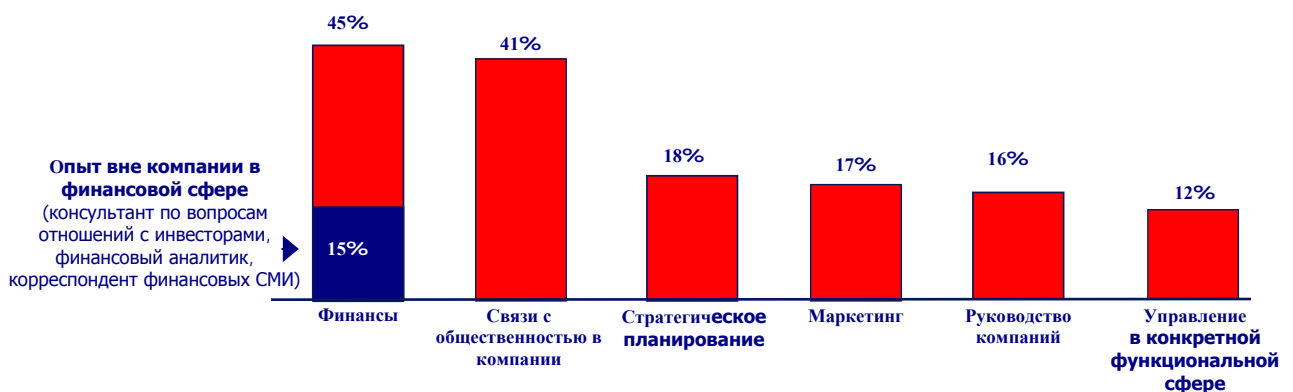


Рис. 2.3-6 Предыдущий опыт вице-президента по отношениям с инвесторами в американских компаниях.
Источник: National Investor Relations Institute, 1999

В российских компаниях, где начали серьезно относиться к собственной инвестиционной привлекательности, наблюдаются похожие тенденции [2.11]. В 2002 г. хедхантеры всерьез заинтересовались финансовыми аналитиками.

Финансовый аналитик - относительно новая для России профессия. Квалификация специалиста подтверждается международным документом «Сертифицированный финансовый аналитик» (Chartered Financial Analyst - CFA), который выдает Американская ассоциация по инвестиционному управлению и исследованиям (AIMR). По оценкам специалистов, на сертификацию в AIMR в России подают от 100 до 200 человек в год. С 2000 г. развивается конкурирующая квалификация «Сертифицированный международный инвестиционный аналитик» (Certified International Investment Analyst - CIIA), разработанная международными профессиональными организациями, объединяющими национальные инвестиционные сообщества 32 стран Европы, Азии и Латинской Америки. В России эту сертификацию с 2002 г. проводит Гильдия инвестиционных финансовых аналитиков (ГИФА).

Интерес к таким специалистам начали проявлять крупные холдинги. Тон задают нефтяные, металлургические и телекоммуникационные компании. Чтобы переманить финансовых аналитиков из инвестбанков, им предлагают повышение зарплаты до 40%. Если посмотреть на кадровые изменения в крупных российских компаниях, то можно увидеть, что команды, в задачи которых входит реструктуризация и особенно привлечение средств на западных рынках, формируются именно из специалистов

инвестиционно-банковского сектора. Вознаграждение руководителя службы IR прямо зависит от капитализации компании, что подтверждается данными исследований, проведенных журналом «Investor Relations» (см. рис. 2.3-7).

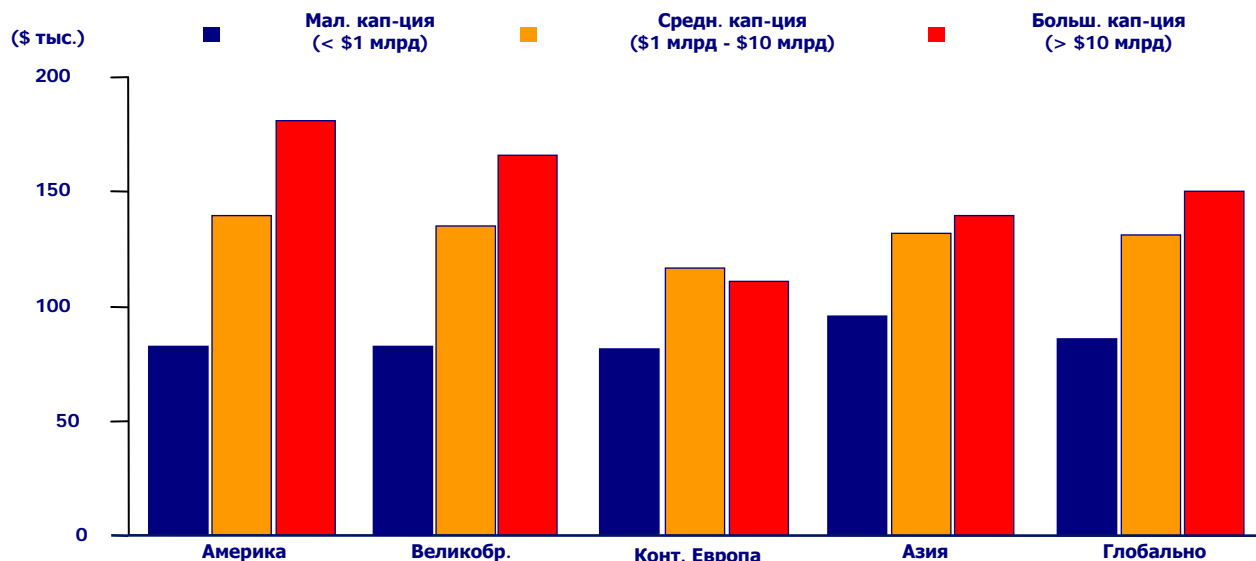


Рис. 2.3-7. Годовое вознаграждение руководителя отдела по связям с инвесторами
Источник: Investor Relations Magazine (Глобальное исследование, включая интервью со 150 IROs), Декабрь 1998

Во всех инвестиционных банках очень агрессивная среда и политика этих организаций нацелена на «зарабатывание». При этом до 50% дохода аналитиков - это бонусная составляющая. В России же, перейдя в корпоративный сектор, специалисты получают более стабильную и регламентированную работу. В более 90% случаев доход российских IR-специалистов не привязан к курсовой стоимости акций самой компании, что характерно для западных компаний (см. рис. 2.3-8). Но с развитием рынка акционерного капитала российских предприятий подобные схемы будут внедрены в практику работы отечественных компаний.

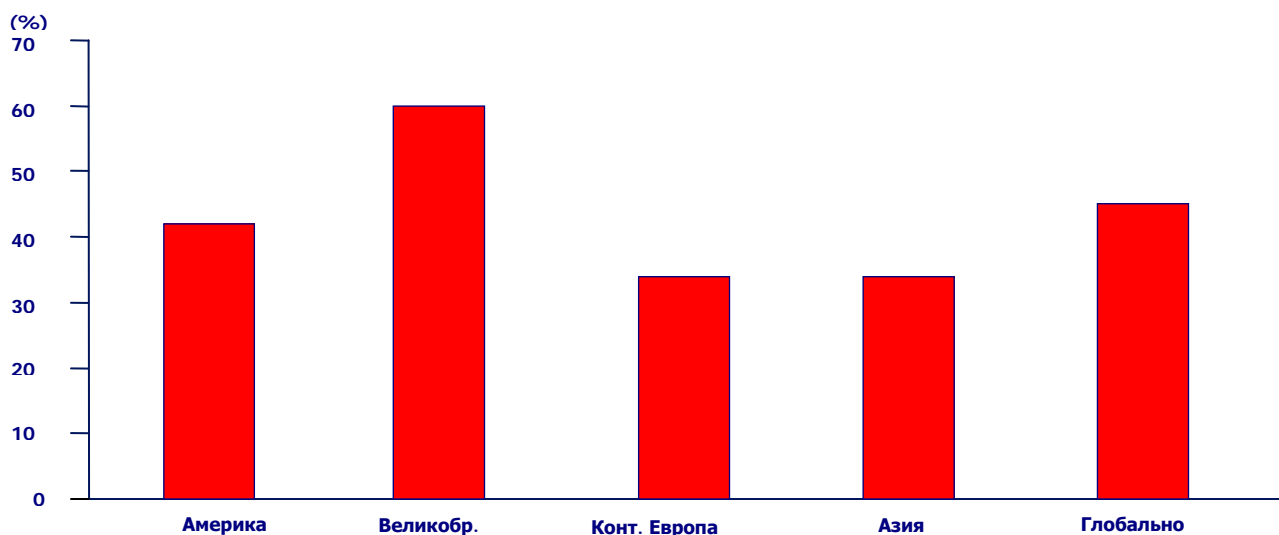


Рис. 2.3-8. Профессионалы по связям с инвесторами с оплатой, привязанной к курсовой стоимости акции
Источник: Investor Relations Magazine (Глобальное исследование, включая интервью со 150 IROs), Декабрь 1998

Руководитель IR-подразделения выполняет следующие функции:

1. *Руководит разработкой IR-стратегии компании и планированием мероприятий по ее осуществлению:*
 - Регулярно представляет топ-менеджменту предложения по IR-проектам и по деятельности, направленной на повышение инвестиционной привлекательности компании;
 - Руководит работой персонала IR-подразделения.
2. *Формирует отношения с инвесторами:*
 - Идентифицирует возможных партнеров компании (включая инвесторов), оценивает потенциал сотрудничества и выносит соответствующие предложения Совету директоров и высшему руководству;
 - Проводит переговоры с потенциальными инвесторами;
 - Осуществляет регулярные контакты с представителями потенциальных инвесторов (финансовые аналитики, рейтинговые агентства, инвестиционные банки, брокеры и т.д.);
 - Координирует разработку и внедрение единых приемлемых для западных инвесторов стандартов раскрытия информации;
 - Руководит проектами разработки и внедрения кодекса corporate governance в компании.
3. *Осуществляет внутрикорпоративную межфункциональную координацию мероприятий по осуществлению IR-стратегии компании:*
 - Согласовывает все внешние контакты высших руководителей компании с представителями стратегических партнеров, с потенциальными инвесторами и их представителями;
 - Иные контакты, включая контакты с финансовыми учреждениями и специализированными финансовыми СМИ в России и на Западе;
 - Участвует в принятии решений по распределению ресурсов компании на осуществление IR-стратегии.
4. *Координирует деятельность инвестиционного банка (финансового консультанта):*
 - Разрабатывает технические задания банку;
 - Проводит переговоры с руководителями банка и согласовывает график работ по IR-проектам;
 - Согласовывает смету расходов на осуществление работы с банком;
 - Контролирует и оценивает соблюдение банком договоренностей по срокам и качеству работы и подготавливаемых документов и мероприятий.

Успех IR-подразделения соответственно обеспечивают следующие факторы:

- Сегментирование финансового сообщества для использования различных методов работы, с учетом их различных ожиданий от компании-получателя инвестиций;
- Раскрытие финансовой информации, имеющей для инвесторов и финансовых аналитиков существенное значение;
- Использование передовых инструментов общения (коммуникационных инструментов) с выбранными группами инвесторов и финансовых аналитиков;
- Обеспечение и постоянное акцентирование внимание на соблюдении прав миноритарных акционеров;
- Де-юре и де-факто использование компанией передовых стандартов corporate governance;

- Максимальная открытость и своевременность в предоставлении финансовой и иной существенной информации (включая дивидендную политику);
- Обеспечение минимально приемлемого для инвесторов уровня ликвидности компании.

Что касается ассигнований на работу IR-подразделения, то данные по России закрыты, кроме одного факта: на протяжении 3 лет НК «ЮКОС» потратила \$300 млн. на комплексное приведение своей компании к международным стандартам ведения дел, в том числе и на построение эффективных отношений с инвесторами. Западные расходы на подобную деятельность являются открытыми (см. рис. 2.3-9).

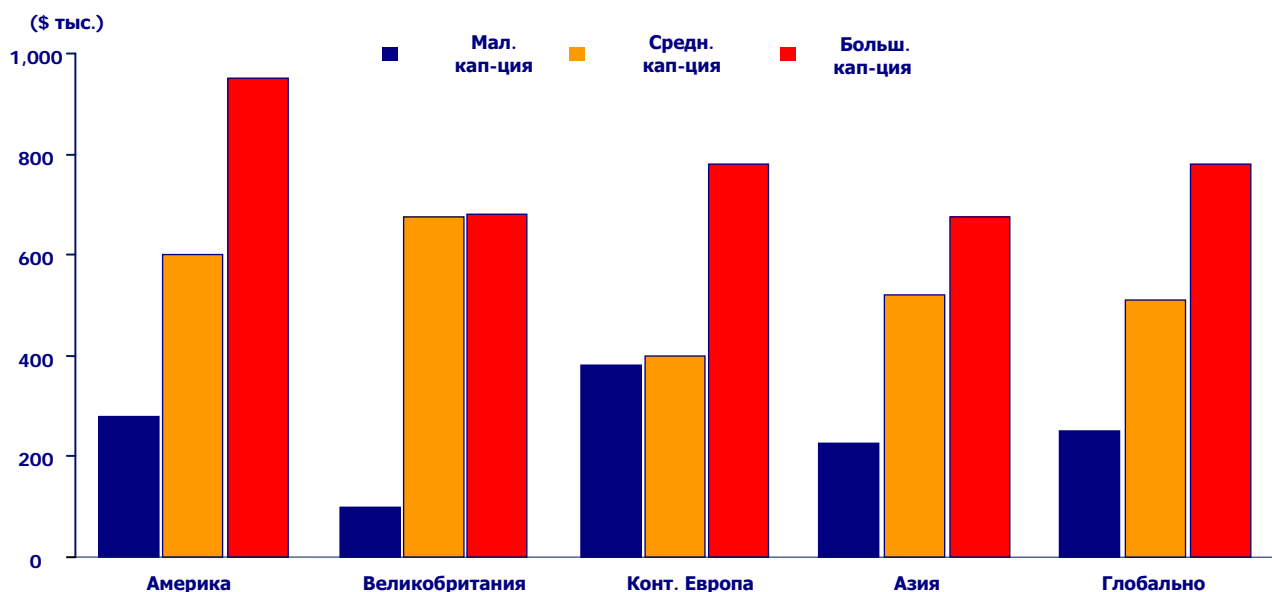


Рис. 2.3-9. Годовой бюджет отдела по связям с инвесторами
 Источник: Investor Relations Magazine (Глобальное исследование, включая интервью со 150 IROs), Декабрь 1998

Около 45 % общего бюджета расходуется на проведение годового собрания акционеров (см. рис. 2.3-10), посвященную ему пресс-конференцию и подготовку годового отчета. Оставшаяся сумма используется на встречи с инвесторами, работу с прессой и Интернет. При этом более половины руководителей увеличили расходы на Интернет, в частности, на трансляции в Сети собрания акционеров.

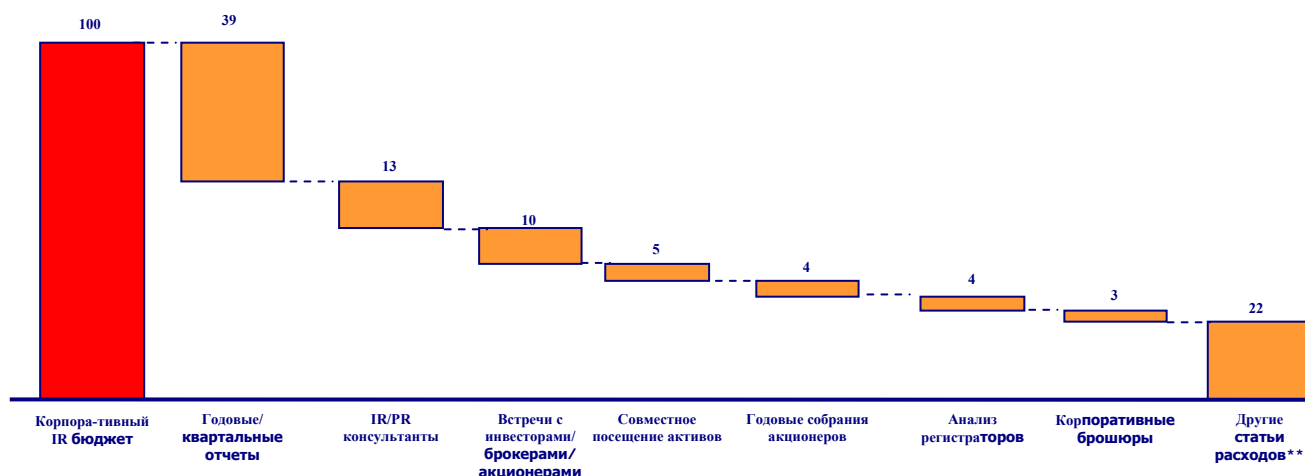


Рис. 2.3-10. Распределение бюджета функции отношений с инвесторами в %; 100% = £ 447,000*
 * - Средний бюджет на связи с инвесторами британских компаний с рыночной капитализацией свыше 10 млрд.
 ** - Включает посещение высшим руководством ключевых акционеров
 Источник: Investor Relations Magazine (Глобальное исследование, включая интервью со 150 IROs), Декабрь 1998

По данным исследования, проведенного в 2001 г. крупнейшим немецким агентством Kohtes Klewes в рамках исследования рынка IR, каждый третий финансовый аналитик принимает решения на основании не столько фактов, сколько внутренних ощущений. А каждый десятый – интуиции. В исследовании участвовали более 1000 аналитиков.

Для оценки компании аналитики предпочитают личные встречи и посещения предприятия, используют специализированные базы данных, печатные СМИ и Интернет. В качестве основных направлений работы с инвесторами для компаний, акции которых котируются на бирже, аналитики отметили постоянное присутствие в СМИ, формирование качественной информации о компании и наличие компетентного партнера в самой компании, который мог бы комментировать исходящую информацию [2.12].



Рис. 2.4-1. Источники информации – процент оценки «важно» для инвесторов Великобритании.
Источник: Citigate Dewe Rogerson, 1998 г.



Рис. 2.4-2. Источники информации – процент оценки «важно» для инвесторов США.
Источник: Citigate Dewe Rogerson, 1998 г.

Информация, полученная напрямую, является одним из ключевых источников для инвесторов Великобритании и США [2.13] на протяжении многих лет (см. рис. 2.4-1 и 2.4-2). Но взрывной рост он-лайн общения, создание новых компьютерных сетей привели к тому, что за 3 года использование Интернета возросло в 2,5 раза с 28 % в 1998 г. до 79% в 2001 г., и эта тенденция только усиливается. В то же время роль СМИ в формировании отношения инвесторов увеличилась в 4 раза с 21% до 80%.

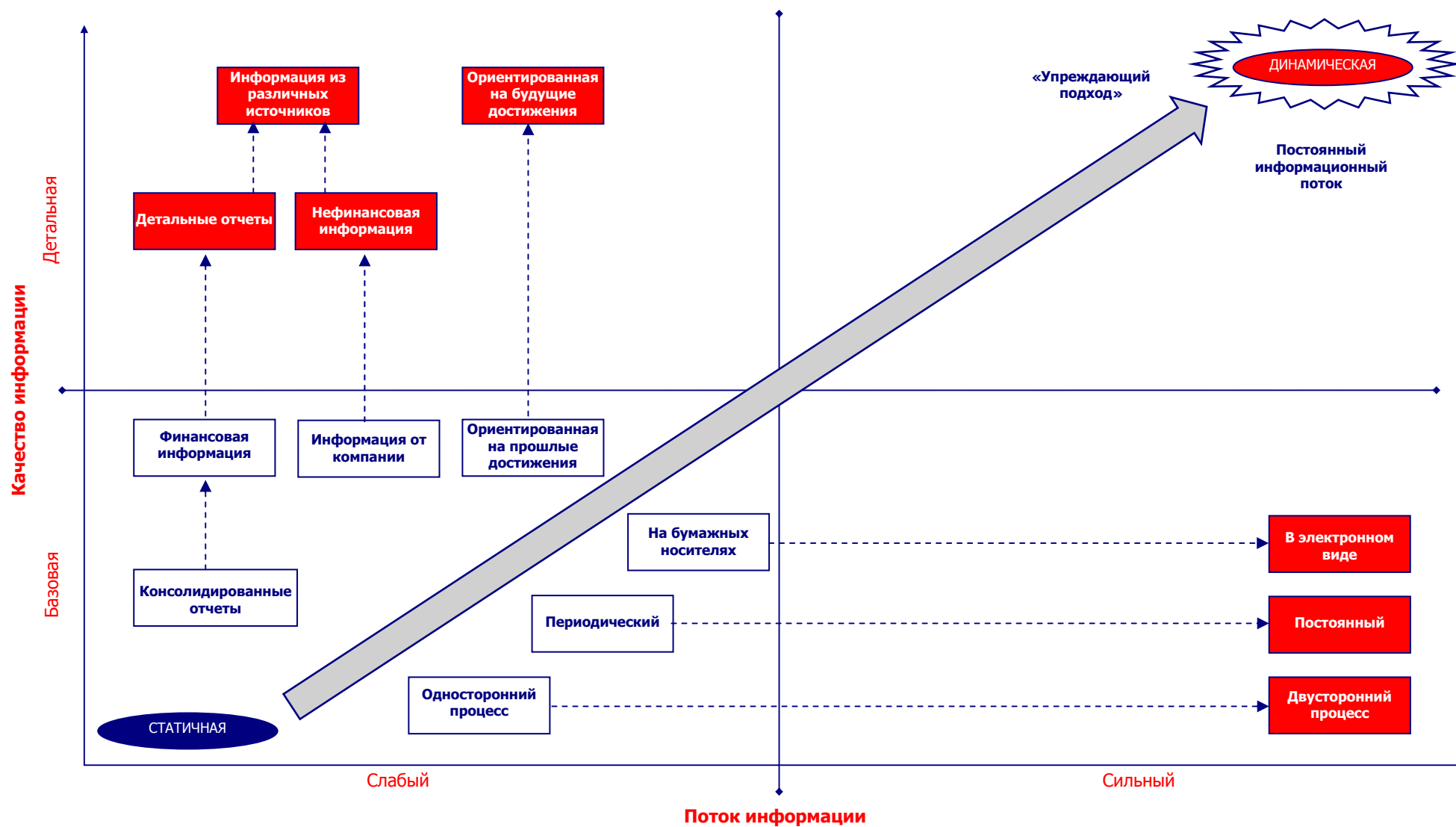


Рис. 2.4-4 Эволюция информационного потока во взаимодействии с инвесторами.
Источник: MCKinsey&Company, 2000

Все это признаки перехода от статической информации для инвесторов к динамической, где роль современных технологий становится ключевой (см. рис. 2.4-4).

Этот переход к динамической информации вызван тем, что простое раскрытие информации посредством финансовых отчетов и ежеквартальных конференций недостаточно эффективно. С каждым годом все больше компаний выводит различные инструменты на мировые фондовые рынки. Для компании становится все сложнее заявить о себе и быть «услышанной» в финансовом мире. Это сравнимо с существующим изобилием на потребительском рынке, когда каждый продукт имеет порядка 15 конкурентов, и все они вместе размещены на торговых полках. И менеджеры продуктов делают все, чтобы их товар был замечен покупателем. То же самое можно сказать и о финансовых инструментах компании. Если спрос на них будет низкий, то это может поднять норму стоимость обслуживания долга или снизить объем продаж на рынке акционерного капитала.

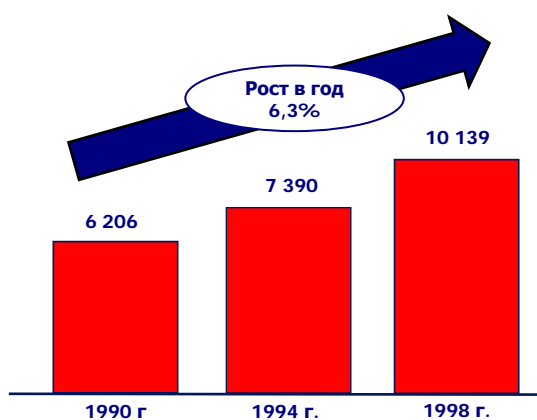


Рис. 2.4-3 Количество компаний, котирующихся на Нью-Йоркской, Парижской, Лондонской, Швейцарской и Немецкой фондовых биржах.
Источник: MCKinsey&Company, 2000

На международном финансовом рынке (см. рис. 2.4-3) котируется около 15 тысяч компаний. Ежегодно каждая компания выпускает в среднем 2 отчета о своей деятельности. В общей сложности это составит порядка 30,000 отчетов, которые финансовые аналитики по разным функциональным направлениям вынуждены исследовать. И если отчет не ответил на интересующие вопросы, то у аналитика есть всего несколько минут, чтобы обратиться к web-сайту компании за дополнительной информацией. Если и здесь информация не будет получена, то компания просто перестанет интересовать аналитиков, их внимание переключится на других эмитентов, более ориентированных на инвесторов. С развитием процессов глобализации компаний, которые желают получить финансирование, с каждым годом становится все больше.

Если говорить о России, то исследование, проведенное в 2002 г. инвестиционной компанией «Тройка Диалог», показывает, что информационная ценность Интернет-сайтов 60 крупнейших российских компаний, суммарная капитализация которых равна 95% капитализации всего российского фондового рынка, остается крайне низкой. Так 92% этих компаний имеют Интернет-сайт, но лишь у 22% сайт имеет высокую информационную ценность [2.14]. Что же касается других коммуникационных инструментов взаимодействия с инвесторами, то говорить о какой-либо системности предоставления информации пока просто не приходится.



Рис. 2.4-5 Руководители компании располагают набором возможных инструментов взаимодействия с инвесторами, из которых необходимо выбрать наиболее эффективные
Источник: MCKinsey&Company, 2000

Опыт зарубежных стран показывает, что персональные встречи и телефонные переговоры высших руководителей с инвесторами и представителями финансового сообщества являются основными инструментами IR-стратегии.

	Европа	Великобритания	США
Персональные встречи	* * * * *	* * * * *	* * * *
Телефонные переговоры с финансовым сообществом	* * * *	* * * *	* * * * *
Представление годовых отчетов	* * *	* *	*
Пресс-релизы	* *	-	* *
Презентации	*	* * *	-

Табл. 2.4-1. Ключевые IR-действия по количеству времени (среди компаний с капитализацией выше \$1 млрд.)
Источник: IR Magazine, 2000

ГЛАВА 3.

ПРОЕКТНО-ОРИЕНТИРОВАННОЕ УПРАВЛЕНИЕ РАЗВИТИЕМ ОТНОШЕНИЙ С ИНВЕСТОРАМИ В КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

§ 3.1 МИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И РОССИЙСКАЯ СПЕЦИФИКА ПОСТРОЕНИЯ СИСТЕМ УПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЕМ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ

По мнению аналитиков Hermitage Capital Management [3.1], в компании должно существовать профессионально подготовленное подразделение, которое понимает информационные потребности инвесторов и участников рынка, готово ответить на их вопросы и вести проектную (то есть, про-активную, «наступательную») коммуникацию с ними, ориентированную на достижение целей.

Тем не менее, только и исключительно IR-деятельность не может гарантировать полное соблюдение прав инвесторов, в первую очередь права на полную информацию о компании. В качестве примера можно привести подразделение по развитию связей с инвесторами компании Enron, которое было одним из лучших на рынке, что привело к очень позитивной оценке работы компании инвесторами. В 2001 г. журнал Fortune в своем исследовании «Global Most Admired Companies» поставил Enron на 25-е место в списке наиболее уважаемых компаний в мире, а газета Financial Times в «World's Most Respected Companies» отвела Enron 4-е место среди энергетических компаний. В распоряжении изданий и экспертов, которых они опрашивали, был максимум информации, ведь американские публичные компании предельно прозрачны [3.2]. Сами IR-специалисты очень профессионально транслировали информацию о компании, не подозревая о финансовых махинациях как функциональных топ-менеджеров по финансам, так и президента Enron.

Российская тенденция в области взаимоотношений с инвесторами, говорит о том, что для отечественных компаний построение системных Investor Relations является первоочередной задачей. Многие руководители компаний не знают, как подойти к ее решению.

Во-первых, у самих топ-менеджеров нет четкого понимания, как нужно позиционировать компанию и представлять ее различным группам инвестиционного сообщества, какие действия в области IR необходимо произвести для конкретной компании. Иногда частные закрытые акционерные общества демонстрируют потрясающую инвестиционную прозрачность, хотя в горизонте 3-5 лет не собираются становиться публичными компаниями. И наоборот, некоторые публичные компании очень непрозрачны (Газпром, Сбербанк и т.д.) (см. Приложение 3). Менеджеры внедряют IR-технологии без системного понимания роли и места Investor Relations в стратегии компании. Зачастую созданные в последние 2-3 года подразделения по работе с инвесторами являются прикрытием пробелов во всей инвестиционной политике компании. В качестве примера, по мнению аналитиков Hermitage Capital Management, можно привести службу Investor Relations в ПАО ЕЭС России, которая отличается хорошо поставленной работой, но до качественного корпоративного управления самой компании еще очень далеко [3.1].

Во-вторых, топ-менеджеры не могут получить от инвестиционного сообщества четкого и взвешенного ответа на то, какой должна быть компания на конкретном этапе своего развития. Каждый инвестор, аналитик или какая-то группа инвестиционного сообщества пытается донести до руководства собственное видение параметров инвестиционной привлекательности компании. Эта системная проблема «неопределенности» внешней среды усугубляется тем, что помимо форм, требуемых законодательством, компания зачастую не может представить информацию о своей деятельности в прозрачном и понятном для инвесторов виде. А это вызывает разное восприятие компании и затрудняет для инвесторов определение того, что точно требуется на данном этапе развития.

Помочь в решении этих проблем может только правильно поставленная работа IR-подразделения. С одной стороны, стороны менеджмента, IR-специалистам должно оказываться большее доверие, их деятельность должна быть включена в систему стратегического менеджмента компании, подразделение по связям с инвесторами должно иметь право оказывать влияние на политику и деятельность других подразделений (финансы, корпоративное управление, PR). Эти департаменты, в свою очередь, должны иметь возможность использовать IR для трансляции инвестиционному сообществу целостной информации о процессах, происходящих в компании. С другой стороны, стороны инвестиционного сообщества, IR-отделу должны доверять участники рынка и использовать его для передачи собственного видения напрямую руководству компании.

Для российского бизнеса на его нынешней стадии развития IR должен представлять такую систему управления, которая является своего рода двусторонним фильтром, канализирующим внутрикорпоративный информационный поток, структурируя информацию согласно принципам корпоративной стратегии компании и четко распределяющим информацию конкретным целевым группам инвестиционного сообщества. Получаемые в ответ хаотические запросы систематизируются согласно выбранной стратегии развития компании и транслируются по конкретным адресатам корпоративных подразделений.

При этом IR-подразделение должно участвовать в корректировке двух своих базовых концепций – стратегии развития компании и принципов коммуникационной политики.

Эта система подразумевает наличие компонентов стратегического менеджмента и успешно реализованного проекта комплексной реструктуризации системы управления компанией. Формирование полноценно работающей IR-службы должно проходить в рамках проектно-ориентированного управления реструктуризацией всей системы взаимоотношений «компания - инвестор (акционер)». Т.к. реструктуризация затрагивает деятельность нескольких подразделений компании, то цельное и непротиворечивое изменение системы возможно только в рамках мультипроектного управления, когда из одного центра (проектная команда из сотрудников различных подразделений) по единым стандартам и параметрам происходит управление несколькими разноплановыми проектами, имеющим в совокупности общую цель. Только в этом случае имеет смысл говорить о высокой эффективности работы компании с инвесторами. Сегодня такие системы редкость. По мнению аналитиков банка «Зенит» [3.1], сегодня в российских компаниях практика IR «ограничивается службой по технической работе с имеющимися акционерами».

С этими утверждениями согласны и специалисты фонда Clariden Russia Equity Fund [3.1]. Они подтверждают, что идея создания департаментов Investor Relations довольно нова для менеджмента российских компаний. По их мнению, уже само движение в этом направлении является сильным позитивным фактором. Однако отмечают, что менеджмент либо не имеет четкого понимания функций и роли, выполнение которых они хотят поручить своим департаментам IR, либо их взгляд на функции Investor Relations в корне отличается от взгляда инвесторов. Иногда функции Investor Relations выполняются департаментами экономики или департаментами ценных бумаг. В этом случае Investor Relations для них не являются ни приоритетом, ни четкой задачей. Не во всех западных компаниях работа служб Investor Relations может служить примером для подражания, однако обычно их деятельность самостоятельна и структурирована.

Представители Vontobel Eastern Europe Equity Fund отмечают улучшение качества работы служб Investor Relations в российских компаниях, начиная с 2001 г. Однако самим компаниям все еще недостает прозрачности. Это связано с проблемой участия собственников в управлении. Переход управления от собственника к наемному менеджеру в значительной степени исправляет ситуацию, так как сам собственник начинает нуждаться в объективной и полной информации, которую уже не может получать как руководитель. В качестве примера, подтверждающего этот тезис, можно привести опыт компании «Вымпелком» [3.3], собственник и глава которой Дмитрий Зимин оставил в 2001 г. пост председателя правления, и передал управление наемному менеджеру, который представлял интересы некогда миноритарного акционера – норвежского телекоммуникационного холдинга Telenor. Этому предшествовало кардинальное изменение структуры акционеров, ни один из которых не владеет контрольным пакетом акций. С этого момента «Вымпелком» претерпел заметные изменения в сторону большей прозрачности.

§ 3.2 ТИПОЛОГИЯ УПРАВЛЕНИЯ IR-ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ В КРУПНОЙ РОССИЙСКОЙ КОМПАНИИ (оперативное, операционное и проектное управление)

Основная характеристика управления развитием связей с инвесторами – это управление *в условиях крайней неопределенности*, которое исходит из сущности объекта, которым осуществляется проектно-ориентированное управление при помощи технологий IR.

Вся методология развития связей с инвесторами направлена на формирование и управление коммуникационными инструментами, влияющими на мнение *групп* инвестиционного сообщества. Т.е. объектом управления является группа людей, которая выключена в процесс обмена информацией по определенному кругу вопросов своей компетенции, до которой доносится определенное сфокусированное послание («message»). От команды IR-специалистов требуется сформировать определенный пул коммуникационных инструментов (личные переговоры, презентации, прямая рассылка, СМИ и т.д.), чтобы качественно транслировать необходимое послание. Получив информацию, представитель целевой аудитории проводит ответные действия (реакция на информационное воздействие), которые основаны на его отношении к исходному субъекту. Реакция и действия объекта зависят от *экономических* (финансовых) и *внеэкономических* (психологических, социальных, коммуникативных, культурных и т.п.) факторов, влияющих на формирование отношения объекта управления к субъекту. Как уже отмечалось в

исследовании международной консалтинговой компании Ernst&Young, нефинансовые активы в стоимости производственных компаний имеют до 43% веса (см. § 1.3). Рыночная стоимость отличается от бухгалтерской на величину нематериальных активов. То же исследование говорит, что в принятии решений управляющими в области инвестиций нефинансовая информация имеет до 35% веса. Так как действия в последнем аспекте лежат в области общественного мнения, которое не поддается формальному управлению, то и данная неопределенность возможных промежуточных результатов вынуждает IR-коммуникаторов работать в условиях крайней неопределенности.

Эта универсальная модель коммуникационного менеджмента является одной из сложнейших моделей управления. В классических производственных, строительных проектах, где четко определены все параметры (сроки, ресурсы, промежуточные результаты) и стабильна внешняя среда, доля изначально планируемых работ составляет до 90%, а остальные 10% представляют собой корректировки ошибок менеджмента или персонала в течение срока его реализации. Но в случае с *IR-коммуникацией* детальное комплексное планирование деятельности и проектов иногда представляется возможным, но точно определить результат от усилий компании в области инвестиционной привлекательности затруднительно. В борьбе за право распоряжаться инвестиционными ресурсами часто нужно учитывать действия конкурентов, которые возможно ведут активные действия по увеличению инвестиционной привлекательности, а также тенденции развития рынка, отрасли, страны и мировой экономики. Поэтому управляющие коммуникационным IR-проектом часто обозначают основные направления деятельности по достижению цели проекта, команда планирует основной набор мероприятий, но их реализация часто не может быть четко спланирована: на каждое действие команды проекта приходит «ответ», он анализируется, после чего командой снова предпринимаются определенные шаги. Коммуникация по определению носит *двусторонний* характер, поэтому «прописать» заранее взаимосвязи между направлениями бывает просто невозможно, так как один результат инициирует несколько незапланированных работ по разным направлениям, а одно и то же действие приводит к различным реакциям различных целевых аудиторий и групп. Это касается и форматизированных проектов вывода облигаций или акций.

Часто достижение приемлемых целей IR-проекта возможно лишь за счет проведения регулярного целенаправленного воздействия на объект управления, когда на протяжении определенного времени представителю целевой группы постоянно напоминают (при помощи разных по форме, но единых по смыслу «посланий») о какой-либо идее или информируют о развитии той или иной ситуации.

В начале становления российских компаний, когда сами компании часто не имели четкой стратегии собственного развития, объекты внешней среды находились в условиях хаотичного развития и не были четко структурированы. Функции IR-специалистов выполняло высшее руководство или специалисты финансового блока компаний, часто действуя только в оперативном режиме («воздействие-реакция»). Это происходило в моменты обострения конфликтов акционеров, в условиях потенциального банкротства или получения какого-либо источника финансирования. Сразу после решения этих задач о взаимоотношениях с инвесторами просто «забывали» до следующей непредвиденной ситуации. При таком подходе говорить о применимости методов проектного менеджмента не приходилось. С развитием внутрифирменного управления в крупных российских компаниях, снижением

факторов неопределенности внешней среды, влияющих на развитие бизнеса, и с увеличением прозрачности деятельности стало возможным перейти от примитивных моделей управления коммуникацией к более совершенным, предусматривающим интеграцию коммуникационной деятельности в бизнес-процессы и в программы развития компаний на основе проектно-ориентированного управления. Тем более что IR-деятельность уже может быть измерена в виде изменений стоимости компании или ставок заимствования, определявших успех того или иного IR-проекта.

Взаимосвязи различных областей знаний об управленческой деятельности в сфере развития связей с инвесторами в крупных российских компаниях можно описать следующей схемой (см. рис. 3.2-1).

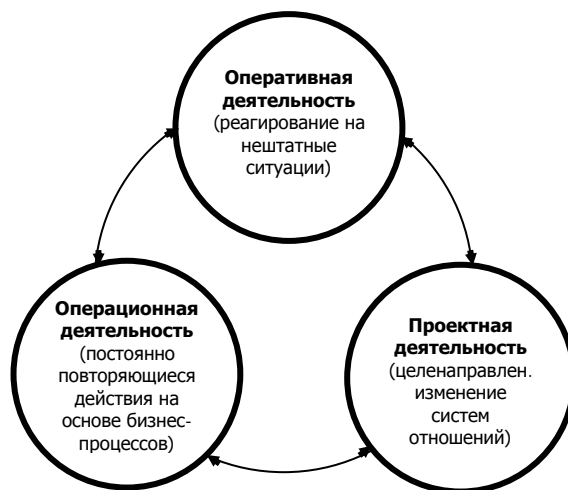


Рис. 3.2-1. Взаимосвязи различных областей знаний об управленческой деятельности в сфере развития связей с инвесторами.
Источник: Схема составлена автором на основе Project Management Body of Knowledge, 1996 [3.4] и Мескон М.Х., Альберт М. Хедоури Ф. Основы менеджмента, 1997 [3.5]

Оперативная деятельность – характеризует процесс управления развитием связей с инвесторами, который основан на оперативном реагировании на различные незапланированные изменения, как внутренней среды организации, так и внешней.

Практические примеры:

- реагирование IR-службы на кризис в мировой отрасли;
- реагирование IR-службы авиакомпании на катастрофу своего самолета;
- комментарии IR-службы на мероприятия по изъятию из торговой сети бракованного продукта компании;
- разъяснение позиции руководства в относительно возникшего конфликта с миноритарным акционером;
- оперативное реагирование на неэтичные действия конкурентов (контратаки в «информационных войнах»);
- реализация поступившего предложения об участии руководителя компании в телевизионной программе;
- и т.п.

Операционная деятельность – постоянно повторяемые циклические действия, направленные на обеспечение регулярного транслирования информации от компании к целевым группам инвестиционного сообщества. Как правило, такая деятельность поддается формализации путем перевода ее на методологию бизнес-процессов и встраиванием их в бизнес-модель организации.

Практические примеры:

- выпуск и рассылка годового и квартальных отчетов;
- организация регулярных встреч и презентаций руководства с инвесторами, аналитиками и представителями других целевых групп;
- информационное присутствие в специализированных СМИ: регулярное информирование СМИ о происходящих в компании событиях через пресс-релизы, информационные сообщения, организацию интервью и брифингов руководства;
- развитие отношений с аналитиками: организация бизнес-ланчей с руководством компании, организация бизнес-туров на предприятия компании;
- ведение (обновление) Интернет-сайта компании;
- регулярный мониторинг российских центральных и региональных, а также зарубежных СМИ и других каналов прохождения финансовой информации;
- и т.п.

Проектная деятельность – характеризуется качественным изменением системы развития связей с инвесторами, которая позволит развивать отношения на новом уровне взаимодействия и сформировать для компании более благоприятную среду ведения бизнеса. Также проектная деятельность характеризуется такими признаками как ограниченность деятельности во времени, неповторимость, ограниченность требуемых ресурсов для осуществления проектной деятельности, комплексность и специфическая организация этой деятельности.

Практические примеры:

- разработка и внедрение кодекса корпоративного управления;
- информационное обеспечение процесса слияния /реструктуризации/покупки компании;
- обеспечение выхода компании на различные рынки капитала (кредиты, облигации, акции);
- и т.п.

Такое деление сфер областей знаний об управленческой деятельности в области IR характерно для всех крупных российских компаний, но, в зависимости от формы собственности и этапа развития самой организации, формируется и специфика управления коммуникативной IR-деятельностью.

Важно также заметить, что процентное соотношение между типами управленческой деятельности в области IR имеет прямую зависимость от текущей стадии развития организации. Чем выше нестабильность и неопределенность как внутренней, так и внешней среды, тем более высок процент действий, носящих оперативный характер. Это особенно характерно для зарождающихся компаний. Если компания, получив определенную долю рынка, претендует на значительные финансовые ресурсы и усиление динамики своего развития, то доля проектного управления возрастает – компания находится в стадиях формирования и роста. Когда компания удовлетворена своим положением на рынке и не видит перспектив экстенсивного развития – она начинает искать резервы за счет оптимизации и интенсификации своей деятельности, что ведет к увеличению доли операционного управления, путем систематизации своих взаимоотношений с различными типами инвесторов (см. рис 3.2-2).

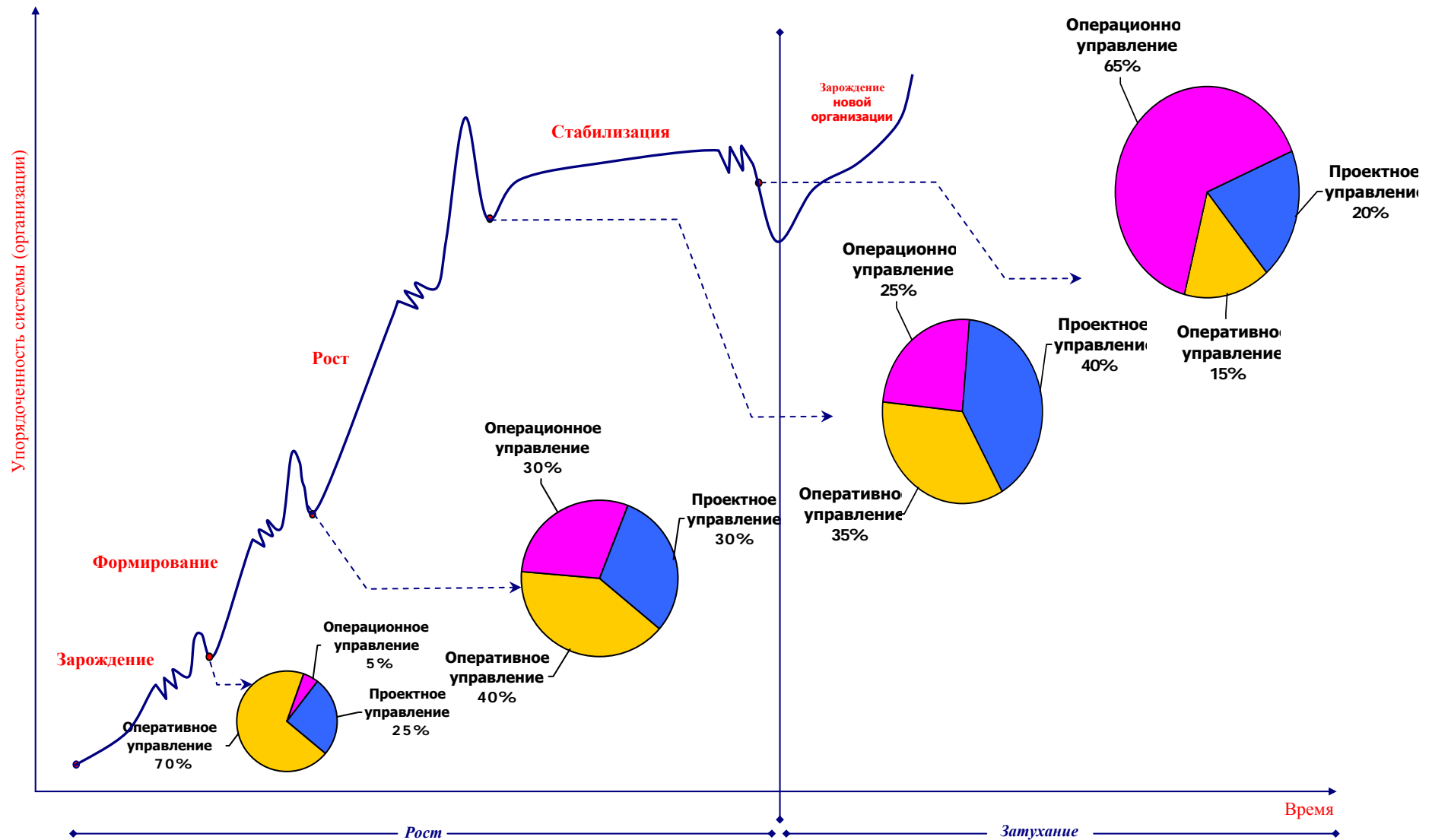


Рис. 3.2-2. Динамика изменения типа управленческой деятельности в области развития связей с инвесторами в крупных российских компаниях в зависимости от фазы жизненного цикла организации по теориям Адизеса (Adizes), Крегера (Kroeger) и Штайнметца (Steinmetz).
 Источник: Данная модель составлена автором на основе источников 1.8-1.12.

Необходимо отметить, что большинство крупнейших компаний России находятся на стадиях формирования и роста, поэтому наиболее актуальной проблемой становится внедрение методов проектно-ориентированного управления, направленных на формирование целостных систем взаимоотношения с инвесторами (систем оперативного и операционного управления, которые могли поддерживать отношения с инвесторами на регулярной основе).

Продолжением корреляции типологии управленческой деятельности в области Investor Relations с фазами жизненного цикла организации может считаться приведенная ниже характеристика IR-деятельности в компании на разных этапах ее развития (экспертная оценка автора):

Зарождение

- Функции IR принадлежат высшему руководству или функциональному менеджеру в области финансового менеджмента, многие работы производит PR-служба или даже рекламная служба;
- «Информационные войны» с акционерами как результат противостояния существующих и новых участников за право контролировать предприятие;
- Информационная непрозрачность – главный фактор сохранности бизнеса от внешних посягательств;
- Отсутствует системность информационной работы (разноплановая деятельность с различными целевыми аудиториями) – диктуется краткосрочными потребностями предприятий;
- Отсутствует функциональная специализация (одно PR-подразделение – множество коммуникативных функций, в том числе Investor Relations, government relations, employee relations, consumer relations и т.д.);
- Коммуникативная деятельность носит тактический характер;
- Никто не отвечает за конечный результат – только за локальный;
- Ведется работа только с наиболее актуальной в данный момент информацией – остальная теряется;
- Реализуются только локальные и краткосрочные IR-проекты, направленные только на достижение конкретных финансовых результатов (получение кредитов по залог активов), их, в основном, делают на основе аутсорсинга банки-консультанты.

Формирование

- Структура собственников стабильна, отсутствуют корпоративные конфликты и компания управляется собственниками или лояльными наемными менеджерами;
- Потребность в «точечном» информировании заинтересованных целевых аудиторий о видении, стратегии и планах развития компании, т.е. каждой аудитории нужно передать одну и ту же информацию, но с разными акцентами и трактовками;
- Формируется функциональная специализация коммуникационной деятельности компании (по уровням: тактическая, оперативно-тактическая и стратегическая; по видам: IR, GR, ER, CR и т.д.);

- Формируется система управления информацией (создание и внедрение бизнес-процесса трансляции информации различного уровня, типологии и характера до различных целевых аудиторий);
- Выстраивается организационная структура, обеспечивающая функционирование бизнес-процессов управления внешними связями компании, в т.ч. и IR;
- В компании правовые внедряются механизмы сохранности инвестиций (корпоративное управление, институт независимых директоров);
- Транспарентность как главный фактор инвестиционной оценки и конкурентоспособности в борьбе за внешнее финансирование;
- Создается инфраструктура для реализации средних по размеру IR-проектов и среднесрочных программ (в основном вывод еврооблигаций и получение крупных синдицированных кредитов, не исключая при этом выхода на международный публичный рынок);
- IR-работы в проектах ведутся на паритетных началах с банки-консультанты и банки-андеррайтеры;
- Начало установлений системных отношений с различными группами инвестиционного сообщества.

Рост

- Опора на инвесторов – главный фактор успешной реализации задуманной стратегии наемным менеджментом;
- Созданные механизмы контроля деятельности менеджеров в интересах собственников и акционеров;
- Переход от узконаправленных коммуникативных IR-проектов к единому интегрированному подходу – к коммуникационному менеджменту, основанному на стоимостной идеологии бизнеса;
- Комплексное ведение репутационного менеджмента компании по всем функциональным направлениям – идеологическая основа на единой коммуникационной политике;
- Переход от функциональной PR-деятельности к процессуальной – слияние нескольких выстроенных локальных бизнес-процессов в единый интегрированный процесс управления связями с инвесторами (управление стратегией ⇒ управление финансами ⇒ корпоративное управление ⇒ управление связями с инвесторами);
- Возможность реализовывать интегрированные программы развития связей с различными аудиториями (публичное размещение акций на международных фондовых рынках; продолжительность программ может достигать 2-3 лет);
- IR-работы в проектах ведутся в основном подразделением по связям с инвесторами, а банки-консультанты и банки-андеррайтеры выполняют техническую работу;
- Компания готова для работы со стратегическими инвесторами.

Необходимо отметить, что крупнейшие компании России находятся на стадиях формирования и роста, которые могут быть пройдены только к 2004-2008 гг. Среди компаний, которые подходят к 2003 г. окончанию фазы формирования, по

экспертной оценке автора, можно назвать «ЮкосСибнефть», «ТНК-ВР», МТС, «Вымпелком», WBD и «ЛУКОЙЛ». Большинство этих компаний провели комплексные реструктуризации своей деятельности, у них сформирована четкая сфокусированная стратегия развития и решен вопрос о финансировании своей деятельности (иностраный акционер, значительный поток cash flow, дешевые инвестиционные ресурсы долгового рынка) на этапе роста. Как правило, этот процесс приводит компанию к формированию комплексной программы стратегического развития, где интегрированно объединены проекты по различным функциональным направлениям.

§ 3.3 ПРОЕКТНО-ОРИЕНТИРОВАННОЕ УПРАВЛЕНИЕ РАЗВИТИЕМ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ КАК СОСТАВНАЯ ЧАСТЬ УПРАВЛЕНИЯ ПРОГРАММОЙ СТРАТЕГИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ КРУПНОЙ РОССИЙСКОЙ КОМПАНИИ

Крупные российские компании, вышедшие на фазу роста, имеют, как правило, 5-ти летнюю программу стратегического развития. Основной блок этих программ посвящен модернизации/расширению производства и экспансии на существующие и новые рынки. Для четкой реализации этих стратегических мультипроектов требуются значительные финансовые ресурсы. В параграфах 1.3 и 1.4 данного исследования было доказано, что финансирование масштабных инвестиционных проектов целесообразней вести за счет внешнего финансирования. Подразделения корпоративных финансов компаний оценивают возможные внешние источники (долговой и акционерный рынок, стратегический инвестор) и иницируют проекты по получению этих средств. Для компании важно, чтобы ресурсы для реализации главных блоков стратегической программы приходили в нужные сроки и без задержек. Также важно, чтобы инвесторы на протяжении всего жизненного цикла программы стратегического развития могли адекватно оценивать текущее положение дел в компании и даже в случае неблагоприятного изменения конъюнктуры отрасли не ухудшили финансового положения компании (досрочное погашение облигаций, замораживание траншей синдицированных кредитов, продажа крупного пакета акций конкурирующим структурам и т.д.) и не поставили под угрозу выполнение всей программы стратегического развития.

Поэтому, в программу стратегического развития компании составным элементом требуется включать комплексную программу развития связей с инвесторами, построенную на принципах интегрированного проектного-ориентированного управления следующими мультипроектами (см. рис. 3-3-1):

- проекты, направленные на **создание организационной инфраструктуры управления развитием связей с инвесторами** (моделирование структур, необходимых для успешной работы с инвесторами в рамках программы стратегического развития, создание IR-подразделений, включение их в бизнес-процессы компании, внедрение методов и инструментов управления IR-проектами, а также методик управления критическими ситуациями во взаимоотношениях с инвесторами и т.д.)
- проекты, связанные с созданием **инфраструктуры акционерных отношений** и связей с инвесторами (внедрение кодекса корпоративного управления в компании, получение кредитных рейтингов и т.д.);
- проекты, направленные на **создание коммуникационных IR-инструментов** (создание Интернет-портала ориентированного на инвесторов, выпуск годового отчета компании, проведение годового собрания акционеров и т.д.);

- IR-проекты в рамках корпоративных программ **вывода инвестиционных инструментов на национальный и международный долговой и акционерный рынок капитала** (организация получения кредитов, организация выпуска облигаций и размещение эмиссии акций);
- проекты, направленные на **реструктуризацию акционерных отношений и связей с инвесторами** (перевод акционерных обществ, образованных в результате слияния, на единую акцию, переход компании к другой форме собственности (например, от обществ с ограниченной ответственностью к акционерным обществам), процедура прекращения деятельности компании (в большинстве случаев в результате банкротства с дальнейшей санацией) и т.д.).



Рис. 3.3-1. Состав мультипроектов в программе развития связей с инвесторами в рамках программы корпоративного развития крупной российской компании.
Источник: Схема составлена автором.

Проектное управление характеризуется качественным изменением системы развития связей с инвесторами, которое позволит развивать отношения на новом уровне взаимодействия и сформировать для компании более благоприятную среду ведения бизнеса.

Существует множество разновидностей IR-проектов, зачастую для каждого требуется создавать уникальный алгоритм взаимодействия в рамках организации. Но вне зависимости от типа проекта вся проектная деятельность характеризуется такими признаками как ограниченность деятельности во времени, неповторимость, ограниченность требуемых ресурсов, комплексность и специфическая организация этой деятельности. На основании этого можно сформировать общие подходы к управлению этими проектами, которые изложены ниже.

Главная специфика всех проектов в том, что они реализуются только в условиях взаимодействия IR-подразделения и его сотрудников с другими функциональными

подразделения компании (департаменты корпоративного финансирования, PR, бухучета, маркетинга и т.д.). Ни один из выше перечисленных проектов не может быть локально осуществлен только IR-подразделением. Связи с инвесторами подразумевают формализованную трансляцию финансовой и производственной информации от подразделений компании к различным аудиториям инвесторов. Соответственно, можно говорить только о роли (функции), которую выполняет IR-подразделение в рамках корпоративных проектов. Сотрудники IR-подразделения могут быть, как делегированы в проект в качестве руководителей, и управлять им согласно регламентам управления проектами в организации, так и быть членами команды проекта и работать по специфическим регламентам, разработанными другими подразделениями. Но главное, чего должны придерживаться сотрудники IR-подразделения в любых типах проектов – это соблюдение всеми участниками проекта утвержденных принципов коммуникационной политики компании. В итоге, вне зависимости от специфики проекта, инвесторам транслируется непротиворечивая информация о компании.

По регламентам управления информацией в большинстве компаний, общение с существующими инвесторами и акционерами должно быть заведено исключительно на высший менеджмент и на сотрудников IR-подразделения. Какие бы не происходили внутри проектов специфические работы, как бы проекты не отличались от друг от друга, инвестору всегда будет предоставлена привычная по формату и полноте информация. То же самое относится и к деятельности по выводу новых инвестиционных инструментов на рынок, когда в качестве подрядчиков привлекаются финансовые консультанты и андеррайтеры. Функция специалистов IR-подразделения состоит в том, чтобы учесть рекомендации консультантов и определить политику общения с новыми аудиториями инвесторами, в соответствии с принятой коммуникационной политикой компании.

Т.к. существуют различные регламенты и стандарты управления проектами в организациях [3.4], то достаточно трудно формировать детальные рекомендации для каждого стандарта. С точки зрения полезности для IR-специалистов имеет смысл рассмотреть практические аспекты реализации коммуникационной политики в области взаимодействия с инвесторами одним аспекте управления проектами - в функциональном. Этот аспект присутствует в каждом типе IR-проектов, и отличается от динамического аспекта (фазы жизненного цикла), где специфика каждого из проектов может накладывать ограничения на последовательность работ и где может разниться состав инфраструктурных мероприятий проекта в каждой из фаз.

Динамический подход к управлению проектом подразумевает наличие следующих последовательных компонентов при разработке, реализации и завершении проекта, которые управляются через интегрированные функции в проекте.

Управление разработкой проекта

- ❑ Планирование предметной области (цели, результаты).
- ❑ Структурная декомпозиция проекта.
- ❑ Определение работ и их взаимосвязей.
- ❑ Планирование ресурсов.
- ❑ Оценка продолжительности работ.
- ❑ Календарное планирование работ.
- ❑ Оценка стоимости и формирование бюджета проекта.
- ❑ Формирование команды проекта.

- Планирование коммуникаций в проекте.
- Планирование качества в проекте.
- Идентификация, оценка рисков в проекте
- Разработка мер реагирования на риски.
- Планирование контрактов и поставок.
- Разработка плана проекта (единый сводный и согласованный документ, включающий и объединяющий результаты всех процессов разработки проекта).

Управления реализацией и завершением проекта

- Организация и координация выполнения плана проекта.
- Развитие команды проекта.
- Распределение информации.
- Подтверждение предметной области.
- Размещение заказов на работы, услуги, поставки.
- Заключение контрактов и их сопровождение.
- Представление отчетов о ходе выполнения работ проекта.
- Управление изменениями.
- Контроль предметной области, сроков выполнения, стоимости проекта.
- Контроль мероприятий по снижению рисков.
- Контроль качества.
- Контроль выполнения контрактов
- Административное завершение проекта.
- Закрытие контрактов.

Динамический подход к управлению проектом подразумевает наличие 4 базовых функций (управления содержанием (предметной областью) проекта, временем, стоимостью и качеством) и на 4 интегрирующих функций (управление персоналом, рисками, взаимодействием и контрактами) [3.6]. Каждую из них можно связать с соответствующими аспектами единой коммуникационной политики компании в области взаимоотношений с инвесторами.

УПРАВЛЕНИЕ ПРЕДМЕТНОЙ ОБЛАСТЬЮ ПРОЕКТА

Предметную область проекта составляют и определяют цели, результаты и состав работ. В процессе жизни проекта все составляющие предметной области претерпевают изменения: цели, результаты и состав работ могут изменяться или уточняться как в процессе разработки проекта, так и по мере достижения промежуточных результатов. Объемы работ могут уточняться в процессе разработки проекта, а в процессе его выполнения они меняются от 0 до 100% по мере завершения работ [3.6].

Главной задачей, стоящей перед IR-специалистами при управлении предметной областью проекта, является ориентация на комплексность, единообразие и одновременность внедряемых компонентов в деятельность команды проекта на основе коммуникационной политики компании, а также на обеспечение способности всех участников проекта эффективно работать по внедряемым технологиям. Это должно происходить путем разъяснения всем участникам проекта общей идеологии компании в работе с инвесторами и акционерами.

Членам команды проекта (в том числе и подрядчикам) доносятся положения следующих корпоративных документов:

- стратегия компании на ближайшие 5 лет;
- функциональная стратегия в области финансирования;
- единая коммуникационная политика компания (все аудитории);
- функциональная стратегия в области развития связей с общественностью в целом (PR-стратегия);
- функциональная стратегия в области развития связей с инвесторами;
- «легенда» компании (набор метафорических ценностных составляющих, носителем которых является компания);
- содержательные модели взаимодействия с целевыми аудиториями;
- регламент работы с официальной и неофициальной информацией.

В основу задач, стоящих перед IR-специалистами, также входит корректировка предметной области на всех фазах жизненного цикла проекта в случае возникновения отклонений от утвержденной концепции развития связей с инвесторами.

УПРАВЛЕНИЕ ПРОЕКТОМ ПО ВРЕМЕННЫМ ПАРАМЕТРАМ

Время является одним из определяющих факторов в оценке успеха проекта. Будучи основным ресурсом проекта, оно требует особого внимания, поскольку потерянное время не может быть восполнено. Функция управления временем тесно связана с функцией управления предметной областью и включает в себя: определение продолжительности, сроков начала и завершения проекта, его частей, важнейших (контрольных) событий и каждой из выполняемых работ; минимизацию (оптимизацию) временных характеристик; разумное использование резервов времени; контроль за развитием проекта по его временным характеристикам; прогнозирование сроков завершения работ, этапов и проекта в целом; принятие решений по ликвидации нежелательных временных отклонений [3.6].

Функция управления временем реализуется посредством процессов временного анализа проекта и его частей, календарного планирования работ.

При управлении временем в IR-проекте нужно ориентироваться на своевременное исполнение утвержденных календарных планов. Часто в рамках крупномасштабных проектов существует множество подрядчиков (в том числе и зарубежных) и отставание или опережение одного из них на критическом пути может поставить команду проекта в затруднительное положение. Так часто бывает, что даты эмиссии, срок вывода инвестиционных инструментов определяются регулирующими органами (профильные государственные комиссии, биржи и т.д.) и нарушение сроков может оказать влияние на успешную реализацию проекта.

Для разных типов IR-проектов существуют специфические ограничения:

- проекты, связанные с созданием инфраструктуры акционерных отношений, требуют особого внимания к показателям качества, и в случае отставания следует изменять сроки и при возможном сохранении бюджета;
- проекты, направленные на создание коммуникационных IR-инструментов, часто имеют юридические ограничения на сроки предоставления информации

(квартальные и годовые отчеты, периодичность проведения собрания акционеров), соответственно, важны показатели времени и качества, при возможном увеличении бюджета;

- для проектов по выводу инвестиционных инструментов на национальный и международный долговой и акционерный рынок капитала также существуют ограничения на сроки реализации IR-проектов; зачастую в случае отставания команде проекта нужно сравнивать дополнительные траты на сохранение качества с потенциально возможным эффектом от этих действий (корреляции затрат на коммуникацию в ходе выпуска эмиссии с возможным ее объемом и условиями размещения);
- проекты, направленные на реструктуризацию акционерных отношений и связей с инвесторами, требуют от команды проекта критического отношения к запланированным параметрам качества, т.к. несоответствие объявленному плану изменения акционерных отношений прямо отражается на репутации компании; соответственно, команда проекта в случае отставания по срокам или перерасхода бюджета должна запросить дополнительные ресурсы, но сохранить качественные показатели проекта.

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ПРОЕКТА

При управлении стоимостью в большинстве IR-проектов команда должна ориентироваться на выбор тех или иных путей внедрения технологий на основе сравнения альтернатив «цена/результат», а в случае превышения утвержденных смет ориентироваться на качество и комплексность внедряемых технологий, а не их стоимость. Это объясняется тем, что переход компании к использованию публичных финансовых рынков или в форму публичной собственности является *качественным* изменением в ее коммуникативной и деловой практике.

В качестве примеров управления стоимостью можно привести НК «Роснефть» и ТНК.

На рынке российских корпоративных еврооблигаций в силу его узости и ограниченности круга российских участников результаты конкретных эмитентов отражаются на настроениях инвесторов. Именно с этих позиций некоторые участники рынка расценили размещение еврооблигаций «Роснефти» в конце 2001 г. как не вполне адекватное. Судя по всему, организаторы займа и сама компания выбрали не лучшее время для размещения. В результате стоимость займа превысила 13% годовых. Другие российские эмитенты получили заимствования по облигациям на один-два процентных пункта дешевле. Эти действия нефтяной компании подняли на некоторое время ставки выхода на рынок, что оказало негативное влияние на других эмитентов. Несоблюдение общепринятых параметров качества и нежелание расходовать дополнительные ресурсы (например, на затраты по ожиданию более благоприятной конъюнктуры рынка) при реализации подобных проектов негативно сказывается на репутации самого заемщика [3.7].

Наоборот, компания ТНК не побоялась понести значительные дополнительные расходы по эмиссии, когда в мае 2002 г. московский офис PricewaterhouseCoopers отозвал свое заключение на финансовую отчетность компании TNK International, которое было произведено неверно. Из-за оплошности PwC нефтяникам пришлось аннулировать успешно размещенный выпуск еврооблигаций на \$500 млн, которые ТНК заняла под 11% годовых. Компания заняла последовательную позицию и приняла решение потерять несколько миллионов долларов, потраченных на услуги

по размещению займа, взамен сохранения эффективных отношений с инвесторами. Уже через 5 месяцев компания смогла полностью разместить отмененный заем при той же норме доходности, а при дополнительном займе в \$300 млн. получить положительный результат в виде доходности в 9,46% против 11% при первичном размещении. [3.8].

Управление стоимостью осуществляется на протяжении всего жизненного цикла проекта, при этом процессы управления реализуются по-разному на различных этапах проектного цикла. Это находит отражение в современной концепции управления стоимостью проекта — управления стоимостью на протяжении проекта (life-cycle costing — LCC) [3.9]. Более подробно с данной концепцией можно ознакомиться в PMBOK Guide [3.4].

Контроль стоимости проекта включает:

- мониторинг стоимостных показателей реализации проекта с целью обнаружения отклонений от бюджета;
- управление изменениями в бюджете с целью обеспечения выполнения бюджета;
- предотвращение ранее запланированных ошибочных решений;
- информирование всех заинтересованных лиц о ходе выполнения проекта с точки зрения соблюдения бюджета.

УПРАВЛЕНИЕ КАЧЕСТВОМ В ПРОЕКТЕ

При управлении качеством в IR-проектах следует ориентироваться на соответствие внедряемых технологий внутрикорпоративным стандартам взаимоотношений с инвесторами и с акционерами, а также с перспективами развития компании.

Функция управления качеством проекта пронизывает весь жизненный цикл, все стороны и элементы проекта. Управление качеством реализуется через установление требований и стандартов к качеству результатов проекта, обеспечение выполнения этих требований в процессе реализации проекта через систему контроля и поддержки.

Управленческие аспекты обеспечения качества [3.6]:

- единая система управления качеством проекта;
- система управления документами и данными;
- процедуры идентификации и мониторинга продукции и информации;
- система персональной ответственности;
- процедуры корректирующих и предупреждающих действий;
- непрерывное обучение;
- система мотивации;
- статистические методы;
- поиск и внедрение последних достижений в области управления качеством.

При управлении рисками IR-проекта команде следует ориентироваться на своевременное прогнозирование возможного наступления рискованных случаев и по возможности предотвращать до их наступления путем внесения корректировок в предметную область, в области управления качеством, стоимостью и временем.

Для проектов, имеющих отношение к развитию отношений с инвесторами и с акционерами, в основном свойственны следующие виды рисков:

Внутрикорпоративные риски

- риски, связанные с сознательным или случайным **несоответствием данных в финансовых и производственных документах**, предоставляемых инвесторам, регулирующим органам и бизнес-сообществу, реальному положению дел в компании;
- коммуникативные риски, связанные с **несанкционированными комментариями** сотрудников компании, акционеров или инвесторов, **некорректная трактовка данных**;
- масштабные **технологические риски**, которые могут повлиять на переоценку компании в глазах инвесторов, в случае невозможности менеджмента с кратчайшие сроки решить возникший технологический кризис;
- риски, связанные с **конфликтами с различными регулирующими или фискальными органами** (например, лишение лицензии на осуществление какой-либо деятельности, налоговые проверки и т.п.);
- риски, связанные с **взаимоотношениями менеджмента и персонала** компании.

Риски внешней среды

- глобальное изменение конъюнктуры мировой экономики;
- кризисы национальной экономики;
- изменением конъюнктуры рынков, где работает компания;
- изменение налогового законодательства на территориях, где работает компания.

Комплексное исследование разнообразных рисков на стадии разработки проекта с помощью системы современных подходов и методов предпринимается не только в целях анализа проектных рисков в начале жизненного цикла проекта. Выводы, сделанные на основе такого исследования, оказывают существенную помощь менеджеру проекта на стадии его реализации, поскольку, анализ проектных рисков не должен ограничиваться лишь констатацией факта их наличия и расчетно-рекомендательным заключением на стадии разработки плана проекта. Обязательным продолжением и развитием анализа проектных рисков является управление ими на стадии реализации и эксплуатации проекта.

Эффективность методов снижения рисков определяется с помощью следующего алгоритма [3.6]:

- рассматривается риск, имеющий наибольшую важность для проекта;
- определяется перерасход средств с учетом вероятности наступления неблагоприятного события;
- определяется перечень возможных мероприятий, направленных на уменьшение вероятности и опасности рискованного события;

- определяются дополнительные затраты на реализацию предложенных мероприятий;
- сравниваются требуемые затраты на реализацию предложенных мероприятий с возможным перерасходом средств вследствие наступления рискованного события;
- принимается решение об осуществлении или об отказе от антикризисных мероприятий;
- процесс сопоставления вероятности и последствий рискованных событий с затратами на мероприятия по их снижению повторяется для следующего по важности риска.

УПРАВЛЕНИЕ ПЕРСОНАЛОМ ПРОЕКТА

При управлении командой ИР-проекта необходимо ориентироваться в первую очередь на подбор высококвалифицированных кадров и на создание командного духа работы, основанного на профессиональном интересе участников и их творческой инициативе. Немаловажную роль играют карьерные и материальные стимулы.

Для осуществления проекта в области развития связей с инвесторами на протяжении его жизненного цикла привлекаются специалисты различной квалификации. Количество привлекаемого персонала в течение жизни проекта колеблется. Функции управления персоналом включают в себя определение потребности численного и квалификационного состава на все периоды времени осуществления проекта, поиск и отбор кандидатур, оформление приема на работу и увольнение, планирование и распределение работников по рабочим местам, организацию обучения и повышения квалификации, определение ответственности, создание условий и рабочей атмосферы для коллективной работы, предупреждение и разрешение возникающих конфликтов, вопросы оплаты и др. [3.6].

Для управления любым проектом на период его осуществления создается специфическая временная организационная структура, возглавляемая руководителем проекта.

По форме команда проекта отражает существующую организационную структуру управления проектом, разделение функций, обязанностей и ответственности за принимаемые решения в процессе его реализации. По содержанию команда проекта представляет собой группу специалистов высокой квалификации, обладающих знаниями и навыками, необходимыми для эффективного достижения целей проекта.

Основным интегрирующим фактором создания и деятельности команды выступает стратегическая цель — реализация проекта. В процессе достижения целей проекта команда приобретает свои черты, использует организационные возможности участников и ресурсы проекта. Команда проекта выступает как социальный организм, имеющий свое начало, осуществляющий процесс жизнедеятельности (управление проектом) и завершающий свое существование расформированием или трансформацией в другую управленческую команду.

С одной стороны, команда проекта оказывает влияние на создание определенной организационной среды проекта, формируя ценности, принципы и нормы поведения

персонала. С другой стороны, действует в ней, подчиняясь единой цели и философии управления проектом.

Для эффективной организации работы команды необходимы:

- четкое распределение ролей и обязанностей;
- осознание всеми членами команды целей и текущих задач проекта, а также понимание стратегии компании в области отношений с инвесторами и с акционерами;
- учет и личностных, и профессиональных качеств специалистов при объединении их в команду;
- внимание менеджеров и к достижению целей проекта, и к установлению дружеской рабочей атмосферы.

УПРАВЛЕНИЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕМ В ПРОЕКТЕ

При управлении коммуникациями в проекте следует ориентироваться на своевременное и комплексное, а главное, целевое информирование всех участников проекта о текущей ситуации с реализацией проекта и ее перспективах.

Управление проектом в целом зависит от успешной организации взаимодействия всех участников проекта и обеспечения их потребности в информации для осуществления проекта. Масштабы, сложность проекта, его окружение, количество участников и заинтересованных сторон порождают большое число взаимосвязей и потоков информации. Это и требует введения специальных функций управления проектами, содержанием которых является разработка, организация и контроль процесса информационного обмена с помощью разнообразных коммуникационных средств.

Методы и средства осуществления коммуникаций в рамках систем управления проектами чрезвычайно разнообразны, а так как IR-проекты часто реализуются на основе удаленного доступа участников проекта (например, при выводе акций на NYSE), то наиболее актуальным становится предоставление интерактивного доступа к информации [3.10]:

- электронные базы данных официальной и неофициальной информации, которая может быть необходима участникам проекта (через средства Интранет и Интернет);
- электронная почта;
- новостная лента проекта в специализированном разделе Интернет-сайта компании;
- совещание, переговоры, заседания через телеконференции;
- программные средства управления проектам с функциями GlobalConnect;
- системы документооборота проекта с функциями электронного утверждения документов;
- телефон;
- личная беседа;
- и т.д.

Система обмена информацией в проектах должна:

- быть достаточно гибкой, чтобы удовлетворять разнообразные потребности различных участников проекта;
- подходить для многих различных проектов, а не только для одного;
- не только удовлетворять потребности различных ее участников, но и быть совместимой с информационными системами этих участников;
- обеспечивать участников информацией об основных показателях реализации проекта (стоимостные, временные, производственные показатели), а также выявлять взаимосвязь между ними;
- представлять информацию в стандартизированной форме;
- идентифицировать реальные и потенциальные проблемные и кризисные зоны;
- быть перспективной (ориентированной на будущее), а не ретроспективной, проактивной (предупреждающей кризисные ситуации), а не реактивной (реагирующей на уже случившиеся кризисные ситуации);
- интегрировать потоки внешней и внутренней информации.

УПРАВЛЕНИЕ КОНТРАКТАМИ В ПРОЕКТЕ

При управлении субподрядчиками проекта ориентироваться на их опыт участия в подобных проектах и на соответствие их методологии работы принципам работы компании.

Осуществление проектов происходит на контрактной основе, используемой как для привлечения отдельных специалистов, различных подрядных и субподрядных организаций и фирм для выполнения работ и услуг.

При различных типах проектов компания нуждается в разных видах подрядчиков:

- проекты, связанные с созданием инфраструктуры акционерных отношений требуют привлечения управленческих консультантов, юристов, специализированных IR-агентств, финансовых консультантов, рейтинговых агентств, аудиторов и т.д.;
- проекты, направленные на создание коммуникационных IR-инструментов, подразумевают работу со специализированными IR и PR-агентствами, с консультантами в области корпоративной отчетности, с исследовательскими фирмами, с разработчиками Интернет-сайтов и провайдерами, с дизайн-бюро, с психологами и др.;
- корпоративные программы вывода инвестиционных инструментов на национальный и международный долговой и акционерный рынок капитала нуждаются в помощи финансовых консультантов, юристов, андеррайтеров и специализированные IR-агентства;
- проекты, направленные на реструктуризацию акционерных отношений и связей с инвесторами задействуют юристов, финансовых консультантов, регистраторов и специализированные IR и PR-агентств и коммуникационные службы.

Функции управления контрактами и обеспечением проекта ресурсами включают процессы:

- выбора стратегии контрактной деятельности;
- сбор информации о контракторах;

- определение состава, номенклатуры и сроков привлекаемых по контракту субъектов;
- подготовку контрактных предложений;
- выбор контрагентов и поставщиков путем конкурсов, тендеров и др.;
- подготовку документации; заключение контрактов; контроль за ходом их выполнения;
- закрытие и расчет по завершенным контрактам.

Содержание контрактной работы в проекте следующее [3.9]:

- Выбор стратегии контрактной деятельности (procurement strategy).
- Определение потребности в работах и услугах, необходимых для реализации проекта.
- Планирование работ проекта.
- Определение потенциальных участников проекта (контракторов) и анализ их возможностей.
- Разработка тендерной документации.
- Предварительная документация (отбор) участников тендеров (конкурсов).
- Организация и проведение тендеров на проектно-изыскательские работы, разработку детальной проектно-сметной документации и принятие решения о присуждении контракта.
- Организация и проведение тендеров на поставки материально-технических ресурсов и оборудования и принятие решения о присуждении контракта.
- Организация и проведение тендеров на выполнение различного вида работ и оказание услуг по реализации проекта и принятие решения о присуждении контракта.
- Заключение контракта с победителями торгов.

§ 3.4 **УПРАВЛЕНИЕ ПРОЕКТАМИ ПО СОЗДАНИЮ ОРГАНИЗАЦИОННОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ УПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЕМ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТОРАМИ**

Как уже отмечалось ранее в большинстве крупных российских компаний действия IR-подразделений не включены в систему корпоративного менеджмента или функции IR выполняют непрофильные подразделения. И поэтому, если компания намеривается активно привлекать капитал из внешних источников, то на первом этапе ей необходимо реализовать целостный проект по созданию/реструктуризации организационных структур, которые будут на протяжении всего жизненного цикла программы стратегического развития поддерживать отношения с инвесторами и с акционерами компании.

Предметная область проектов по созданию организационной инфраструктуры управления развитием связей с инвесторами формируется на основании результатов бизнес-моделирования всей деятельности подразделения по процессам и по функциям.

БИЗНЕС-МОДЕЛЬ РАБОТЫ ИР-ПОДРАЗДЕЛЕНИЯ

Бизнес-моделирование является современной технологией формального, точного, полного и всестороннего описания деятельности компании путем построения базовых информационных моделей организации во взаимодействии с внешней средой. Для построения бизнес-моделей используется обобщенная функциональная схема организации (см. рис. 3.4-1) [3.11]

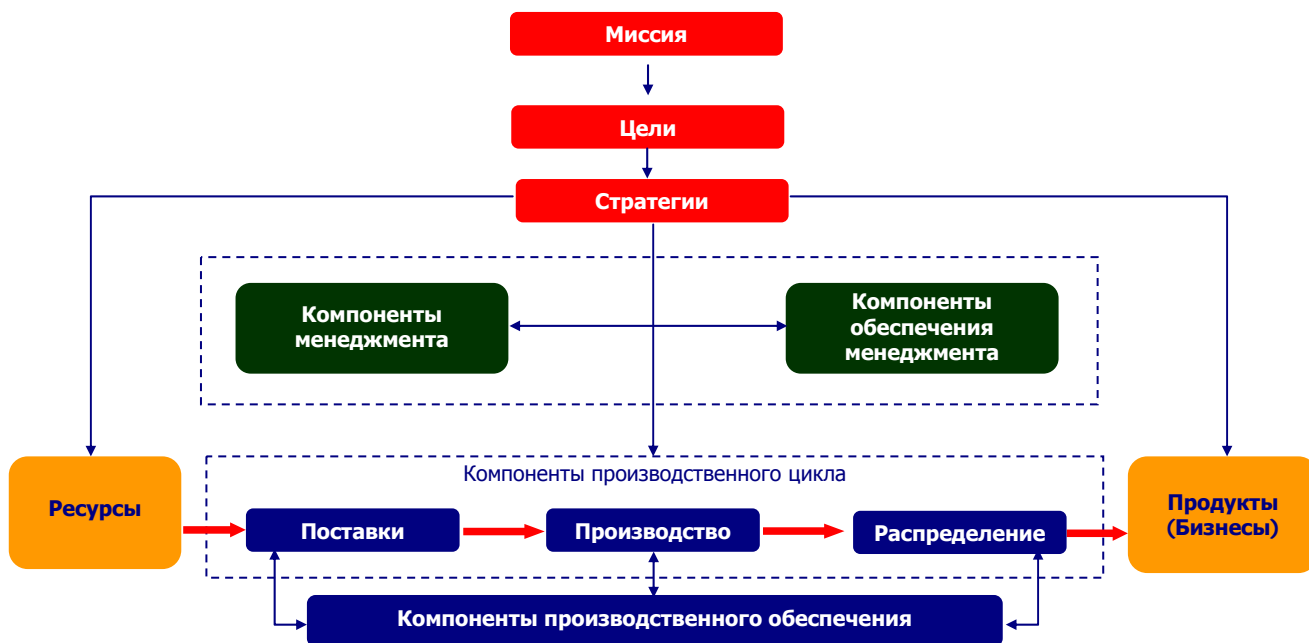


Рис. 3.4-1. Обобщенная функциональная схема деятельности компании.
Источник: Журнал «Эксперт», 2001

Приведенная схема в общем виде отражает существо работы любой компании (вне зависимости от масштаба деятельности):

- Компания как открытая социально-экономическая система взаимодействует с внешней средой как с более широкой надсистемой, определяющей функциональное предназначение (миссию) организации. По сути, миссия – результат позиционирования компании среди других участников рынка. Это компромисс интересов рынка и организации.
- На основании миссии формируются корпоративные цели, корпоративные и функциональные стратегии, с помощью которых определяется необходимый набор продуктов, и, как следствие, требуемые ресурсы.
- В основном производственном цикле осуществляется воспроизводство продуктовой номенклатуры за счет переработки ресурсов. Компоненты этого цикла формируют совокупность необходимых бизнес-функций для реализации поставки ресурсов, производства продуктов и их распределения в места реализации.
- Для управления указанным процессом воспроизводства формируется совокупность требуемых компонентов менеджмента, порождающий соответствующий набор функций управления.
- Для поддержки процессов воспроизводства и управления формируются наборы соответствующих функций обеспечения.

- IR-функция относится к компонентам обеспечения менеджмента.

Такой подход позволяет описать предприятие с помощью универсального множества управленческих регистров (цели, стратегии, продукты, функции, организационные звенья и пр.).

Управленческие регистры по своей структуре представляют собой иерархические классификаторы. Объединяя классификаторы в функциональные группы и закрепляя между собой элементы различных классификаторов с помощью матричных проекций, можно получить совокупность информационных моделей компании (см. рис. 3.4-2):

- Модель целеполагания (отвечает на вопросы: зачем компания занимается именно этим бизнесом, почему надеется при этом быть конкурентоспособной, какие цели и стратегии для этого необходимо реализовать).
- Организационно-функциональная модель (отвечает на вопрос «Кто и что делает в компании и кто за что отвечает?»).
- Функционально-технологическая модель (отвечает на вопрос «Что и как реализуется в компании?»).
- Процессно-ролевая модель (отвечает на вопрос «кто-что-как-кому»).
- Количественная модель (отвечает на вопрос, сколько необходимо ресурсов).
- Модель структуры данных (отвечает на вопрос, в каком виде описываются регламенты самой компании и объекты внешнего окружения).

Указанная совокупность моделей представляет собой обобщенную бизнес-модель компании. Она обеспечивает необходимую полноту и точность описания, придавая необходимую прозрачность бизнесу. С ее помощью формируются все необходимые управленческие регламенты.

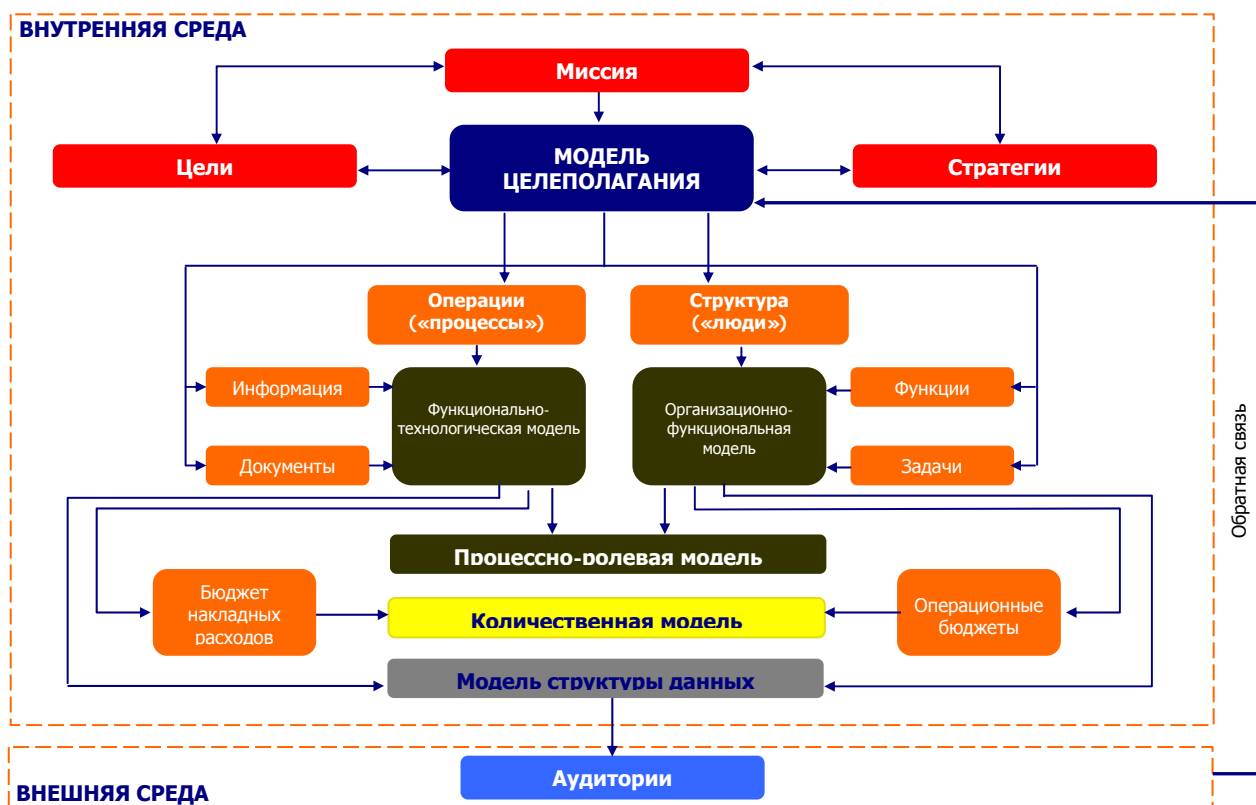


Рис. 3.4-2. Обобщенная бизнес-модель любой бизнес-структуры
Источник: Журнал «Эксперт», 2001

Представим, например, что в силу изменения потребительского спроса требуется вывести на рынок новую модификацию продукта (корректируется модель целеполагания). Для ее воспроизводства будут необходимы новые бизнес-функции и, соответственно, новые функции управления процессом воспроизводства, которые надо дополнительно закрепить за организационными звеньями (корректируется организационно-функциональная модель). Это потребует организации новых бизнес-процессов (корректируются функционально-технологическая и процессно-ролевая модели). Реализация новых бизнес-процессов потребует новых затрат ресурсов и может принести определенные доходы от реализации новой модификации продукта (корректируется количественная модель). Потребуется новые отчеты и регламенты для управления новыми бизнес-процессами (корректируется модель структуры данных). Все указанные изменения взаимосвязаны и взаимообусловлены. Их реализация позволяет осуществить быструю реакцию компании на изменение внешней среды, оптимально настроив структуру компании для достижения новых целей. Менеджмент организации может являться также и инструментом управления организационным развитием. В этом случае в бизнес-модель вносятся упреждающие корректировки - не под действием уже свершившихся изменений на рынке, а на основании стратегического прогноза таких изменений. Это обеспечивает «саморазвивающейся» компании высокую конкурентоспособность.

Бизнес-модель компании является не только основой управления организацией. Высокая прозрачность бизнеса, простота и доступность системного описания позволяет разработать исходное техническое задание на настройку системы управления ресурсами (например, ERP-системы). Более того, по мере накопления изменений в бизнес-модели, возможно осуществлять разработку новых требований по совершенствованию (подстройке) системы управления ресурсами. Это позволяет всегда обеспечивать необходимые ресурсы, требуемого качества, в необходимом количестве, в нужном месте, в заданное время, за приемлемую цену. Последнее самым серьезным образом способно снизить производственные издержки, обеспечив, таким образом, повышение конкурентоспособности.

Менеджеры при такой системе комплексного управления всегда будут получать из бизнес-модели необходимые распорядительные документы (должностные инструкции, положения и другие управленческие регламенты). Кроме того, из системы управления ресурсами они получают необходимые оперативные и стратегические отчеты о наличии и движении ресурсов в компании.

Бизнес-модель IR-подразделения похожа на модели работы всех коммуникационных подразделений (см. рис. 3.4-4). Эти подразделения занимаются процессом трансляции информации о деятельности компании до целевых аудиторий (см. рис. 3.4-3)



Рис. 3.4-3. Унифицированный процесс процессом трансляции информации о деятельности компании до целевых аудиторий
Источник: McKinsey&Company, 2000

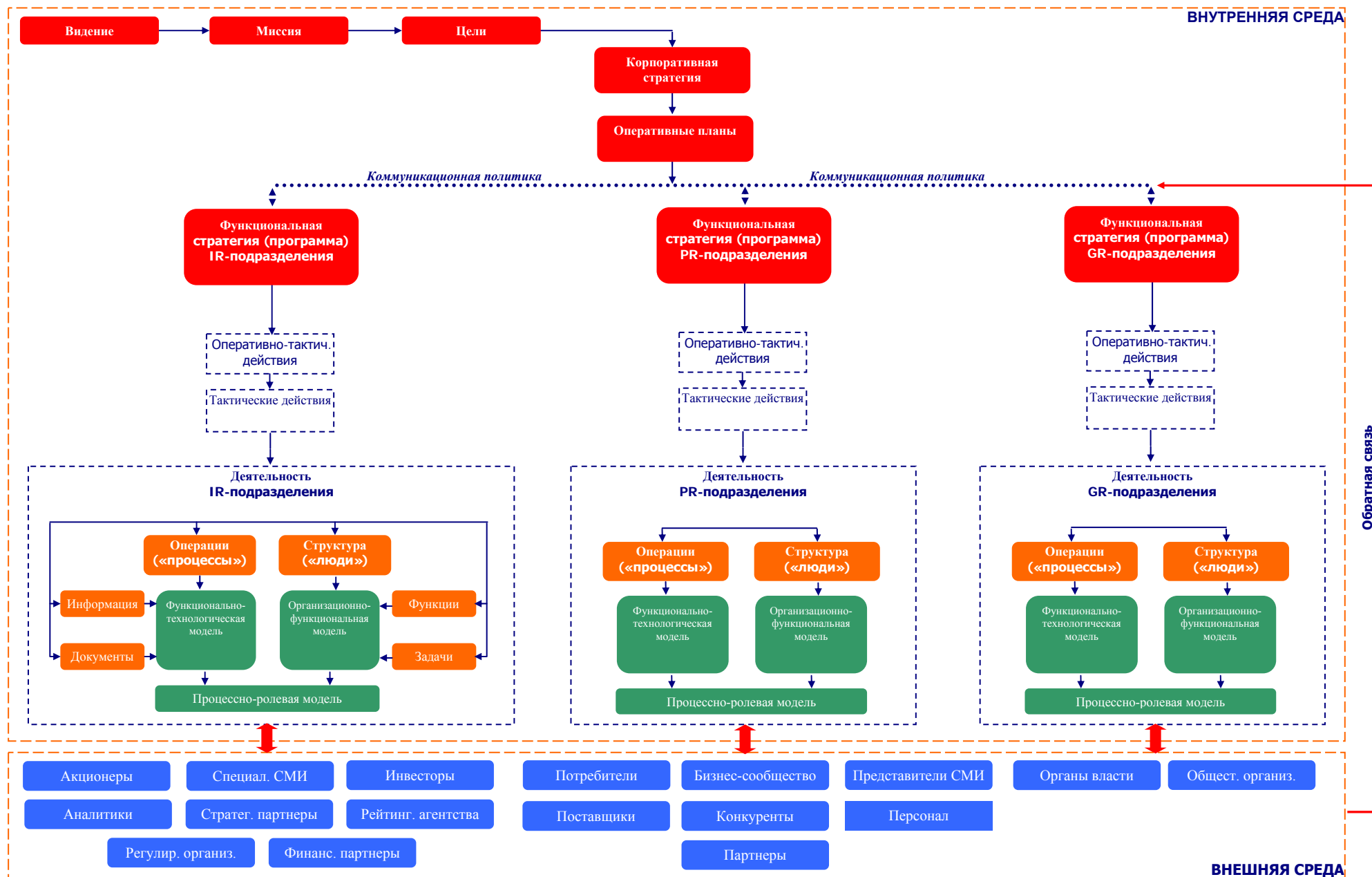


Рис. 3.4-4 Бизнес-модель управления развитием связей с инвесторами, с общественностью с органами власти в крупных российских компаниях на переходном этапе между фазами «формирования» и «роста». Источник: Составлено автором на основе источника 3.11

У бизнес-модели IR-подразделения (см. рис. 3.4-4) существуют следующие особенности:

- Деятельность IR-подразделения определяется корпоративной стратегией и оперативными планами топ-менеджмента;
- IR-подразделение координирует свою деятельность с другим коммуникационными подразделениями (по связям с общественностью и с органами власти) на основании единой утвержденной коммуникационной политики компании;
- Процессы, происходящие в коммуникационных подразделениях, схожи по сути организации субъекта управления, но различны по типу используемых коммуникационных технологий, применяемых к различным объектам управления, т.е. коммуникационные подразделения похожи по своей организации бизнес-процессов, у них разные группы и аудитории влияния, и соответственно иногда отличаются используемые инструменты воздействия на эти объекты;
- Вся исходящая информация из организации настолько обширна, что должна быть максимально адаптирована к потребностям представителей определенных целевых групп и аудиторий, что вызывает функциональное разделение обязанностей (IR, PR, GR и т.д.)
- На все коммуникационные действия обязательно существует реакция (ответ) объекта управления (представителей целевой аудитории).

ПРОЦЕССУАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ РАБОТЫ IR-ПОДРАЗДЕЛЕНИЯ

Несмотря на то, что функциональное управление - достаточно широко используемый метод, оно порождает множество трудностей. Особенно это заметно на примере деятельности IR-подразделений, которые вынуждены выстраивать алгоритмы сбора информации компании от различных дивизионных и функциональных подразделений. Функциональная структура начинает давать сбои, когда структура разрастается, увеличивается количество персонала, а с ним и количество уровней управления. Возникают проблемы в координации деятельности всей управленческой вертикали.

Функциональные структуры часто не заинтересованы в том, что прямо их не касается. Они концентрируют усилия только на своей функции, зачастую за повседневными заботами забывая об общем процессе. В практике работы подразделений по связям с инвесторами нередко, например, случаи, когда подразделения бухучета не заинтересованы в раскрытии более подробной информации по конкретным строкам баланса, в то время как когда инвесторы хотят понимать сущность происходящих процессов с затратами компании.

Другой особенностью функционального деления в организации является деструктивная конкуренция между функциональными структурами, которая порой поощряется со стороны руководства больше, чем борьба с внешними конкурентами.

Обмен информацией в организациях, построенных по функциональному признаку, зачастую тормозится из-за чрезмерной бюрократии. Информация идет вверх по цепочке – к начальнику функционального отдела, чтобы быть переданной начальнику другого отдела, который спускает эту информацию вниз по своей структуре до конкретных получателей. В условиях, когда «свежесть», актуальность информации является фактором оценки компании инвесторами, внутренняя структура сбора и трансляции информации зачастую состоит из огромного количества посредников, имеет фильтры и чрезвычайно низкую скорость работы.

Многие проблемы имеют межфункциональную природу. Зачастую складывается ситуация, когда функциональные подразделения компании выполняют свои функции на достаточном уровне (с минимальными ошибками), но при взаимодействии с другими отделами имеются недопонимание, задержки, потери, или информационные выходы одного отдела не соответствуют входам другого, при этом тратятся временные и людские ресурсы, чтобы трансформировать полученную информацию, что неизбежно рождает ошибки. Это все сказывается на качестве и своевременности трансляции информации от различных подразделений к подразделению связей с инвесторами компании, и приводит к задержкам или к неудовлетворенности полнотой информации со стороны инвесторов и других субъектов инвестиционного процесса.

Может наблюдаться несоответствие функциональных подразделений друг другу: разная производительность отделов приведет к тому, что один будет простаивать, а другой постоянно форсировать работу, что неизбежно приведет к ошибкам и к росту общей продолжительности обработки запросов, поступающих со стороны инвесторов или акционеров.

Если компания собирается удовлетворять изменяющимся потребностям своих акционеров и инвесторов и требованиям внешней среды (законодательства, правил торговли на бирже, стандартов раскрытия информации и т.д.), то гибкость превращается в жизненно необходимый фактор. Обеспечить ее может использование в проектах по созданию организационной инфраструктуры концепции реинжиниринга бизнес-процессов (BPR), получившая распространение в девяностых годах XX века [3.12].

BPR - это моделирование организационной структуры на основе совершенно новых и более эффективных процессов без учета того, «как это функционировало раньше». BPR направлен на объединение функций на макроорганизационном уровне. Это означает, что subprocesses могут содержаться в рамках одной функции и подразделения, и к ним тоже можно применить BPR. На практике BPR включает правильное использование принципов управления процессами, некоторые подходы к решению проблем, использование методов развития организации, современные методы мотивации и управления персоналом.

BPR может применяться, в основном, при моделировании и внедрении технологий управления операционной деятельностью компании, когда четко определены все участники конкретной циклической операции, и можно заранее установить четкую последовательность их действий. Например, по итогам реализации ИТ-проектов создаются системы, которые имеют четкие требования к правилам эксплуатации (объем и состав необходимой информации, регулярность проведения мероприятий, круг возможных участников и объем необходимых ресурсов для обслуживания продуктов). Но зачастую организационная структура компании и регламенты управления просто не готовы к новым требованиям, которые предъявляются к качеству и объему информации. Когда крупная российская компания выходит на международный рынок капитала, инвесторы автоматически начинают предъявлять требования к запрашиваемой и предоставляемой информации уровня транснациональных компаний, которые имеют более чем 20-30 летний опыт работы на рынке. Чтобы соответствовать выдвигаемым требованиям, российские компании вынуждены срочным образом инициировать изменения внутри собственной системы управления и организационной структуры.

Управленческую деятельность можно представить в виде двух срезов: в виде связанных операций или разделения обязанностей по выполнению какой-либо работы. Современная концепция менеджмента пришла к пониманию, что только связанные и оптимизированные между собой операции могут обеспечить полный цикл производства продукта, а точное закрепление функций по выполнению определенного набора операций за подразделением сможет гарантировать качество этого процесса. Эта интеграция имеет общее название – процессно-ролевая модель («как-кому-кто-что»).

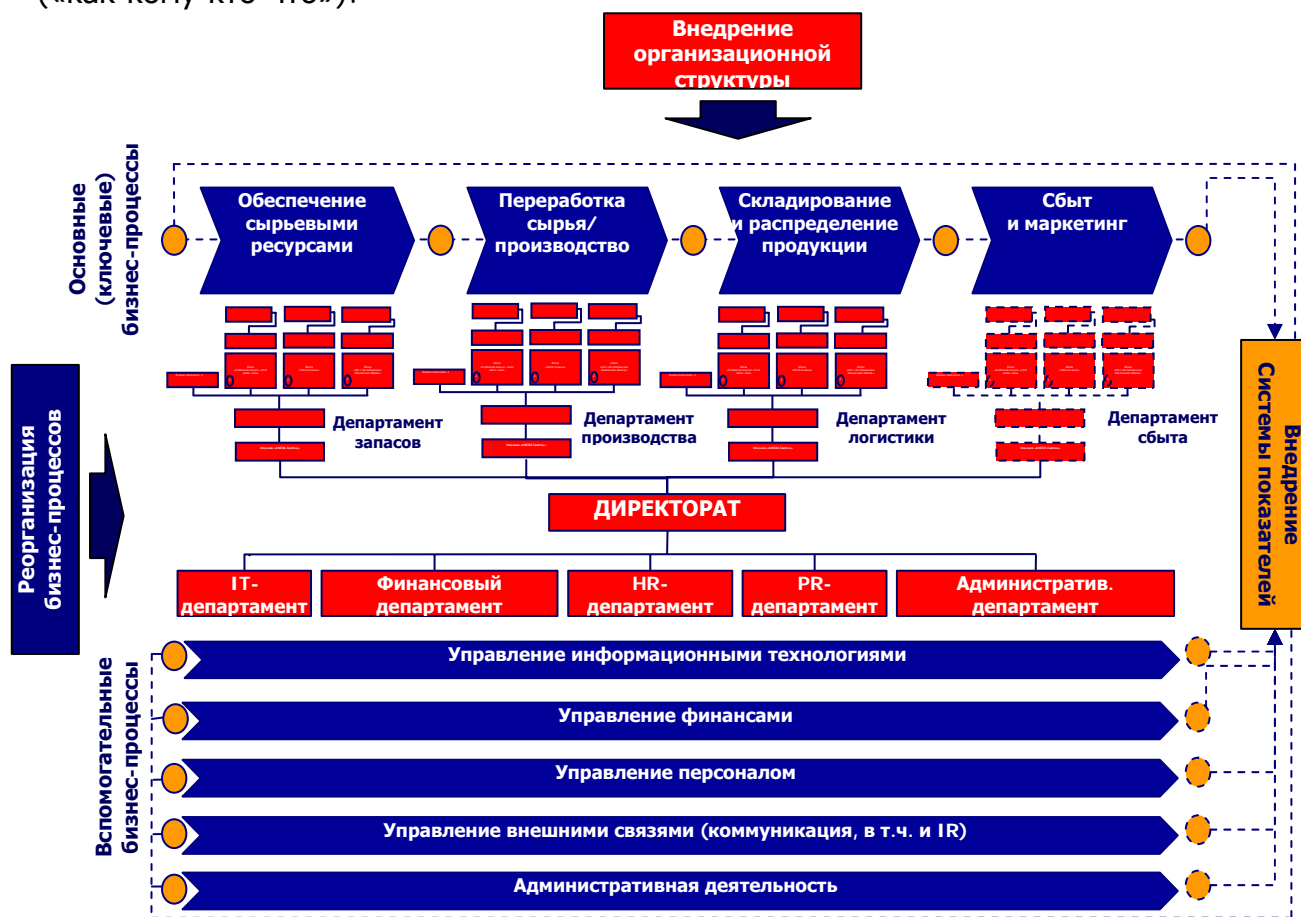


Рис. 3.4-5. Интегрированный подход «Русала» к управлению стратегией
Источник: Accenture, 2000/ Cap Gemini Ernst&Young, 2000

На ее основе реализуется интегрированный подход к управлению стратегией [3.13; 3.14], когда согласно корпоративной стратегии разрабатывается сначала логическая цепочка последовательных циклических действий, реализация которой позволяет на выходе получить продукт. Этот аспект («как-кому») можно рассматривать как поток работы, переходящий от одного человека к другому, а для больших процессов - от одного отдела к другому. Каждый процесс имеет начало, определенное количество шагов и четко очерченный результат. Процессы также подразделяются на основные (производственные, операционные) и вспомогательные (функциональные, обеспечивающие развитие бизнеса). Результатом основных процессов является удовлетворение потребностей первичных клиентов (те, тех, которые генерируют первичные «входы»). Вспомогательные процессы обеспечивают существование основных процессов. Далее бизнес-процесс (процессуальное управление) оптимизируется согласно приемлемым для организации показателям производительности, прибыльности и скорости выполнения операций, а по итогам производится формирование системы ключевых показателей деятельности (KPI - Key Performance Indicators), когда каждая операция (элемент бизнес-процесса) оценивается в каких-либо четких показателях. После формирования системы бизнес-

процессов и KPI разрабатывается организационная структура (см. рис. 2.2-7). Это позволяет создать комплексную систему, где в каждый момент времени можно оценить эффективность любого элемента.

Нужно понимать, что бизнес-процессы должны быть внедрены во всю компанию и все логически прописаны между собой. Лишь после достижения системности работы всей организации можно говорить о комплексности работы коммуникационных подразделений. Эффективность следования общей коммуникационной политике резко возрастает, когда подразделения осуществляют свою деятельность на общих принципах управления и подхода к взаимодействию с целевыми аудиториями (см. рис. 3.4-6).

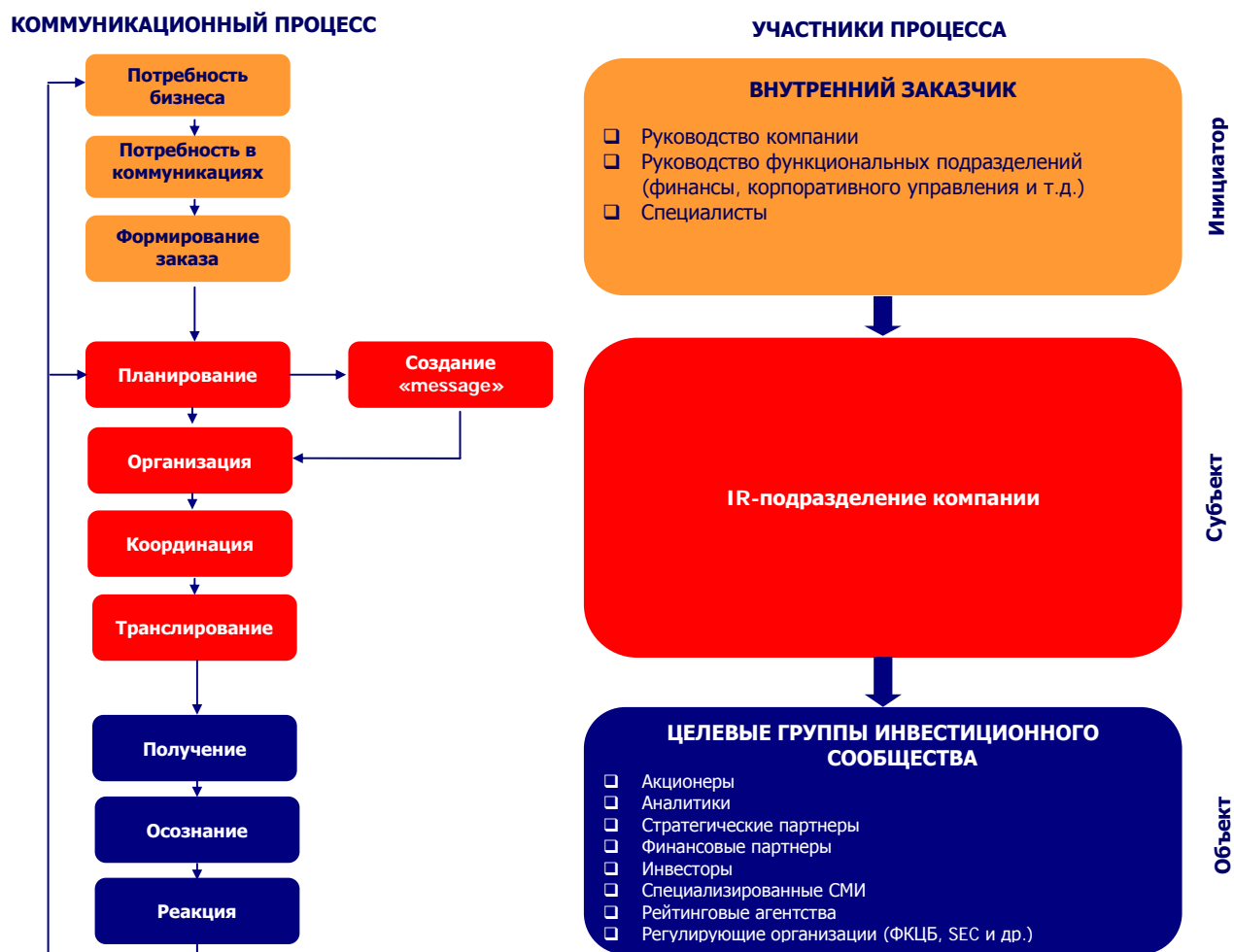


Рис. 3.4-6. Общее описание процессуальной модели работы IR-подразделения крупной российской компании (условные составляющие).
Источник: Схема составлена автором.

Эффективный IR-процесс (процесс относится к вспомогательным) подразумевает, что в подразделение по связям с инвесторами должно на регулярной основе поступать унифицированная информация (в виде отчетов или служебных записок) о деятельности компании из многих функциональных подразделений (финансы, производство, маркетинг и т.д.). Далее она должна по определенной схеме фильтроваться и компоноваться в зависимости от потребностей групп инвесторов, а в последующем также регулярно поступать представителям этих групп. В отличие от PR, Investor Relations подразумевает большое количество постоянно повторяющихся работ, реализуемых с определенным периодом. Это относится к созданию корпоративных годовых и квартальных отчетов, к проведению регулярных встреч с аналитиками и с инвесторами, к электронной рассылке информации и к проведению

конференц-связи. Каждый раз, когда необходимо сделать какой-либо IR-продукт, нет необходимости создавать новую схему работы, достаточно заранее унифицировать последовательность работ, определив источники информации и адресатов. Все это может быть систематизировано и распределено в рамках бизнес-процессов организации. Соблюдая эту последовательность действий, компания будет застрахована от возможной утери информации. И наличие прописанной методологии действий, позволит специалистам подразделения оптимизировать эту последовательность действий.

Состав работ в рамках IR бизнес-процесса зависит от следующих параметров:

- Структура других функциональных подразделений в компании;
- Тип компании: публичная или непубличная;
- Глубина и состав раскрытия информации в зависимости от типа собственности;
- Состав собственников (акционеров);
- Наличие у компании финансовых инструментов, размещенных на разных финансовых рынках (разные требования к раскрытию информации);
- Выбранная модель финансирования стратегии (какие существуют приоритетные рынки капитала, на которые компания собирается выходить);
- и т.д.

Практика показывает, что попытки внедрения бизнес-процессов без видения перспектив развития приводят к созданию неадекватной системы: либо приобретается что-то лишнее и потом замораживается, либо приходится «докупать» модули или переделывать установленные. Поэтому следует уделить внимание разработке общей концепции развития компании и уже в рамках этой концепции выбирать платформы для построения функциональных блоков, в том числе и IR.

Такое целеполагание формирует перед проектом BPR в области обеспечения эффективного развития связей с инвесторами одну или несколько конечных задач [3.12]:

- повышение качества деятельности IR-подразделения;
- сокращение общей длительности цикла процесса;
- повышение производительности;
- сокращение времени ожидания по запросу инвестора или акционера;
- снижение затрат на эксплуатацию инвестиционных инструментов.

Существуют следующие способы достижения этих целей [3.12]:

- объединение дублирующих функций;
- устранение множественных уровней проверки и получения подтверждения;
- передача неэффективно выполняемых функций субподрядчикам;
- устранение перемещений в процессе выполнения данной работы;
- организация многофункциональных групп (команд).

Возможные изменения в процессах, наступающие после реализации проекта организационных преобразований на основе реинжиниринга [3.12]:

- несколько работ объединяются в одну;
- решения принимают сами работники;
- этапы процесса выполняются в естественном порядке;
- процессы могут иметь множество вариантов;
- работа выполняется там, где ее можно сделать наиболее эффективно;
- сокращается объем проверок и контроля;

- минимизируется необходимость согласований;
- ситуационный менеджер осуществляет единственный контакт с внешней средой;
- преобладают смешанные централизованные/децентрализованные операции.

Изменения должны подкрепляться ясным видением стоящей перед компанией цели, иначе существует риск непоследовательных, случайных, нескорректированных действий, когда пропадает понимание целей реорганизации.

Опыт показывает, что основной причиной неудовлетворительного протекания бизнес-процесса является отсутствие координации процесса моделирования и его внедрения в рамках проекта по созданию организационной инфраструктуры [3.12].

Первый принцип - определение человека или группы людей, которые будут этим заниматься. Ответственность за какое-либо действие должна лежать на конкретном человеке.

Второй принцип заключается в том, чтобы производить эту работу без предварительной оценки эффективности или неэффективности существующей структуры. Если этим принципом пренебречь, и пытаться улучшить систему уже функционирующую, то ничего принципиально нового создать не удастся.

Третий принцип гласит, что обсуждению подлежит сама структура, а не имена людей, которые занимают в ней должности.

Четвертый принцип - определение всех ключевых характеристик будущей структуры.

Пятый - оценка существующей структуры с точки зрения выработанных характеристик. Анализ должен показать, в каких областях существующая структура отличается от разработанных требований.

Шестой принцип заключается в поиске всех возможных вариантов структуры. На этом этапе важно найти действительно все варианты, и помнить, что на этом этапе имена также не важны.

Седьмой принцип состоит в том, что все возможные варианты должны пройти оценку с точки зрения ключевых характеристик. На этом этапе подразумевается некоторый период «вынашивания», после чего происходит выбор предпочтительного варианта.

Восьмой принцип - определение основных моментов, которые требуются для управления переходом к новой структуре. Список работ реинжиниринга, которые могут содержаться в проекте организационных преобразований, может оказаться достаточно внушительным, но не стоит отказываться от варианта и искать менее трудоемкий, если есть цель построить действительно оптимальную структуру ИР-подразделения.

Так как BPR представляет собой многофункциональный процесс, требующий на стадии внедрения больших ресурсов и множества решений, члены команды проекта должны быть наделены достаточной властью. В то же время, в команду должны входить специалисты, детально разбирающиеся в тонкостях самого процесса. На

этой же стадии следует решить вопрос о привлечении сторонних консультантов. Возможны консультации с программистами, разработчиками программ автоматизации, аудиторами, специалистами по технологиям организации связей с инвестиционным сообществом, по информационным технологиям. На данном этапе также целесообразно проведение семинара по BPR для менеджеров высшего звена и для команды BPR.

На нынешнем этапе развития большинства крупных российских компаний рост капитализации компенсирует любые инвестиции в построение эффективных систем развития связей с инвесторами.

МОДЕЛЬ ОТЧЕТНОСТИ IR-ПОДРАЗДЕЛЕНИЙ

Ключевые показатели деятельности предприятия (KPI) используются для измерения и оценки эффективности бизнеса. Современные системы KPI направлены не только на анализ прошлых событий, но и на создание будущих конкурентных преимуществ за счет интеграции традиционных финансовых показателей с показателями удовлетворенности заказчиков, мотивированности персонала и эффективности бизнес-процессов.

Однако для того, чтобы иметь возможность опираться на KPI при выработке стратегии развития и управления компанией, необходимо обладать уверенностью в том, что состав этих показателей выбран оптимальным образом, что рассчитываются они правильно, что заинтересованные лица в компании получают их вовремя и т.д.

При отсутствии системного подхода в выборе KPI возможна ситуация, при которой значения показателей, формируемые различными подразделениями, противоречат друг другу. А это в свою очередь, вызывает сомнения в правильности построения системы KPI и, как следствие, в объективности картины состояния дел в компании, получаемой на основании этих KPI.

Чтобы обеспечить максимальную эффективность KPI как инструмента управления компанией, необходимо добиться выполнения двух требований: во-первых, полноты и правильности отражения требований бизнеса компании, во-вторых, соответствия системе управления компании.

При разработке системы KPI необходимо исходить из бизнес-целей компании. Иерархия целей компании служит основой расчета показателей KPI. Для каждого KPI формируются его текущее и целевое значения, а также основные мероприятия по достижению целевых значений, ограничения по времени и т.д.

С другой стороны, для того, чтобы сделать KPI работающим инструментом, необходимо учитывать конкретные реалии организации деятельности компании, включая организационную структуру, деловые процессы, используемые и планируемые информационные технологии и т.д. Для этого KPI привязываются к деловым процессам, назначаются ответственные за изменения KPI, определяются необходимые ресурсы, формулируются требования к поддерживающим информационным технологиям.

Система KPI должна основываться не только на измеримых показателях операционной деятельности компании, поступающих из различных департаментов

компании, но и на внешней по отношению к компании информации. При этом соответствующие KPI будут отражать положение компании на рынке.

Такой подход требует глубокого и всестороннего изучения текущего состояния компании. Результаты внедрения сбалансированного набора KPI обычно содержат и рекомендации по оптимизации бизнес-процессов и организационной структуры компании, а также по внедрению информационных технологий, которые будут способствовать достижению поставленных целей.

Существуют следующие универсальные принципы при разработке системы KPI, применимые к любой компании, независимо от ее размера и профиля деятельности [3.15]:

- KPI должны быть адресными, то есть связанными с конкретной бизнес-целью и предназначенными для конкретных лиц, принимающих решения;
- KPI должны быть измеримыми и легко доступными для мониторинга;
- KPI должны обладать внутренней «иерархией» построения;
- KPI должны быть выражены в формате, позволяющем легкую компоновку в соответствующие отчеты (возможно в программной среде);
- KPI должны быть сбалансированными, то есть, описывать различные направления и формы деятельности компании.
- KPI также должны иметь метрику (возможность сопоставления с различными ориентирами) и структуру (возможность выбора информационного разреза).
- При разработке системы KPI важно «оставаться реалистами». Целевые значения KPI должны быть достижимыми, то есть учитывать текущее состояние компании, имеющиеся возможности, ресурсы и ограничения.

По мнению консультантов IBS [3.15], несмотря на то, что система KPI была изначально разработана для западных компаний, она вполне может быть адаптирована к деятельности российских предприятий, если разбить ее на 5 категорий, отражающих основные аспекты деятельности компании: работа с клиентами, финансовые аспекты деятельности, вопросы персонала, операционная деятельность, управление (в том числе внешними связями и проектами).

Построение системы KPI позволяет значительно повысить общую эффективность функционирования компании, так как с ее помощью осуществляется определение и мониторинг стратегических целей (показателей) деятельности. Руководство компании получает возможность фокусироваться на наиболее критических вопросах и принимать более продуманные решения за счет ускорения сбора и доступа к необходимой информации.

Что же касается KPI в области IR, то только крупнейшие российские компании при помощи ведущих управленческих консультантов смогли внедрить эту систему свою деятельность. Например, «ЛУКОЙЛ Оверсиз Холдинг» [3.16] сформировала систему управления нефтяной компанией по общемировой схеме таксономии бизнес-процессов для нефтегазовой отрасли, предложенной PricewaterhouseCoopers.

В компании существует множество бизнес-процессов, но только два из них отвечают за развитие связей с инвесторами: FM (управление финансами) и EX (внешние связи). Эти бизнес-процессы разбиты на subprocesses и для них определены следующие KPI (см. таб. 3.4-1).

Маркировка	Показатель деятельности	Единица измерения	Определение
EX 1	Информирование владельцев собственности и инвесторов	шт.	Количество ответов на запросы и информирование владельцев собственности и инвесторов об изменениях в компании, затрагивающих их интересы
EX 5	Количество упоминаний о компании в специализированных СМИ	шт.	Количество положительных/ нейтральных/ негативных упоминаний о компании в электронных/ печатных специализированных СМИ, на русском/ английском языках
EX 8	Количество аудиторских проверок независимыми консультантами	шт.	Количество аудиторских проверок и консультаций, осуществленных независимыми консультантами
FM 10	Акционерная стоимость компании	\$	Может рассчитываться как на основании рыночной капитализации компании, так и на основе NPV
FM 11	Акционерная стоимость на 1 баррель доказанных запасов	\$	Отношение акционерной стоимости компании к величине доказанных запасов углеводородов компании
FM 12	Акционерная стоимость на 1 баррель добычи углеводородов	\$	Отношение акционерной стоимости компании к объему добычи углеводородов за период
FM 13	Средневзвешенная стоимость капитала	%	Средневзвешенная стоимость всех источников капитала, используемого для финансирования деятельности компании

Табл. 3.4-1. Показатели KPI - IR в компании «ЛУКОЙЛ Оверсиз Холдинг»
Источник: PricewaterhouseCoopers, 2001

Как видно из показателей, дочерняя компания не имеет выведенных финансовых инструментов на открытый рынок и получает финансирование от своей материнской компании НК «ЛУКОЙЛ», что обуславливает обширные контакты компании с главными акционерами. Также отсутствуют показатели взаимоотношений с аналитиками и инвесторами - эта деятельность осуществляется в рамках бизнес-процессов материнской компании.

Но для эффективных отношений с акционерами (главными инвесторами компании) введен большой блок аудиторских проверок, нацеленных на независимое заключение об эффективности расходования инвестиционных ресурсов. Показатели эффективности работы привязаны к акционерной стоимости компании на 1 баррель доказанных запасов/добытой нефти.

Объем IR-работ в «ЛУКОЙЛ Оверсиз Холдинг» не требует наличия создания специализированного подразделения – достаточно в рамках подчинения первому вице-президенту создать позицию менеджера по связям с инвесторами, а часть работ по трансляции информации, например, в специализированные СМИ перепоручить PR-подразделению компании.

Понятно, что другая комбинация использования источников финансовых ресурсов потребовала от компании совершенно других бизнес-процессов и показателей деятельности требуемых организационных ресурсов.

После разработки бизнес-процессов и определения ключевых показателей деятельности, которые должны быть достигнуты, менеджерам проекта становится ясно, какая организационная структура необходима. Как правило, каждый субпроцесс подразумевает выделение определенного количества ресурсов (человеческих, информационных, материальных и т.д.) для собственной реализации, что позволяет смоделировать штатное расписание [3.11].

Из приведенного примера дочернего предприятия НК «ЛУКОЙЛ» понятно, что размер организационной структуры зависит от трудозатрат на поддержание IR-процесса.

Обобщенный бизнес-процесс подразумевает 5 основных субпроцессов, поддержкой которых занимается IR-подразделение. Оно осуществляет в их рамках следующих работ (также см. рис. 3.4-7):

Основные работы (функции) по субпроцессу «Планирование»:

- анализ тенденций финансовых рынков;
- анализ программ корпоративного финансирования компании;
- идентификация возможных партнеров компании (включая инвесторов), оценка потенциала сотрудничества и вынесение соответствующие предложения Совету директоров и высшему руководству;
- оперативное и стратегическое планирование деятельности подразделения;
- согласование деятельности подразделения с другими функциональными подразделениями;
- представление топ-менеджменту предложений по IR-мероприятиям;
- финансовое планирование деятельности подразделения и IR-проектов;
- комплексная разработка IR-проектов;
- принятие решений по распределению ресурсов компании на осуществление IR-программы;
- создание технических заданий для консультантов-подрядчиков;
- ведение управленческого учета в подразделении;
- налаживание и оптимизация бизнес-процессов в подразделении.

Основные работы (функции) по субпроцессу «Создание сообщений («message»)»:

- подготовка информационных материалов о компании;
- ведение архива входящей-исходящей информации;
- управление созданием официальной корпоративной отчетности (годовые и квартальные отчеты);
- подготовка официальной информации о деятельности компании (пресс-релизы, статьи, запросы, профили, обзоры, отчеты и т.д.);
- организация и подготовка материалов для руководства компании – выступления, комментарии, интервью;
- формирование ответов на официальные и неофициальные запросы СМИ, аналитиков, инвесторов, рейтингах агентств;

- создание контента IR-сегмента корпоративного сайта Интернет и новостного раздела.

Основные работы (функции) по subprocessам «Организация - Координация – Контроль»:

- управление текущими IR-проектами;
- создание и поддержание системы корпоративного управления в компании;
- ответы на официальные и неофициальные запросы - осуществление регулярных контактов с представителями инвестиционного сообщества (финансовые аналитики, рейтинговые агентства, инвестиционные банки, брокеры, рейтинговые агентства и т.д.);
- работа со специализированным, отраслевыми СМИ, включая контакты с финансовыми учреждениями и специализированными финансовыми СМИ в России и на Западе;
- проведение переговоров с потенциальными инвесторами;
- организация и проведение различных IR-мероприятий;
- разработка и внедрение единых приемлемых для западных инвесторов стандартов раскрытия информации в компании;
- создание инструментов контрпропаганды и кризисного IR;
- согласование всех внешних контактов высших руководителей компании с представителями стратегических партнеров, с потенциальными инвесторами и их представителями;
- координирование действий консультантов, андеррайтеров и других подрядчиков;
- управление трансляцией информации до целевых аудиторий через различные виды коммуникационных инструментов (личные встречи, Интернет, рассылка, конференции связь).

Далее определяются наиболее приоритетные для компании функции в рамках subprocessов, и трудозатраты на выполнение каждой из них. Это позволяет создать оптимальную организационную структуру IR-подразделения. Также в процессе развития организации могут изменяться потребности компании во взаимодействии с группами инвестиционного сообщества. Но это не изменяет общей модели бизнес-процесса, соответственно функции добавляются или сокращаются, и оптимизируется оргструктура подразделения. В среднем, по данным Investor Relations Magazine размер IR-подразделения в крупных компаниях США, Великобритании и Континентальной Европы составляет 5 человек, включая руководителя [3.17].

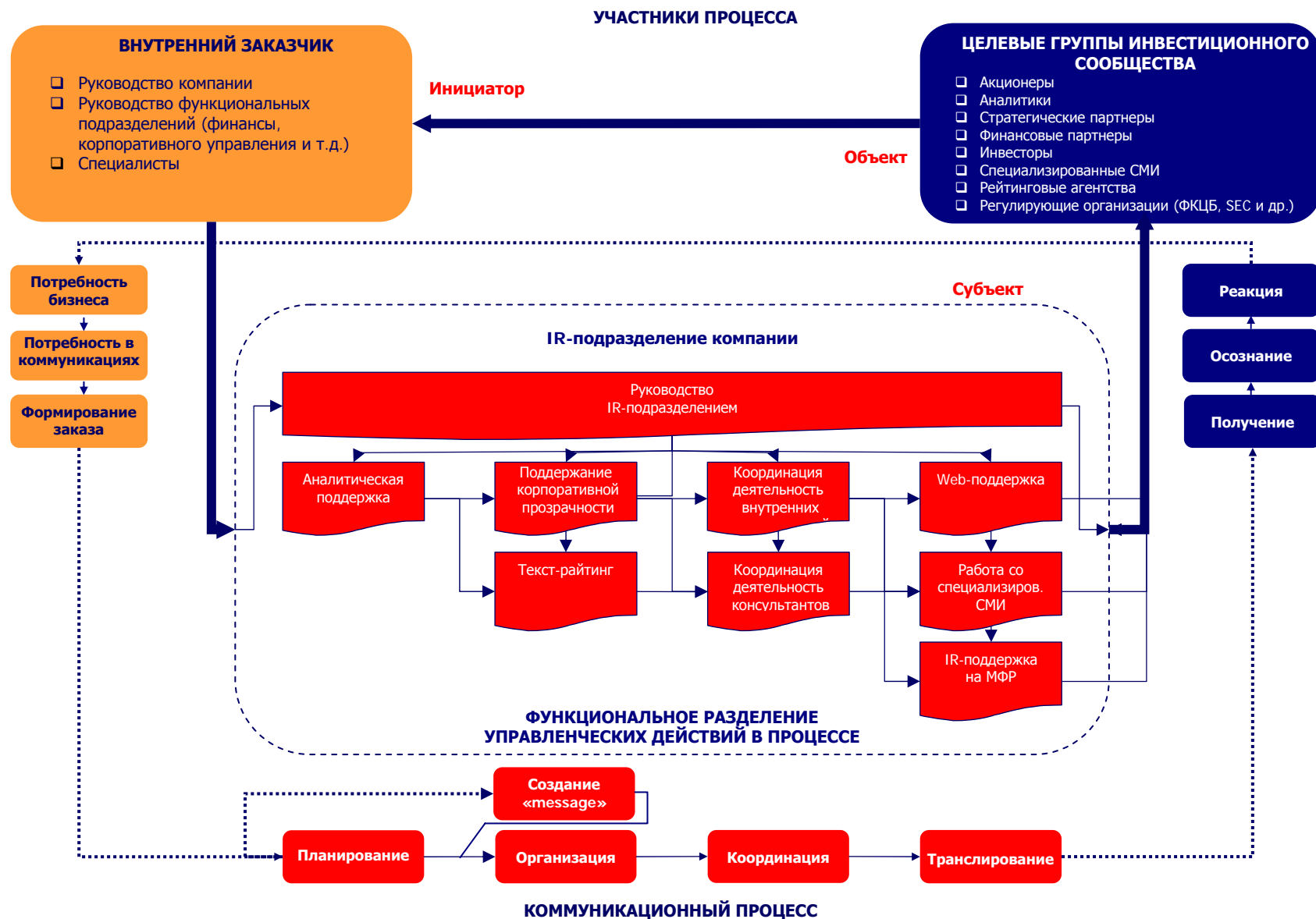


Рис. 3.4-7. Общее описание функциональной модели работы IR-подразделения крупной российской компании (условные оставляющие).
Источник: Схема составлена автором.

§ 3.5 УПРАВЛЕНИЕ IR-ПРОЕКТАМИ В РАМКАХ КОРПОРАТИВНЫХ ПРОГРАММ ВЫХОДА РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ НА РЫНОК ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Наиболее важным этапом реализации корпоративной стратегии, планируемой в горизонте 5-7 лет, является «технический» этап привлечения внешних финансовых ресурсов (инвесторов) – то есть, этап организации базового финансирования намеченных изменений. С точки зрения проектного управления, важнейшей особенностью организации финансирования через долговые инструменты является то, что в течение срока реализации корпоративной стратегии обращение на открытый рынок может осуществляться, и, как правило, осуществляется неоднократно, по мере необходимости в средствах. Таким образом, в структуре единого проекта возникают подпроекты, связанные непосредственно с подготовкой и выпуском эмиссий. В составе таких подпроектов резко возрастает доля операционного и оперативного управления, при этом на период реализации подобного подпроекта деятельность в сфере IR становится приоритетом для всей компании.

В соответствии со спецификой инвестирования через долговые инструменты, эти подпроекты оказывают *различное* влияние на общий процесс управления программой реализации корпоративной стратегии. В том случае, если средства, полученные через долговые инструменты, инвестируются в развитие инфраструктуры компании (как правило, при эмиссии облигаций) изменения в инфраструктуре означают изменения в корпоративном управлении. Однако, использование средств возможно и на пополнение оборота компании, рыночную экспансию и иные экстенсивные формы роста (как правило, синдицированные кредиты). Если в первом случае компания-эмитент, как правило, оказывается оцененной рынком в целом (так как облигации поступают в открытое обращение) и начинает борьбу за повышение этой оценки, то во втором – только кредиторами, отношения с которыми может строить на двусторонней основе. Соответственно, различаются и IR-проекты, сопровождающие использование тех или иных долговых инструментов.

МЕЖДУНАРОДНОЕ СИНДИЦИРОВАННОЕ БАНКОВСКОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Руководителем проекта является банк-организатор, который выполняет функции уполномоченного организатора (см. таб. 3.5-1).

Управление и координация кредита	Исследования и маркетинг
<input type="checkbox"/> Помощь в оптимизации структуры кредита <input type="checkbox"/> Координация процесса принятия решений <input type="checkbox"/> Помощь Заемщику в подготовке документации и аналитических материалов <input type="checkbox"/> Координация действий других советников - юристов, аудиторов и пр.	<input type="checkbox"/> Оценка предприятия в контексте размещения кредита <input type="checkbox"/> Проведение due diligence <input type="checkbox"/> Подготовка презентации для потенциальных банков-участников <input type="checkbox"/> Маркетинг для потенциальных участников
Размещение кредита	Документация
<input type="checkbox"/> Управление стратегией маркетинга <input type="checkbox"/> Премаркетинг <input type="checkbox"/> Синдицирование среди суб-андеррайтеров <input type="checkbox"/> Синдицирование среди банков-участников	<input type="checkbox"/> Подготовка кредитной документации (совместно с юридической компанией) <input type="checkbox"/> Подготовка документации по синдикации <input type="checkbox"/> Подготовка Информационного Меморандума <input type="checkbox"/> Координация погашения долга и выплаты процентов (в течение всего срока кредита) – роль Агента по сделке

Табл. 3.5-1. Роль уполномоченного организатора синдицированного финансирования.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Основные положения предоставления синдицированного кредита следующие:

- Наличие будущих доходов (чаще всего экспортной выручки): заключение (экспортных) контрактов, установление цены и объемов поставок в обеспечение кредита, определение факторов уменьшения рисков (хеджирование);
- Обеспечение кредита: установление минимальных требований к уровню обеспечения (по обслуживанию долга), установление дополнительной потребности в резервном депозите;
- Адекватность структуры: приведение финансовых потоков от (экспортных) контрактов в соответствие с предполагаемыми платежами по кредиту, создание специализированных счетов для обеспечения кредита;
- Адекватное правовое регулирование: кредитная документация, документация по синдикации, валютный контроль, паспорт сделки.

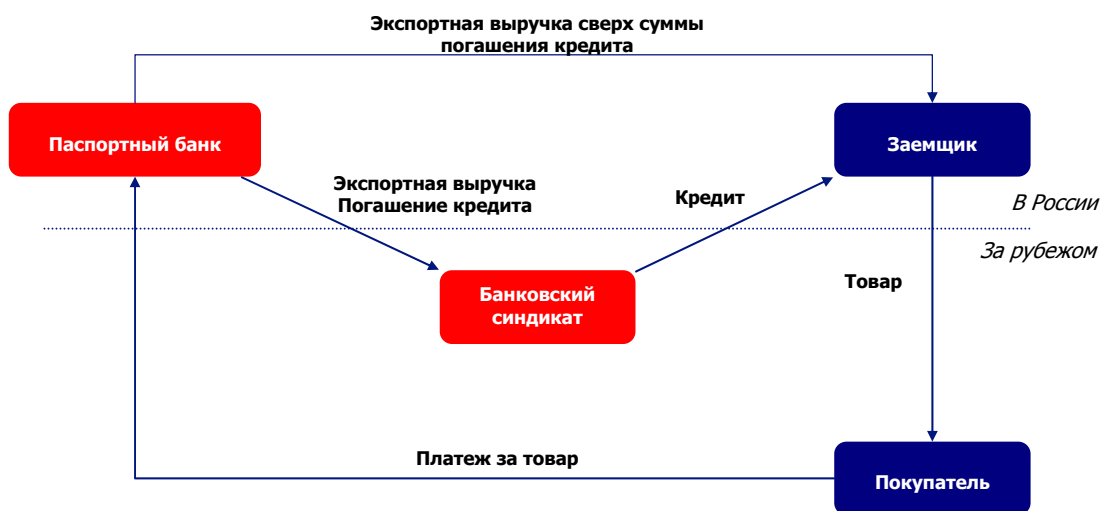


Рис. 3.6.-2. Структура сделки по организации синдицированного финансирования при залоге экспортной выручки.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Предлагаемая структура позволяет избежать создания резервов для большинства иностранных банков, что может увеличить максимальную сумму кредита при минимальной стоимости кредитования. Данная структура сделки также позволяет:

- быстро структурировать и продать кредит на межбанковском рынке в период улучшения банковской конъюнктуры и роста спроса на российский риск;
- сформировать недорогой способ финансирования, особенно для кратко- и среднесрочных кредитов;
- гарантировать выдачу кредита со стороны банков-андеррайтеров;
- использовать компанией созданную структуру и документацию неоднократно, что приводит к снижению юридических расходов.

С точки зрения взаимодействия с инвесторами синдицированное кредитование не требует обязательных корректировок в принципах корпоративного управления компании и повышения прозрачности бизнеса, т.к. кредит выдается под залог активов или запасов. IR-мероприятия (публикации, реклама, выступления топ-менеджеров на конференциях и т.д.) проекта синдицирования в основном направлены на представителей бизнес-сообщества и различных аналитиков с целью создания кредитной репутации (истории), которая может быть последующем использована при облигационных займах или эмиссии акций.

Сроки реализации схемы синдицированного финансирования описаны в рис. 3.5-3.

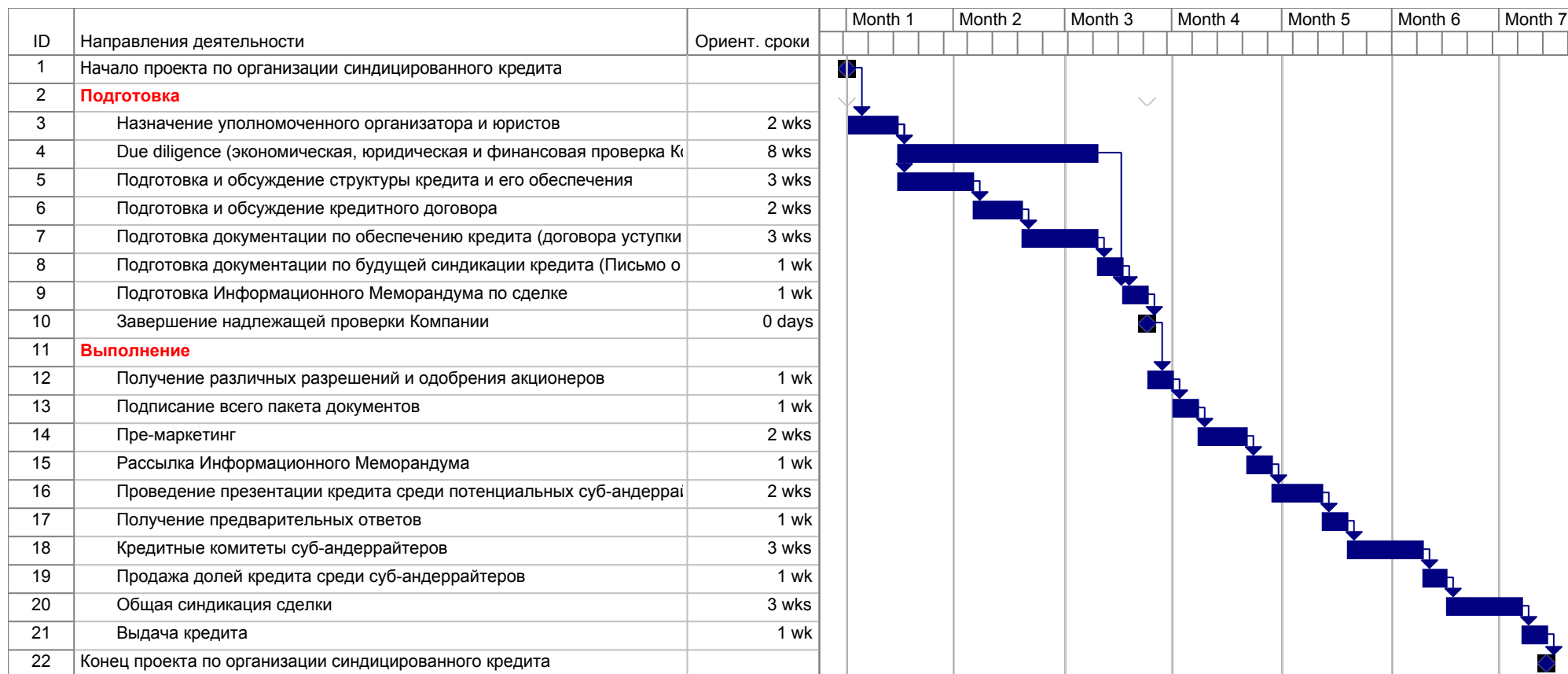


Рис. 3.5-3 Календарный график организации выдачи синдицированного кредита пулом западных банков для российской компании.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Главное, почему синдицированные кредиты стоит рассматривать в качестве начального инструмента работы компании на финансовом рынке, это то, что уровень раскрытия информации в данном случае не регламентирован, достаточно, чтобы он удовлетворял запросам кредиторов. Компания-заемщик может не иметь финансовой отчетности по МСФО, не иметь подтвержденной практики корпоративного управления и не быть публичной (см. табл. 3.5-2). Также заимствование не требуется проводить через процедуру государственной регистрации [3.18].

Синдицированное финансирование на российском рынке имеет ряд правовых особенностей:

- оформление сделки единым кредитным договором;
- каждый кредитор выступает от собственного имени;
- все контакты с заемщиком осуществляются через организатора сделки;
- все кредиторы имеют равные права по кредиту;
- платежи по кредиту производятся пропорционально доле участия каждого банка;
- вторичный рынок долга не предусматривается.

В виде обеспечения могут рассматриваться акции, недвижимость, оборудование, сырье и готовая продукция, а также поручительства. Но из-за отсутствия российской арбитражной практики существует ряд проблем с контролем за обеспечением кредита (множественность залогодержателей увеличивает юридические риски; выручка предприятия является лишь косвенным обеспечением). Поэтому банки берутся за реализацию синдицированных проектов только с очень крупными заемщиками и на небольшие сроки.

Параметр	Синдицированный кредит	Облигационный корпоративный рублевый заем
Состав кредиторов	Определяется заемщиком	Не ограничен (открытая подписка)
Регистрация документации	Не требуется	Требуется государственная регистрация
Раскрытие информации	Не регламентировано	Регламентировано
Валюта кредита	Доллар США, Рубль России	Рубль России
Обеспечение	Необходимо	Не требуется
Вторичный рынок	Невозможен	Возможен
Рыночная инфраструктура	Не требуется	Биржа, Депозитарий
Особенности налогообложения	Нет	Налог в размере 0,8% от размера эмиссии

Табл. 3.5-2. Сравнительный анализ параметров синдицированного финансирования и выпуска корпоративных облигаций на российском финансовом рынке.
Источник: «Банк Зенит», 2002

Регулирование рынка еврооблигаций отличается высокой степенью либеральности, что обусловлено международным характером облигаций, которые выпускаются и обращаются сразу в нескольких странах. Ни одно из государств, где выпускаются облигации, не вправе требовать соблюдения законодательных норм, принятых в этой стране. Поэтому существует межнациональный орган регулирования рынка еврооблигаций, созданный самими участниками этого рынка: Ассоциация участников международного рынка ценных бумаг (ISMA). Данная организация объединяет примерно 1 000 финансовых институтов из различных стран.

Отличительной чертой рынка еврооблигаций является то, что в качестве эмитентов выступают надежные заемщики, чья репутация и кредитоспособность не вызывает сомнений. Только в этом случае есть гарантия размещения облигационного выпуска.

Основные параметры еврооблигаций представлены в таблице 3.5-3.

Валюта (Euro или US\$)	Купон (фиксированный или плавающий)
<input type="checkbox"/> Выбор инвесторской базы <input type="checkbox"/> Возможность минимизации спрэдов	<input type="checkbox"/> Общепринятая практика на момент выпуска <input type="checkbox"/> Выбор инвесторской базы <input type="checkbox"/> Собственные прогнозы долгосрочной динамики процентных ставок
Объем	Срок погашения (до 3-х лет или более)
<input type="checkbox"/> Необходимый минимум для обеспечения ликвидности <input type="checkbox"/> Возможность незамедлительно направить полный объем занимаемый средств на производственные нужды	<input type="checkbox"/> Общепринятая практика на момент выпуска <input type="checkbox"/> Дебютный или повторный выпуск <input type="checkbox"/> Выбор инвесторской базы

Табл. 3.5-3. Основные параметры еврооблигаций.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Существует две основных схемы вывода российских компаний на рынок еврооблигаций.

Во-первых, выпуск облигаций возможен по так называемой «внутренней схеме». Российская компания-эмитент выпускает облигации в иностранной валюте для размещения за пределами РФ. При этом она попадает под требования и ограничения, установленные ЦБ РФ в виде специального разрешения, регистрации проспекта эмиссии и разрешение в ФКЦБ РФ, а также оплаты налога на сумму эмиссии в 0,8% [1.64]. В случае использования «внутренней схемы» существуют также ограничения для акционерных обществ, когда облигации могут выпускаться обществом только после полной оплаты уставного капитала, номинальная стоимость выпускаемых облигаций не может превышать размера уставного капитала общества или обеспечения, предоставленного третьими лицами для целей выпуска, а также облигации без обеспечения могут выпускаться только после надлежащего утверждения двух годовых балансов.

Использование второй схемы, т.н. «международной» подразумевает, что средства, полученные от выпуска еврооблигаций, передаются в форме кредита или займа российской компании, от специально созданного дочернего оффшорного предприятия или иностранного банка. В этом случае существуют только следующие

требования и ограничения: оплата налога на прибыль в оффшоре и ограничения по рекламе и предложению. К преимуществам можно отнести отсутствие контроля ЦБ РФ и ФКЦБ РФ, а также избежание ограничений, налагаемых законодательством РФ о рынке ценных бумаг.

Лид-менеджер определяет команду проекта выпуска еврооблигаций (табл. 3.5-4).

Лид-менеджер	Юридический советник эмитента
<input type="checkbox"/> Подготовка кредитного рейтинга <input type="checkbox"/> Due diligence <input type="checkbox"/> Правка проспекта эмиссии <input type="checkbox"/> Аналитическое сопровождение <input type="checkbox"/> Маркетинг и дистрибуция <input type="checkbox"/> Поддержка на вторичном рынке	<input type="checkbox"/> Due diligence <input type="checkbox"/> Подготовка проспекта эмиссии <input type="checkbox"/> Юридическое заключение
Аудиторы	Советник по связям с общественностью
<input type="checkbox"/> Финансовый аудит <input type="checkbox"/> Комфортное письмо	<input type="checkbox"/> Координация общения со средствами массовой информации <input type="checkbox"/> Публикации информации <input type="checkbox"/> Пресс-релизы <input type="checkbox"/> Корпоративный имидж <input type="checkbox"/> Логистика road-show <input type="checkbox"/> Определение места проведения встреч <input type="checkbox"/> Стратегия подготовки презентаций в road-show

Табл. 3.5-4. Команда и функции участников проекта выпуска еврооблигаций.
 Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Вне зависимости от выбранной схемы компания-эмитент проходит стандартный процесс выпуска еврооблигаций (см. табл. 3.5-4), под руководством лид-менеджера выпуска из числа крупнейших финансовых институтов (Deutsche Bank, J. P. Morgan Chase, BNP Paribank, Citigroup/SSB, Morgan Stanley DW, HSBC, Barclays Capital, CSFB и др.).

Например, в период 2000-2003 г. по числу и объему эмиссий корпоративных облигаций в евро лидировали немецкий Deutsche Bank и американский J. P. Morgan Chase. Эти банки относятся к категории универсальных. Они могут выводить на рынок еврооблигаций те компании, которых раньше только кредитовали. В отношении новых эмитентов, в частности, российских компаний, оценка привлекательности бумаг во многом зависит от лид-менеджера займа. Инвестиционные фонды при оценке рынка опираются на собственные исследования и экспертную оценку зарубежных финансовых институтов, работающих в стране регистрации компании [3.19].



Рис. 3.5-4. Процесс выпуска еврооблигаций.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Как уже отмечалось, для потенциальных инвесторов самый простой и доступный способ определения кредитоспособности компании – ориентация на ее кредитный рейтинг, который составляется крупнейшими международными рейтинговыми агентствами (S&P, Moody's и Fitch). Поэтому его присвоение является одним из первых шагов компании в процессе выпуска еврооблигаций. В рамках процедуры присвоения кредитного рейтинга проводится независимая оценка способности эмитента обслуживать и погашать свои долговые обязательства, которая основывается на анализе качественных показателей компании кредитными экспертами.

Процесс получения кредитного рейтинга состоит из последовательных действий (см. рис. 3.5-5).



Рис. 3.5-5. Процесс присвоения рейтинга.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

По получению кредитного рейтинга и регистрации проспекта эмиссии проводится так называемый процесс пре-маркетинга (см. рис. 3.5-6), суть которого в точном определении целевых аудиторий инвесторов, в том числе по критерию наличия у них допуска к работе с инструментами определенного рейтинга (то есть, в российском случае, повышенного риска).



Рис. 3.5-7. Процесс пре-маркетинга еврооблигаций.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Именно после определения круга инвесторов, начинаются реализовываться IR-мероприятия, когда лид-менеджер займа производит рассылку общей информации о потенциальном размещении еврооблигаций (т.н. «red herring» - общее описание). Рассылка подкрепляется проведением 7-10 road-show (ознакомление инвесторов с деятельностью компании или продвижение на рынок конкретных финансовых инструментов), которые для больших займов (для России это свыше \$300 млн.) должны проходить как в ключевых финансовых центрах Европы, так и в США. Road-show в Европе (Франкфурт, Милан, Вена, Париж, Цюрих, Лондон) является основной точкой приложения усилий для обеспечения успеха размещения еврооблигаций. А road-show в США (Чикаго, Лос-Анджелес, Бостон, Нью-Йорк) нацелено на создание критической инвестиционной базы для обеспечения эмиссии облигаций, номинированных в долларах США. Road-show состоит из деловых встреч (завтраки и обеды) с инвесторами, презентаций, индивидуальных встреч, телефонных и Интернет-конференций. Именно эти IR-мероприятия определяют, по сути, качество размещения облигаций.

Далее инвесторы на основании полученной информации, проводят собственную оценку относительной стоимости размещения, которая подается в виде записи в книге заявок (подписки) на покупку облигаций. Лид-менеджер выпуска определяет размер/структуру/цены размещения и производит его, закрывая сделку (см. рис. 3.5-8).

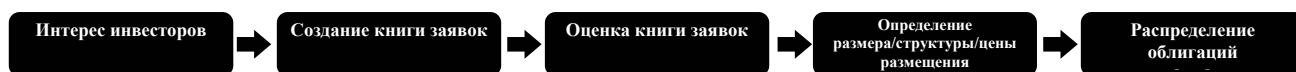


Рис. 3.5-8. Процесс синдикации и распространения еврооблигаций.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Далее идет процесс регистрации сделок, и после этого облигации поступают на вторичный рынок. Его лид-менеджер поддерживает погашение облигаций по завершении срока размещения, а также занимается исполнением оферт. После закрытия сделок, команда IR-проекта осуществляет рассылку пресс-релиза по деловым и специализированным изданиям, а также по адресам аналитиков инвестиционных компаний и существующих и потенциальных клиентов.

Рыночный механизм взаимодействия компании и инвесторов зависит от способа первичного размещения, который выбирает компания-эмитент. Размещение может проходить тремя способами:

- ☐ проведение аукциона по продаже бумаг;
- ☐ прямое размещение ценных бумаг;
- ☐ размещение ценных бумаг посредством инвестиционных банков.

В России аукционы используются только на рынке ГКО-ОФЗ. Прямое размещение распространено среди финансовых институтов, так как промышленные компании самостоятельно на долговой рынок не выходят. Поэтому широко практикуется вариант эмиссии через посредничество инвестиционных банков. Как правило, они являются, как финансовыми консультантами и андеррайтерами выпуска, так и игроками вторичного рынка, поддерживающими ликвидность выпуска (маркет-мейкерами).

Еще в 2000 г. этот рынок (услуги по размещению и поддержанию на рынке облигационных займов) был абсолютно не развит в России. Сейчас же, по данным агентства «Cbonds.ru», на рынке облигаций сложилась группа из 10-12 ведущих инвестиционных банков (Росбанк, ИБ «ТРАСТ», МДМ-Банк, Банк «Зенит», ИК «Тройка Диалог», Банк «Кредит Свис Ферст Бостон», Банк Москвы и др.) которые занимаются размещением и поддержкой корпоративных займов. Очень часто для размещения облигационного займа образуется эмиссионный синдикат из нескольких крупных банков.

Также помимо лид-менеджера в процессе размещения облигационного займа принимают участие финансовые консультанты, платежные агенты, специализированные IR-агентства (см. табл. 3.5-5) [3.20].

Лид-менеджер		Финансовый консультант эмитента	
<input type="checkbox"/> Организация синдиката андеррайтеров <input type="checkbox"/> Первичное размещение (ММВБ, СПВБ, РТС, внебиржевой рынок)		<input type="checkbox"/> Определение потребности в финансировании эмитента <input type="checkbox"/> Анализ кредитного риска и оценка состояния рынка <input type="checkbox"/> Консультирование при подготовке документов на гос. регистрацию <input type="checkbox"/> Определение структуры выпуска	
Маркет-Мейкер	IR агентство	Платежный агент	
<input type="checkbox"/> Формирование и поддержка вторичного рынка облигаций <input type="checkbox"/> Агент эмитента по исполнению оферт	<input type="checkbox"/> Разработка коммуникационной программы IR при эмиссии; <input type="checkbox"/> Проведение презентаций (Road show или другие формы) <input type="checkbox"/> Анализ предпочтений инвестиционного сообщества <input type="checkbox"/> Взаимодействие со СМИ	<input type="checkbox"/> Формирование и поддержка вторичного рынка облигаций <input type="checkbox"/> Агент эмитента по исполнению оферт <input type="checkbox"/> Организация выплат доходов владельцам при погашении облигаций <input type="checkbox"/> Организация выплат процентных платежей владельцам облигаций	

Табл. 3.5-5. Команда и функции участников проекта выпуска корпоративных облигаций.
 Источник: R.I.M. Porter Novelli, 2003

По мнению экспертов банка «Зенит» существуют следующие критерии выбора андеррайтера:

- Опыт организации финансирования;
- Гарантии размещения всего выпуска;
- Обеспечение ликвидного вторичного рынка;
- Способность обеспечить широкую инвестиционную базу;
- Дополнительные услуги и возможности;
- Аналитическая поддержка.



Рис. 3.5-9. Процессы коммуникации при размещении облигационного займа.
Источник: R.I.M. Porter Novelli, 2003

Расходы эмитентов на организацию займа состоят из налогов, комиссий и биржевых взносов. В совокупности они составляют 2-3% от номинального объема выпуска [3.21]:

- Налог на эмиссию ценных бумаг – 0,8%
- Комиссии бирже и депозитарию – 0,3%
- Комиссия организатору и эмиссионному синдикату – 1-1,5%
- Коммуникационные расходы – 0,1-0,5%.

По мнению экспертов банка «Зенит» существуют следующие критерии выбора андеррайтера:

- Опыт организации финансирования;
- Гарантии размещения всего выпуска;
- Обеспечение ликвидного вторичного рынка;
- Способность обеспечить широкую инвестиционную базу;
- Дополнительные услуги и возможности;
- Аналитическая поддержка.

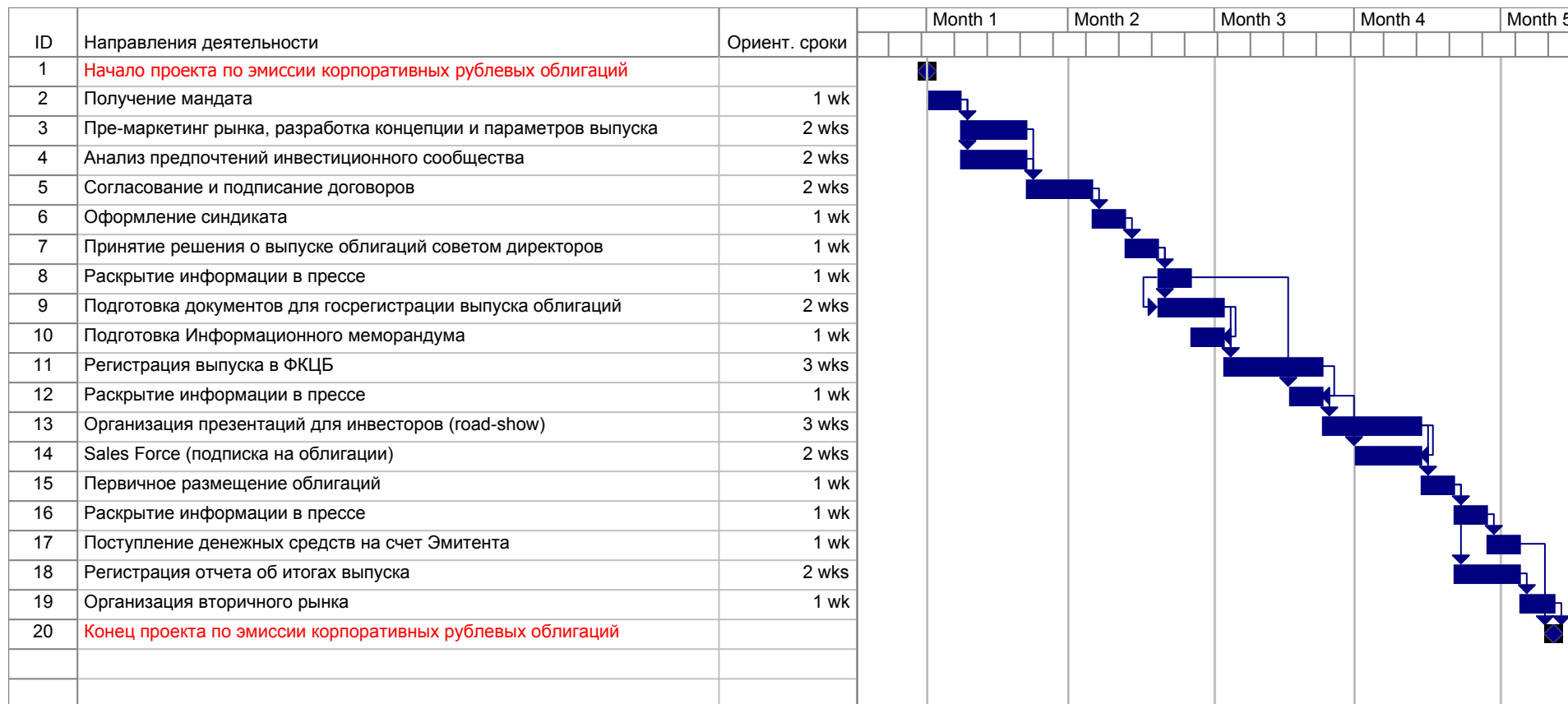


Рис. 3.5-10. Календарный график по эмиссии корпоративных рублевых облигаций.
Источник: R.I.M. Porter Novelli, 2003

§ 3.6 УПРАВЛЕНИЕ IR-ПРОЕКТАМИ В РАМКАХ КОРПОРАТИВНЫХ ПРОГРАММ ВЫХОДА РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ НА РЫНОК АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

В аспекте проектно-ориентированного управления программой стратегического развития компании, эмиссии акций представляют собой один из важнейших элементов всей работы компании в области развития отношений с инвесторами. Если стратегия предусматривает выход компании на публичный рынок, то в таком случае, эмиссия акций является базовым подпроектом проекта реализации корпоративной стратегии. Фундаментальный характер этого подпроекта вытекает из того, что, в отличие от эмиссии облигаций, эмиссия акций изменяет структуру собственности компании. И хотя, как и при реализации подпроектов использования долговых инструментов, в ходе эмиссии акций резко возрастает объем операционного и оперативного управления отношениями с инвесторами (их становится в несколько раз больше). Выход компании на рынок акций неминуемо означает качественные изменения в компании и оказывает возвратное влияние на саму корпоративную стратегию. Таким образом, проектное управление в целом при эмиссии акций представляет собой наиболее сложный комплекс, основная роль в котором отводится IR-проекту. Последний, в свою очередь, в отличие от случаев с использованием долговых инструментов, занимает центральное место в общем проекте реализации корпоративной стратегии компании не на время, а на постоянной основе, так как после эмиссии акций результаты проекта реализации корпоративной стратегии всегда будут оцениваться на основании стоимости акций компании.

Сам процесс первичного размещения акций, начиная от составления заявки на регистрацию эмиссии, занимает от трех до шести месяцев, но его подготовка может потребовать и более длительных сроков. Все зависит от того, сколько времени требуется для приведения структуры предприятия, его органов управления и финансовой отчетности в соответствие с требованиями, предъявляемыми к публичным компаниям. Для группы предприятий, не связанных вертикальной структурой владения, может потребоваться реструктуризация, а также выделение непрофильных активов. Время на подготовку и аудит финансовой отчетности по международным стандартам определяется качеством внутренней системы бухгалтерского учета, а также наличием опыта подготовки такой отчетности самой компанией (см. табл. 3.6-1).

Подготовка: 6 месяцев	Выполнение: 4-5 месяцев
Ключевые элементы: <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> назначение лид-менеджера, юристов и аудиторов <input type="checkbox"/> разработка и внедрение новой структуры группы <input type="checkbox"/> подготовка бизнес-планов для ключевых предприятий группы <input type="checkbox"/> экономическая, юридическая и финансовая проверка (due diligence) <input type="checkbox"/> оценка, обмен акциями и выделение непрофильных структур (по необходимости) <input type="checkbox"/> подготовка отчета о доходах и убытках <input type="checkbox"/> внедрение процедур корпоративного управления 	Ключевые элементы: <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> завершение надлежащей проверки <input type="checkbox"/> обновление бизнес-плана и оценки на основе полученных результатов финансовой деятельности <input type="checkbox"/> получение различных разрешений и одобрения акционеров <input type="checkbox"/> составление и подача проспекта <input type="checkbox"/> подготовка аналитического отчета <input type="checkbox"/> pre-маркетинг <input type="checkbox"/> road-show

Табл. 3.6-1. Сроки исполнения IPO для размещения в виде ADR.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Также важен выбор времени размещения, который зависит от следующих четырех главных факторов (см. табл. 3.6-2) [1.85].

Состояние фондовых рынков	Конкурирующие размещения
<input type="checkbox"/> Рост мировой экономики ожидается в 2004 г., однако рынки относятся к этому осторожно <input type="checkbox"/> Акции российских компаний продолжают превосходить показатели мировых рынков <input type="checkbox"/> Стабильность бюджета, рост валютных резервов и продолжающиеся реформы <input type="checkbox"/> Успешное размещение аналогов (напр. Wimm-Bill-Dann)	<input type="checkbox"/> Размещения акций компаний из Центральной и Восточной Европы <input type="checkbox"/> IPO крупнейших российских нефтяных компаний могут отвлечь внимание инвесторов от других эмитентов
Перспективы отрасли и компании	Готовность компании к IPO
<input type="checkbox"/> Сезонность и цикличность отрасли <input type="checkbox"/> Зависимость от отдельных макроэкономических факторов (рост доходов населения, цены на нефть и др.) <input type="checkbox"/> Доля рынка компании <input type="checkbox"/> Перспективы развития компании	<input type="checkbox"/> Создание компании-эмитента <input type="checkbox"/> Оптимизация структуры группы <input type="checkbox"/> Подготовка аудиторских финансовых отчетов за последние 3 года <input type="checkbox"/> Бизнес-план и прогноз развития <input type="checkbox"/> Процедуры корпоративного управления

Табл. 3.6-2. Выбор времени размещения IPO на МФР.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Для обращения в основном на европейском фондовом рынке существует другой вид размещения – GDR (глобальные депозитарные расписки). Эти видом эмиссии по состоянию на 2002 г. воспользовался только РФФИ (Российский фонд федерального имущества) когда в августе 2002 г. на Лондонской фондовой бирже было размещено 5,9% акций НК «ЛУКОЙЛ», принадлежащих государству. В основном, когда идет речь о IPO, большинство экспертов все-таки подразумевают вывод акций компании на NYSE в виде ADR различного уровня (см. табл. 3.6-3).

	Лондонская фондовая биржа (LSE) GDR	Нью-Йоркская биржа (NYSE) ADR	Российский фондовый рынок
«ЗА»	<input type="checkbox"/> Известный, стабильный и ликвидный фондовый рынок <input type="checkbox"/> Центр сосредоточения инвесторов в Центральной и Восточной Европе <input type="checkbox"/> Менее строгие регистрационные процедуры <input type="checkbox"/> Меньшие затраты на листинг <input type="checkbox"/> Близость к России и низкая временная разница <input type="checkbox"/> Американские инвесторы допускаются по правилу 144A.	<input type="checkbox"/> Самая большая и престижная торговая площадка <input type="checkbox"/> Площадка для большинства крупных американских инвесторов для торговли акциями «новых» рынков <input type="checkbox"/> Неамериканские эмитенты играют все более важную роль <input type="checkbox"/> Предпочтительный выбор быстрорастущих российских компаний	<input type="checkbox"/> Высокий потенциал роста за счет отечественных инвесторов <input type="checkbox"/> Повышение интереса международных инвесторов к локальным выпускам <input type="checkbox"/> Необходимость локального листинга для выхода на международный листинг (по требованию ФКЦБ)
«ПРОТИВ»	<input type="checkbox"/> Инвесторы меньше удовлетворены требованиями к раскрытию информации, чем на NYSE <input type="checkbox"/> Мало российских эмитентов	<input type="checkbox"/> Самые жесткие условия листинга <input type="checkbox"/> Более высокие комиссионные, чем на LSE <input type="checkbox"/> Жесткие условия раскрытия информации <input type="checkbox"/> Небольшим торгуемым акциям может не хватать видимости	<input type="checkbox"/> Инвесторская база остается ограниченной <input type="checkbox"/> Не отвечает мировым стандартам <input type="checkbox"/> Невысокая ликвидность по сравнению с другими фондовыми рынками <input type="checkbox"/> Сложная и неэффективная процедура выпуска

Табл. 3-6-3. Выбор места проведения размещения IPO на МФР.
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Подготовка и осуществление IPO требует значительных затрат рабочего времени сотрудников самого предприятия, а также средств для привлечения инвестиционных банков, юристов и аудиторов. Расходы на подготовку к IPO могут составить до 10%

от суммы привлеченных средств. Главная роль в процессе размещения отводится андеррайтеру (другое название - лид-менеджер). Андеррайтер будет контролировать весь дальнейший процесс подготовки компании для IPO, искать будущих инвесторов и обеспечивать само размещение ADR (см. табл. Пр-5-4).

Аналитики выделяют шестерку крупнейших инвестиционных банков мира (все они американские): Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Salomon Smith Barney, J.P. Morgan Chase. «Если вы хотите, чтобы IPO было удачным, имя андеррайтера должно быть известным», – считает Павел Науменко, глава управления по торговле акциями группы «Ренессанс Капитал», выступавшей ко-андеррайтером при IPO компаний «Вымпелком», МТС и «Сибнефть» [1.83]. Для выбора андеррайтера проводится тендер. Как правило, цена, за которую крупные андеррайтеры соглашаются работать с компанией, – 5% от суммы размещения плюс накладные расходы, которые могут достигать \$1,5 млн.

Первое, что делает андеррайтер – это устраивает проверку компании. Если в ходе ревизии обнаружатся слабые места эмитента, андеррайтер предложит компании их исправить (см. табл. 3-6-4).

Управление и координация проекта	Размещение акций
<input type="checkbox"/> Помощь в оптимизации структуры группы <input type="checkbox"/> Координация процесса принятия решений <input type="checkbox"/> Помощь в корпоративном управлении <input type="checkbox"/> Переговоры с биржей <input type="checkbox"/> Координация действий других советников - юристов, аудиторов и пр.	<input type="checkbox"/> Рекомендации по структуре размещения <input type="checkbox"/> Управление стратегией маркетинга <input type="checkbox"/> Вопросы логистики <input type="checkbox"/> Премаркетинг и роудшоу <input type="checkbox"/> Синдицирование и ценообразование <input type="checkbox"/> Поддержка акций после размещения
Исследования и оценка	Корпоративное управление и документация
<input type="checkbox"/> Оценка в контексте реорганизации и размещения <input type="checkbox"/> Подготовка презентации аналитикам <input type="checkbox"/> Подготовка аналитических отчетов <input type="checkbox"/> Маркетинг для институциональных инвесторов <input type="checkbox"/> Организация постоянной аналитической поддержки	<input type="checkbox"/> Подготовка проспекта эмиссии <input type="checkbox"/> Анализ воздействия существующих правил <input type="checkbox"/> Подготовка необходимой документации <input type="checkbox"/> Представление документации в Комиссию по ценным бумагам <input type="checkbox"/> Координация действий аудиторов

Табл. 3.6-4. Роль финансового советника и андеррайтера (лид-менеджера).
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

Следующий этап – составление проспекта по форме F-1. Его готовят юристы, финансовые советники, андеррайтер. Это самый главный документ всего процесса вывода компании на биржу. В нем указываются подробнейшие сведения о компании: биография и зарплата топ-менеджеров, юридические и банковские советники, аудиторы, финансовая информация (выручка, доход, оборот, задолженность, акционерный капитал), состав акционеров. В проспект размещения входят также регистрационные данные, история компании во всех подробностях, описание ее структуры и обзор хозяйственной деятельности. Компания должна честно рассказать о факторах риска, присущих ее бизнесу или отрасли.

С этим проспектом андеррайтер и топ-менеджеры компании обращаются в SEC, которая изучает проспект, может задать руководителям вопросы и в итоге одобрить или не одобрить регистрацию компании на бирже (листинг).

Далее андеррайтер проводит предварительный маркетинг размещения. Консультируется с клиентами, спрашивает их мнение относительно перспектив

компании-эмитента на бирже. В итоге андеррайтер формирует картину ожиданий инвесторов и вычисляет приблизительный диапазон цен акций.

Затем наступает кульминационный этап подготовки к IPO – road show. В процессе road show топ-менеджеры и представители андеррайтера встречаются с потенциальными инвесторами и презентуют эмиссию в деловых центрах США и Европы (Нью-Йорк, Сан-Франциско, Чикаго, Бостон, Лондон, Франкфурт). Road show обычно занимает две недели, в его организации может участвовать специализированное IR-агентство.

Road show – это презентационные подпроекты, которые являются ключевыми в IR-проекте выхода компаний на рынок акционерного капитала. Они предшествуют первоначальному предложению ценных бумаг, когда лид-менеджеры и управляющие компаниями представляют свою компанию потенциальным инвесторам с целью определения заинтересованности в приобретении этих бумаг. Этот процесс нужен для назначения начальной цены акций/облигаций.

По мнению экспертов PR-агентства «Михайлов и Партнеры» [3.22], для российских компаний непозволительно недооценивать значение презентации. Несмотря на то, что инвесторы заранее получают инвестиционный меморандум, бизнес-план или проспект, в 90% случаев они читают только резюме документа.

Инвестиционная презентация готовится для одной/нескольких запланированных встреч или для road show. Единичная встреча может длиться 1,5 - 2 часа и предусматривает свободную дискуссию и обмен мнениями. Презентация в ходе road show жестко хронометрирована и занимает не более часа. В обоих случаях следует отвести на выступление не более 20 минут. Учитывая, что один слайд традиционной презентации занимает от 45 секунд до 1,5 минуты, выступление должно сопровождаться 15 - 20 слайдами. Презентацию для небольшого числа встреч следует по возможности подстроить под ожидаемые интересы партнеров. Презентацию для road show следует тщательно стандартизировать.

Примерный перечень разделов инвестиционной презентации:

- краткое описание компании или концепция проекта;
- история компании или проекта (с акцентом на деловые успехи);
- описание ситуации (в индустрии, на рынке и пр.);
- описание рынка и конкуренции;
- ближайшие планы и стратегия развития;
- партнерские связи;
- характеристика менеджмента;
- факторы успеха и их обоснование;
- структура финансирования и «выход» инвестора;
- бюджет и использование привлекаемых денег;
- ожидаемые финансовые результаты;
- инвестиционные риски.

В ходе подготовки презентации необходимо тщательно рассортировать материал на общий и дополнительный. К общим в инвестиционной презентации относятся:

- разделы, интересные собственно инвесторам, в первую очередь те, которые объясняют, сколько денег требуется от инвестора и что и когда инвестор получит взамен;
- разделы, важные для понимания индустрии, компании или проекта.

Общий материал предъявляется в ходе основного выступления, а дополнительный подключается, если в нем возникнет необходимость, например в ходе ответов на вопросы.

Типичные ошибки при проведении презентаций:

- в презентациях и инвестиционных документах не совпадают цифры, имена или схемы;
- презентация содержит устаревшие или неполные данные;
- презентация явно скопирована со стандартной или чужой презентации;
- презентация чересчур длинная;
- выступающий не позаботился заранее о подготовке оборудования или бумажных копий.

Стоимость мероприятий по увеличению финансовой прозрачности может достигать до нескольких миллионов долларов, и такие расходы могут позволить только крупные компании. Так, разовое road show в России стоит \$20 - 30 тыс., на Западе - вдвое дороже. Следовательно, десяток road show в крупных городах Европы и США выльется в полмиллиона долларов. Но все же именно на них происходит большинство личных встреч аналитиков и экспертов с руководством компании. И российские эмитенты вынуждены следовать общемировым тенденциям.

После road show начинается процесс заполнения книги заявок. Банк-андеррайтер общается с клиентами-инвесторами, называет приблизительный объем IPO и ценовые рамки и собирает заявки: кто и по какой цене согласен купить акции. «Компания, которая идет на IPO, должна стоить не менее \$500 млн, – считает Олег Царьков из «Тройки-Диалог». – Обычно IPO составляет до 25% акций, то есть речь идет о \$100 млн. Иначе торги не будут активными, а ADR – ликвидными» [1.83].

Если акции компании представляются инвесторам перспективными, то количество заявок должно превышать предложение в несколько раз. Затем андеррайтер определяет оптимальную цену продажи и непосредственно инвесторов. Если же достаточного количества заявок не набирается, андеррайтер сам выкупает IPO. Андеррайтер так выбирает инвесторов, чтобы хотя бы половина из них не выставляли акции на продажу в первый же день. Это делается для того, чтобы цена акций не упала. В случае падения андеррайтер выкупает часть акций, дабы поддержать курс. В случае же резкого роста он выставляет на продажу дополнительный пакет – green shoe.

Но размещение акций на NYSE или LSE – это только начало долгой и кропотливой работы по соблюдению общепринятого кодекса взаимодействия с собственными инвесторами. Он определен все той же SEC. Помимо прозрачной бухгалтерии компании требуется организовать специальный отдел по связям с инвесторами, который будет заниматься комплексным информированием инвесторов о положении компании.

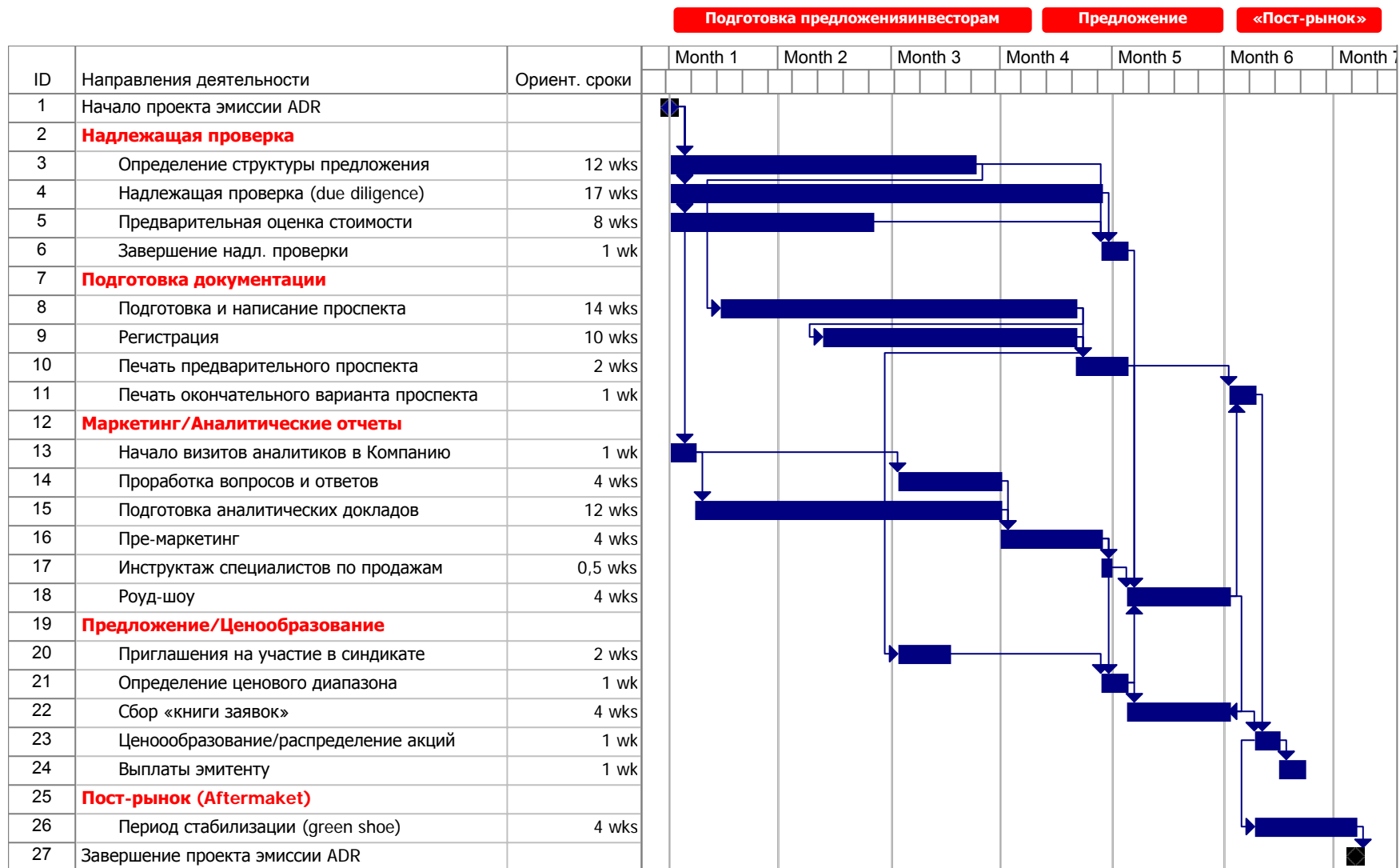


Рис. 3.6-1. Календарный график выполнения сделки IPO для размещения в виде ADR российской компании (минимальные сроки).
Источник: ING Bank Eurasia, 2002

§ 3.7 УПРАВЛЕНИЕ АНТИКРИЗИСНЫМИ ПРОЕКТАМИ В ОТНОШЕНИЯХ С ИНВЕСТОРАМИ

В рамках рассматриваемой модели мультипроектного управления реализацией корпоративной стратегии антикризисные проекты занимают особое место. С одной стороны, создание элементов, способствующих предотвращению кризисов, находится в структуре любого подпроекта по привлечению внешних инвестиций (и лишь рассматривается автором отдельно, в данном подразделе, в силу сходства управленческого инструментария). В этой части, антикризисные подпроекты подпадают под операционное управление, когда на возникающие предпосылки кризисной ситуации (не входящей в рамки стандартных регламентов), формируется проектная группа антикризисного проекта. Время возникновения и характер развития кризисной ситуации, как правило, обусловлены внешними причинами, находящимися за пределами компетенции компании, поэтому до начала реализации антикризисного проекта ситуация управляется в оперативном (текущем) режиме. Кризисные ситуации возникают как непосредственно в отношениях с инвесторами (например, непредставление информации, невежливость и т.п.) - в таком случае, они подлежат урегулированию силами IR-службы, так и в самой деятельности компании. Последнее происходит на несколько порядков чаще и, в свою очередь, оказывает более сильное негативное влияние на мнение инвесторов. Поэтому полноценная система антикризисных действий в области IR – это самостоятельная система, охватывающая все аспекты деятельности компании (хотя и действующая, прежде всего, на инвесторов) и основанная на мультипроектном управлении.

Фондовые рынки очень чувствительно реагируют на любые кризисные ситуации, происходящие как внутри компании, так и в индустрии (отрасли). Примером может служить случай, когда в середине 90-ых компания Coca-Cola выпустила на рынок Западной Европы продукцию в упаковке, не соответствующей санитарным нормам. За первые недели кризиса капитализация компании упала на 18% [3.23; 3.24]. Аналитики и инвесторы сделали выбор в сторону продажи акций, т.к. сочли, что компания потеряет значительную долю рынка и доверие потребителей, что повлечет за собой снижение доходов и скажется на дивидендах. Банкротство ряда авиакомпаний после трагических событий сентября 2001 г. было вызвано не столько снижением объема перевозок и увеличением страховых платежей, сколько падением курса акций и снижением капитализации компаний, что подорвало их возможности преодолеть кризис за счет привлеченных ресурсов извне.

Большинство крупных российских компаний содержат большой парк устаревшего оборудования, который создает высокий *технологический риск*. В качестве примера можно привести неожиданный пожар на «КАМАЗе», уничтоживший цех двигателей. Компания преодолевала ситуацию на протяжении 5 лет [3.25]. Серьезные аварии происходят в газовой и нефтяной промышленности из-за физического износа трубопроводов.

Высоки и *социально-политические риски*. В качестве примера можно привести забастовку рабочих предприятий «Норильский никель» в Норильске, за время которой стоимость акций упала на 4%, так как покупатели металла предпочли обратиться к конкурентам, опасаясь срыва сроков поставки [3.26].

Подразделения по связям с инвесторами и по связям с общественностью, а также операционные подразделения крупных компаний должны создать механизм

организации выявления потенциальных кризисных областей и создать механизмы быстрого информационного купирования возникших кризисов. В качестве модели можно выбрать механизм инициации, планирования и реализации информационного антикризисных проектов, применяемы в компании «ЛУКОЙЛ Оверсиз» [3.27], в нефтедобывающем подразделении НК «ЛУКОЙЛ», специализирующемся на эксплуатации зарубежных проектов российского нефтяного гиганта (см. рис. 3.7-1).



*Рис. 3.7 -1. Состав основных работ антикризисного IR-проекта.
Источник: «ЛУКОЙЛ Оверсиз»/Агентство «Михайлов и партнеры»*

При этом за образец работы с этой моделью приняты принципы действия в экстремальной ситуации по методологии кризисного теоретика Доу Кэнеда (Dow Canada):

- ❑ Честность превыше всего
- ❑ Сочувствие и сострадание
- ❑ Гласность, доступность и искренность
- ❑ Своевременность
- ❑ Упреждение, а не просто реагирование

**ТИПОЛОГИЯ ОСНОВНЫХ КРИЗИСНЫХ СИТУАЦИЙ,
СВЯЗАННЫХ С ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ КРУПНЫХ ПРОМЫШЛЕННЫХ КОМПАНИЙ**

Типы кризисов	Природные Объективные	Преднамеренные Субъективные	Непреднамеренные Субъективные
Непредсказуемые. Известен характер кризиса – неизвестны его характеристики. Требуют постоянного мониторинга информационного пространства.	Техногенные катастрофы, вызванные природными катаклизмами.	Теракты, промышленный саботаж, вызывающие техногенные катастрофы. Акции гражданского неповиновения, нарушающие производственную деятельность компании. Публичное разглашение конфиденциальной информации.	Техногенные катастрофы. Проблемы на производстве с отсроченными последствиями – недопоставка сырья. Биржевые крахи, банкротства.
Предсказуемые. Известен характер и основные характеристики. Неизвестно время и момент наступления. Требуют проработанного плана.	Нарушение экосистем: <input type="checkbox"/> при добыче <input type="checkbox"/> при обустройстве инфраструктуры промысла <input type="checkbox"/> при транспортировке <input type="checkbox"/> при переработке Локальные военные конфликты в районах добычи.	Действия экологических организаций (правительств., неправит., международ.)	Техногенные катастрофы, вызванные ошибкой персонала.
Назревающие. Дают время на изучение и планирование, но способны к моментальному развитию после длительного брожения. Требуют постоянного мониторинга информационного пространства.	Экология Глобальное потепление. Исчерпание запасов в районах добычи компании.	Противодействие конкурентов.	Конфликт среди возможных акционеров. Противодействие общественных институтов и органов власти при различного рода поглощениях иных компаний. Конфликт внутри трудового коллектива, забастовка
Непрерывные. Требуют постоянного включения в ситуацию. Длятся месяцами и годами, вне пределов контроля руководства.		Состояние информационных войн. Сплетни, спекуляции в СМИ или передающиеся из уст в уста слухи.	Конфликт внутри трудового коллектива.

Табл. 3.7-1. Типология основных кризисных ситуаций, применяемых в нефтяной компании «ЛУКОЙЛ Оверсиз»
Источник: «ЛУКОЙЛ Оверсиз»/ «Михайлов и партнеры» [3.27]

ИНФОРМАЦИОННЫЕ КРИЗИСЫ И МОДЕЛИ ИХ ПРЕОДОЛЕНИЯ

Техногенные катастрофы Влияние на все группы общественности	Социально-политические кризисы, правовые конфликты. Сегментарное влияние на группы общественности	Рыночные кризисы. Влияние на отдельные целевые аудитории
<p>Разрывы трубопровода – разлив нефти, пожар, взрыв. То же на буровой, подземные пожары. Цунами, землетрясения.</p> <p>Происшествия, связанные с морскими буровыми, припортовыми сооружениями, танкерами, вызванные природными явлениями на море. (в т.ч., айсберги, ледовые поля).</p> <p>Происшествия на ГПЗ, НПЗ.</p> <p>Нарушение экосистем.</p> <p>Преднамеренные катастрофы, вызванные терактами.</p>	<p>Социальные (в т.ч. конфликты внутри компании) – забастовки пикеты.</p> <p>Действия экологических или иных общественных организаций.</p> <p>Противодействия властных органов: действия налоговых органов, прокуратуры, ФСБ, правоохранительных органов других стран.</p>	<p>Конкурентная борьба и вытекающие из этого информационные войны с конкурентами.</p> <p>Конфликт внутри компании.</p> <p>Слияния, поглощения, продажа акционером части пакета акций.</p> <p>Негативные финансовые показатели компании.</p> <p>Неточность с предоставлением финансовых показателей компании.</p>

Информационные и имиджевые риски в случае ошибок в публичных действиях.
В случае широкой огласки и высокой общественной значимости произошедшего кризиса.

<p>Обвинения в некомпетентности и неготовности к предотвращению катастрофы, невниманию к жертвам.</p> <p>Закрепление образа компании, как не уделяющей должного внимания безопасности своего производства, как производная - негативная реакция властей, акционеров и инвесторов.</p> <p>Потеря доверия целевых групп общественности на длительную перспективу.</p>	<p>Закрепление негативного отношения к компании на среднесрочную перспективу. Возможна массированная атака СМИ на компанию.</p>	<p>Усугубление ситуации из-за нарастающего вала негативных публикаций. Кризис влияет на финансовую прозрачность.</p>
---	---	--

*Табл. 3.7-2. Информационные кризисы и модели их преодоления, применяемые в нефтяной компании «ЛУКОЙЛ Оверсиз»
 Источник: «ЛУКОЙЛ Оверсиз»/ «Михайлов и партнеры» [3.27]*

ДЕЙСТВИЯ КОМАНДЫ АНТИКРИЗИСНОГО IR-ПРОЕКТА

Техногенные катастрофы	Социально-политические кризисы и правовые конфликты	Рыночные кризисы
<p>Создание оперативного кризисного штаба с участием одного из топ-менеджеров компании, PR и IR менеджеров, технического специалиста.</p> <p>Наличие связи с местом происшествия, выделение сотрудников отвечающих за связь с прессой и общественностью на месте происшествия</p> <p>Наличие корректной технической информации, по возможности, отвечающей интересам компании</p> <p>Осуществление всех возможных мероприятий в интересах пострадавших и их родственников.</p> <p>Возможность указания на виновную сторону, если вины компании в кризисе нет, и это доказуемо.</p> <p>Использование широких каналов коммуникаций ТВ, радио, массовой прессы.</p> <p>Прямые контакты с ключевыми аналитиками и инвесторами.</p> <p>Электронная рассылка текущей информации о состоянии управления кризисом акционерам, партнерам, инвесторам и представителям специализированных финансовых СМИ.</p> <p>Бюджет непосредственно PR- кампании минимален из-за большого общественного интереса.</p> <p>При наличии пострадавших необходима персональная работа с ними.</p> <p>Внутренний PR (работа с сотрудниками компании)</p>	<p>Наделение PR-службы необходимыми полномочиями по сбору обработки и публикации информации.</p> <p>Организация внутренних коммуникаций между PR-службой и IR-отделом и соответствующими подразделениями.</p> <p>Разработка юридически корректной версии ситуации. С акцентированием на выгодных для компании моментах. Работа на основе как можно более полной открытости компании.</p> <p>Разработка и следование базовой стратегии с возможностью корректировки в зависимости от изменения ситуации.</p> <p>Выбор каналов коммуникаций и коммуникаторов в зависимости от затрагиваемых целевых аудиторий.</p> <p>Разъяснение официальной позиции менеджмента акционерам, аналитикам, инвесторам и партнерам.</p> <p>Учет периодичности колебаний активности конкурентов или общественного интереса к проблеме.</p> <p>Возможна организация компании лоббирования.</p> <p>Бюджет значителен.</p> <p>Кризис может перейти в затяжную стадию.</p> <p>Применение специальных мер воздействия в т.ч. НЛП.</p> <p>Внутренний PR (работа с сотрудниками компании).</p>	<p>Наделение IR-отдела необходимыми полномочиями по сбору обработки и публикации информации (совместно с PR-службой).</p> <p>Определение в качестве спонсора – специалиста по проблеме (как правило, топ-менеджер).</p> <p>Организация внутренних коммуникаций между IR-отделом соответствующими подразделениями.</p> <p>Основная IR/PR-деятельность на рынке качественных (специализируемых) СМИ, с ограниченной проекцией на массовые СМИ, для подкрепления имиджа.</p> <p>Рассылка официальных пресс-релизов.</p> <p>Организация личных встреч (конференц-связи) топ-менеджмента и акционеров, аналитиков, а также партнеров.</p> <p>В случае информационной войны – работа против конкретного оппонента, учет его сильных и слабых сторон, слабостей в аргументации.</p> <p>Работа в контакте с СБ.</p> <p>Работа на краткосрочную перспективу.</p>

Табл. 3.7-3. PR/IR-действия при преодолении кризисов, применяемые в нефтяной компании «ЛУКОЙЛ Оверсиз»
Источник: «ЛУКОЙЛ Оверсиз»/ «Михайлов и партнеры» [3.27]

КОМПЛЕКС IR-МЕРОПРИЯТИЙ ПРЕОДОЛЕНИЮ КРИЗИСА В ОТНОШЕНИЯХ С ИНВЕСТОРАМИ

<p>1. Немедленная реакция. Основное правило - нельзя «закрываться» от аналитиков, прессы, акционеров, иначе они начинают самостоятельно комментировать происходящее, что чревато началом паники на фондовых рынках.</p>	<p><i>Топ-менеджер. IR и PR-менеджеры.</i> Выдача в качестве комментария первоначальной, достаточно общей, версии причин кризиса, работа со всеми обращениями прессы, с представителями инвестиционного сообщества, общественности с оговоркой о необходимости уточнения фактов. Определение необходимости создание оперативного штаба, а также определение ответственных за оперативную работу с кризисом, из числа профильных специалистов.</p>
<p>2. Идентификация проблемы.</p>	<p><i>Проектная группа.</i> Выбор предварительной стратегии, исходя из типа кризиса.</p>
<p>3. Анализ и определение пределов влияния проблемы, с точки зрения воздействия на группы общественности.</p>	<p><i>Проектная группа.</i> Создание официальной версии кризиса – мифологемы. Исходя из мифологемы, проработка целевых установок по базовым аудиториям, по подразделениям компании. Выбор соответствующих коммуникаторов по целевым группам.</p>
<p>4. Выделение и демонстрация альтернативных вариантов стратегии.</p>	
<p>5. Реализация IR-проекта, нацеленного на распространение позиции организации и влияние на восприятие проблемы</p>	<p><i>Проектная группа.</i> Распространение информации по интересующим аудиториям, в максимально доступной форме, исходя из выбранных целевых установок</p>
<p>6. Сужение числа источников информации, исходящей из компании. Координация и согласование исходящей информации.</p>	<p><i>Проектная группа – топ менеджмент.</i> Недопущение несанкционированных утечек информации или нескоординированных заявлений. Сотрудники компании не должны напрямую общаться с прессой или с общественностью, доведение до сотрудников общей формулировки ситуации и ее решения компанией.</p>
<p>7. Обеспечение СМИ, представителей инвестиционного сообщества точными сведениями.</p>	<p><i>Проектная группа – топ менеджмент.</i> Недопущение противоречивой и недостоверной информации.</p>
<p>8. Оценка результатов выполнения программы с точки зрения достижения цели компании.</p>	

Табл. 3.5-4. Общий комплекс IR-мероприятий по преодолению кризиса в отношении с инвесторами
Источник: Таблица составлена автором

Необходимо учесть, что антикризисные IR-проекты затрагивают деятельность многих функциональных подразделений компании (от производства до департамента кадров). Это общая, комплексная проблема для всего менеджмента компании. Поэтому представители IR-подразделения в проектных командах должны играть ключевую в процессе выработки и принятия решения, которые должны формулироваться, исходя из учета их коммуникативных последствий. Российская специфика ведения бизнеса диктует такие требования к кадровым назначениям в IR-подразделения, которые бы учитывали способности специалистов работать в кризисной обстановке.

Не последнюю роль в успешной реализации антикризисных проектов играют подготовительные действия, наработка связей в СМИ, с ключевыми аналитиками

(формирующими мнение) в обычный период деятельности, создание вокруг компании пула журналистов, занимающихся как отраслевой, так общественно-политической проблематикой, а также предварительное определение необходимых каналов массовой коммуникации. Как вариант - предварительный контракт с антикризисным агентством, имеющим подготовленных специалистов.

Необходимо также отметить, что любой кризис имеет несколько составляющих, поэтому применение любых заранее подготовленных рекомендаций и планов без учета всех составляющих ситуации чревато ухудшением положения компании или сложно поправимыми последствиями.

ОСОБЕННОСТИ РАБОТЫ СО СМИ И С АНАЛИТИКАМИ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ АНТИКРИЗИСНЫХ ПРОЕКТОВ В ОТНОШЕНИЯХ С ИНВЕСТИТОРАМИ

- ❑ Главное оружие против кризиса – информационная открытость.
- ❑ Нарботка связей в СМИ в обычный период деятельности.
- ❑ Налаживание доверительных отношений с аналитиками путем представления эксклюзивной информации.
- ❑ Наличие подробного плана действий в кризисной обстановке.
- ❑ Недопущение «параллельной» информации, выбор одного полномочного коммуникатора (зависит от типологии кризиса: социально-экономические - PR-подразделение, рыночные - IR).
- ❑ Построение стратегии и тактики компании по схеме «извне вовнутрь», соотношение всех технологических, политических, финансовых решений с PR/IR-политикой.
- ❑ Нельзя «закрываться» от журналистов и аналитиков, иначе они получают возможность самостоятельно комментировать происходящее.
- ❑ Надо в любом случае давать понять, что ситуация под контролем.
- ❑ Публичные извинения не повредят, а только укрепят или могут вернуть доверие к компании (но только не перед инвестиционным сообществом).
- ❑ Анализ произошедшего и определение плана действий. Насколько кризис затрагивает общественные интересы, настолько он включает механизмы работы с прессой (аналогично и для инвестиционного сообщества)
- ❑ Определение целевой аудитории, которую затронет кризис.
- ❑ Определение способов коммуникации - какие газеты, журналы, телеканалы, радиостанции, встречи, комментарии наиболее действенны.
- ❑ Определение, каким образом информация будет передана прессе и представителям инвестиционного сообщества.
- ❑ Определение дозировки и последовательности информации. Нельзя сразу публиковать все факты.
- ❑ Чем короче, четче и емче сообщение, тем меньше вероятности ее искажения.
- ❑ Готовность к искажениям исходящей информации.
- ❑ Возможность «перевода стрелок», если вины компании в кризисе нет, и это доказуемо.
- ❑ Оправдываться всегда сложнее. Необходимо опережать оппонента. На обвинения лучше отвечать асимметрично. Если это невозможно, с оправданием надо добавлять свою порцию обвинений.
- ❑ Особую роль играют внешние символы.

- Если затронута деловая репутация, надо четко использовать все юридические возможности.
- Консультироваться в самых важных моментах преодоления кризиса с юридической службой.
- Быть готовым к тому, что кризис может перейти в затяжную стадию.
- Не использовать оплату публикаций. Лучше «торговать» непосредственно информацией. Но это действует в случае высокого общественного интереса к компании.

При планировании антикризисного IR-проекта необходимо четко определить каналы распространения официальной и неофициальной информации, чтобы избежать утечки информации или несанкционированных комментариев. Особенно это актуально в проектах по информационному обеспечению крупных покупок, слияний/поглощений, а также в экономических кризисах.

Так руководитель департамента PR и IR корпорации BASF, выделил три основных особенности управление регламентом официальной и неофициальной информации [3.28]:

- Четко ограниченный круг лиц, имеющих право доводить до общественности важную информацию о компании, так называемая One-Voice-Policy;
- Согласование места подачи и содержания подобных сообщений;
- Отсутствие комментариев, слухов и ложной информации вокруг компании, за исключением случаев, оказывающих существенное воздействие на курс акций.

В качестве еще одной особенности недопущения кризисов была выделена необходимость юридической проработки каждого заявления, влияющего на изменение стоимости компании. Специалисты BASF отмечают, что «неосторожного заявления кого-либо из высшего руководства компании, что к такому-то числу акции будут стоить столько-то, достаточно для подачи иска о возмещении ущерба со стороны инвесторов, если этого не случится. Тем более в США, где множество адвокатских фирм специализируется на таких делах».

§ 3.9 ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В ОБЛАСТИ РАЗВИТИЯ СВЯЗЕЙ С ИНВЕСТИТОРАМИ

В российской практике отсутствует методология IR-аудита (по имеющейся у автора информации ни одна крупная российская компания не прошла похожего анализа). Система оценки, предлагаемая автором, основана на международных принципах и на российских методиках, используемых для оценки эффективности коммуникации. По мнению автора, существует совокупность 5 групп показателей, по которым IR-деятельность может быть комплексно оценена:

- *финансово-экономические показатели* – стоимость вывода компании на финансовый рынок и затраты на обслуживание инвестиционных инструментов;
- *финансово-организационные показатели* – затраты / полученный финансовый результат для компании в работе с инвестиционными инструментами и с акционерами;
- *корпоративные показатели* – индексы оценки происходящих в компании процессов (ведение корпоративного управления, подходы к раскрытию

информации, оценка рисков компании) со стороны независимых участников рынка и бизнес-сообщества;

- *коммуникативные показатели* – состояние репутации и брэнда компании в глазах бизнес-сообщества и специальных аудиторий;
- *субъективные показатели* – оценка надежности эмитента (кредитная история) и личные отзывы акционеров и инвесторов.

Если же говорить об основных критериях оценки эффективности функции связей с инвесторами с точки зрения высшего менеджмента, то, по мнению экспертов Investor Relations Magazine, они следующие [3.29]:

- более высокая цена акций;
- достижение справедливой рыночной оценки;
- сокращение расходов на привлечение нового акционерного капитала;
- лучшее понимание бизнеса компании, ее стратегии и перспектив среди институциональных инвесторов;
- более благоприятные мнения аналитиков и аналитические отчеты;
- способность получить информацию и обратную связь рынка по поводу изменений, связанных с высшими и операционными менеджерами.

А с точки зрения инвестиционного сообщества основные критерии следующие [3.29]:

- получение доступа к высшему менеджменту через презентации, в другое время через встречи один на один и посещения компании;
- быстрый и своевременный ответ на информационные запросы;
- упреждающее предоставление информации аналитикам и институциональным инвесторам;
- открытая и адекватная политика раскрытия информации.

ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ IR-ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

При оценке финансово-экономических показателей эффективности IR-деятельности следует разделить оценку на две составляющие: анализ процесса вывода инструментов компании на рынок и анализа процесса циркуляции (последующего обслуживания) инвестиционного инструмента.

Ключевые показатели оценки на стадии вывода финансового инструмента:

- цена заимствования (для облигаций) (выше или ниже среднерыночной);
- объем размещения (для акций) (ниже или максимально к нормативно допустимому – в России предельный объем эмиссии акций рассчитывается на основе стоимости компании до эмиссии).

Существуют также связанные показатели оценки на стадии вывода финансового инструмента (т.н. «выгодные условия размещения» в сравнении со среднерыночными показателями, а также в сравнении с расчетными – может быть так, что эмитент сознательно идет на худшие условия по объективным причинам, а при размещении благодаря IR условия улучшаются, хотя и не становятся лучше средних; а также в сравнении с предыдущими эмиссиями):

- срок размещения облигаций;
- купонный доход;
- наличие безотзывной оферты, и т.п.

- условия обслуживания акций (например, разный уровень ADR и т.п.) (в сравнении со среднерыночными, а также в сравнении со средними для российских компаний, а также в сравнении с предыдущими эмиссиями).

Ключевые показатели оценки на стадии циркуляции эмиссии/обслуживания финансового инструмента:

- динамика курсовой стоимости акций в сравнении с рыночным трендом;
- поддержание позитивной динамики котировки облигаций, автоматически растущей к дате погашения.

ФИНАНСОВО-ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ IR-ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

- Затраты на IR – в сравнении со среднерыночными, или в доле от общих расходов на коммуникацию. При удовлетворяющем результате по первой группе оценок более эффективным следует признать ту деятельность в области IR, расходы на которую меньше.
- Соблюдение внутрикорпоративных бюджетных нормативов расходов на IR.
- Корреляция кривой расходов на IR и кривой котировок за один и тот же период.
- Соблюдение формальных правил раскрытия информации (например, нужно сопровождать пресс-релизы оговорками, выпускать их с предварительным уведомлением брокера и т.п.) [3.30]

КОРПОРАТИВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ IR-ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

- Индекс финансовой прозрачности компании (методики консультантов (например, PwC) или рейтинговых агентств (Standard& Poor's Russia, Moody's, Fitch и т.д.).
- Кредитный рейтинг (присваивается уполномоченным агентством).
- Индекс качества корпоративного управления (методики консультантов (например, PwC) или рейтинговых агентств (Standard& Poor's Russia, Moody's, Fitch и т.д.).

КОММУНИКАТИВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ IR-ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

- Репутация компании обычно оценивается специальными исследованиями ее целевых аудиторий. Однако стоимость репутации формально может быть обобщена и выражена как доля нематериальных активов (Goodwill) в составе активов или как разность между ценой покупки компании и стоимостью ее чистых активов, т. е., по сути, представляет собой бухгалтерскую абстракцию, не связанную ни с одним конкретным объектом, кроме компании в целом. Показателем качества IR также может быть соотношение величины Goodwill (или стоимостной разницы) и величины расходов на IR за отчетный период [3.31; 3.32; 3.33; 3.34]
- Качественно коммуникативные результаты оцениваются как реальные изменения в представлениях целевых групп. При этом большее значение для оценки эффективности IR имеют, как ни странно, не акционеры, а прежде всего клиенты компании. Именно их лояльность (обеспеченная, в том числе, и работой IR-подразделения как представляющего компанию клиентам с точки зрения качества ее бизнес-процесса) обуславливает перспективы поддержания и развития потребительской базы. Эти изменения представлений обычно изучаются с помощью качественных исследований в целевых группах (преимущественно экспертные опросы)[3.34].
- В тех случаях, когда акционеры являются клиентами компании (что в значительной мере распространено на развитых рынках, где акции публичных

компаний распылены), коммуникативным показателем эффективности IR становятся показатели брэнда, прежде всего, его стоимость. Стоимость брэнда обычно вычисляется через разницу в стоимости брендируемого товара и среднерыночную для товара такого типа, умноженную на товарооборот брендируемого товара в штуках за период [3.35]. К иным показателям брэнда, применимым в таком случае для анализа эффективности IR-деятельности, могут быть отнесены известность брэнда, лояльность к брэндру, «подъемная сила» брэнда и т.п. Для управления этими показателями следует обратиться к маркетинговым методикам, которые находятся за рамками настоящего исследования.

- Корреляция кривой котировок с событийным рядом компании. Те или иные события внутри компании оказывают прямое влияние на поведение акционеров, что отражается на курсовой стоимости акций. Метод корреляций в данном случае позволяет оценить, повлияло ли распространение (или нераспространение) информации на повышение (удержание) стоимости акций, что является корректным поводом для суждений об эффективности коммуникации с инвесторами с точки зрения ее содержания.
- Для публичных компаний с большим числом акционеров коммуникация с которыми осуществляется преимущественно через средства массовой информации, применимы количественные критерии оценки эффективности присутствия компаний в информационном пространстве СМИ, которые используются в практике деятельности в области public relations. Количественная оценка медиа-присутствия осуществляется с помощью многофакторного анализа медийного воздействия (media impact), в число факторов которого входят аудиторный охват СМИ, объем публикаций, присутствие в них тех или иных ключевых сообщений, их место на странице, упоминание конкурентов и другие. Такие данные могут быть получены как в ходе профессионального мониторинга, так и методами ретроспективного контент-анализа СМИ). Производным критерием является соотношение кумулятивных индексов медийного воздействия и затрат на работы в области связей с инвесторами [3.34, 3.36].

СУБЪЕКТИВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ IR-ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Субъективные критерии являются наиболее простыми в использовании. К их числу следует отнести, в частности, такие критерии оценки эффективности IR-деятельности, как:

- Позитивная кредитная история [3.37; 3.38], формирующаяся в ходе работы с инвестициями в виде кодифицированной записи соблюдения условий заимствования и обеспеченных этими заимствованиями успешных бизнес-результатов.
- Отсутствие нареканий от инвесторов и акционеров, их прямые отзывы о полноте и своевременности получения информации для принятия адекватных решений.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основании всего вышесказанного можно сделать следующие **выводы**:

1. За 12 лет развития рыночных отношений в России сформировались 20 крупных финансово-промышленных групп, которые в совокупности дают 48,1 % ВВП. Эти бизнес-структуры заняли лидирующие позиции на национальном рынке, активно противостоят экспансии иностранных конкурентов и проводят проактивную экономическую политику в регионах национальных интересов России (СНГ, Восточная Европа, Ближний и Дальний Восток).
2. Крупные российские компании сталкиваются с проблемами получения дешевых и долгосрочных инвестиционных ресурсов для реализации собственных программ корпоративного развития. Использование компаниями собственных средств ограничивает потенциал возможного роста бизнеса, поэтому топ-менеджеры приходят к пониманию целесообразности использования внешних источников финансирования (долговой и акционерный капитал и прямые инвестиции) для обеспечения корпоративных стратегий развития.
3. Общемировые стандарты получения внешнего финансирования от различных типов инвесторов требуют от компаний с развивающихся рынков качественно улучшить показатели сохранности инвестиций (качество корпоративной стратегии, качество корпоративного управления, кредитная история и т.п.) и показатели информационной открытости и прозрачности (ведение отчетности в соответствии с общемировыми стандартами, полнота и своевременность раскрытия финансовой и производственной информации, инструменты оценки компании инвесторами и т.п.).
4. Создание эффективной системы взаимодействия компании с инвесторами и с акционерами может дать бизнес-структуре конкурентное преимущество, которое выражается в получении от инвесторов обширного инвестиционного ресурса (с низкими затратами на обслуживание и с продолжительным сроком использования), который направляется на модернизацию производства, на противостояние с конкурентами на существующих рынках и на маркетинговую экспансию на новых рынках.
5. Наиболее эффективной технологией управления созданием систем развития связей с инвесторами является методы и инструментарий проектно-ориентированного управления, позволяющие создать временно существующие организационные структуры, управляемые из единого центра, которые интегрированно организуют различные несвязанные друг с другом мероприятия в достижение единой цели, в определенные стратегией развития компании сроки и с ограничением на используемые ресурсы.
6. В состав программы стратегического развития следует включать следующие мультипроекты в области взаимодействия с инвесторами: *проекты, направленные на создание организационной инфраструктуры управления развитием связей с инвесторами* (моделирование структур, необходимых для успешной работы с инвесторами в рамках программы стратегического развития, создание IR-подразделений, включение их в бизнес-процессы компании, внедрение методов и инструментов управления IR-проектами, а также методик управления критическими ситуациями во взаимоотношениях с инвесторами и т.д.); *проекты, связанные с созданием инфраструктуры акционерных отношений*

и связей с инвесторами (внедрение кодекса корпоративного управления в компании, получение кредитных рейтингов и т.д.); проекты, направленные на создание коммуникационных IR-инструментов (создание Интернет-ресурса, ориентированного на инвесторов, выпуск годового отчета компании, проведение годового собрания акционеров и т.д.); проекты в рамках корпоративных программ вывода инвестиционных инструментов на национальный и международный долговой и акционерный рынок капитала (организация получения кредитов, организация выпуска облигаций и размещение эмиссии акций, и т.д.); проекты, направленные на реструктуризацию акционерных отношений и связей с инвесторами (перевод акционерных обществ, образованных в результате слияния, на единую акцию, переход компании к другой форме собственности, процедура прекращения деятельности компании в результате банкротства с дальнейшей санацией и т.д.)

7. Существует совокупность 5 групп показателей, по которым IR-деятельность может быть комплексно оценена: финансово-экономические показатели – стоимость вывода компании на финансовый рынок и затраты на обслуживание инвестиционных инструментов; финансово-организационные показатели – соотношение затрат и полученного финансового результата для компании в работе с инвестиционными инструментами и с акционерами; корпоративные показатели – индексы оценки происходящих в компании процессов (ведение корпоративного управления, подходы к раскрытию информации, оценка рисков компании) со стороны независимых участников рынка и бизнес-сообщества; коммуникативные показатели – состав репутации и параметры торговой марки компании; субъективные показатели – оценка надежности эмитента (кредитная история) и мнение акционеров и инвесторов.
8. Основные критерии оценки эффективности связей с инвесторами с точки зрения высшего менеджмента следующие: более высокая цена акций; достижение справедливой рыночной оценки; сокращение расходов на привлечение нового акционерного капитала; лучшее понимание бизнеса компании, ее стратегии и перспектив среди институциональных инвесторов; более благоприятные мнения аналитиков и аналитические отчеты; способность получить информацию и обратную связь рынка по поводу изменений, связанных с высшими и операционными менеджерами.
9. Комплексная постановка проектно-ориентированного управления отношениями с инвесторами позволит компаниям на протяжении жизненного цикла корпоративных программ развития получать требуемый объем инвестиционных ресурсов, в четко определенные сроки и наименьшими возможными затратами на их обслуживание.
10. Качественная реализация стратегических программ приведет к усилению позиций российских компаний на национальных и международных рынках, что скажется на объеме налоговых отчислений в бюджет РФ и на потенциале российской экономики.

В качестве **рекомендаций** по продолжению научного исследования проблематики проектно-ориентированного управления коммуникативными отношениями с инвесторами и с акционерами в крупных российских компаниях можно определить следующие направления:

1. взаимодействие проектных команд различных функциональных подразделений компаний в программах вывода инвестиционных инструментов на различные рынки капитала;
2. проектно-ориентированное управление программой стратегического развития на основе повышения акционерной стоимости (капитализации);
3. управление проектом реструктуризации прав собственности в результате слияний и поглощений;
4. управление рисками в отношениях с инвесторами и с акционерами во время масштабных экономических кризисов.

СЛОВАРЬ ТЕРМИНОВ

Ряд терминов и понятий, используемых в данной работе, требуют определения.

ADR, GDR, депозитарные расписки, American Depositary Receipts (ADR), Global Directory Receipts (GDR) – производная ценная бумага, свидетельствующая, что обозначенное на ней число иностранных акций депонировано в банке, который эмитировал ADR. Сертификат получает номинальную стоимость, выраженную в американских долларах, и свободно обращается за доллары США на рынке ценных бумаг США. Поскольку законы США не позволяют официально торговать на национальных торговых площадках акциями иностранных компаний, иностранные компании используют ADR для выхода на американский фондовый рынок.

Due Diligence («Должная заботливость, осмотрительность» - *англ.*) – комплексная проверка хозяйственной деятельности компании, подтверждающая (опровергающая) надежность компании как делового партнера по осуществлению определенных сделок.

IPO, Initial Public Offer – первоначальная публичная эмиссия. Первое публичное размещение ценных бумаг компании. Ценные бумаги, предлагаемые при первоначальной публичной эмиссии, являются одним из инструментов привлечения финансирования.

LIBOR, London InterBank Offered Rate – международная ставка межбанковского кредита (аналог ставки рефинансирования ЦБ РФ), используемая в качестве базовой для расчета ставок кредитования при помощи различных коэффициентов (риска, срочности и т.п.).

Акция – ценная бумага, подтверждающая право ее держателя владеть соответствующей долей собственности ее эмитента с вытекающими правами владельца участвовать в управлении компанией-эмитентом и/или получать долю прибыли компании-эмитента.

Бизнес-процесс можно рассматривать как поток работы, переходящий от одного человека к другому, а для больших процессов - от одного отдела к другому. Каждый процесс имеет начало, определенное количество шагов и четко очерченный результат. Процессы также подразделяются на основные и вспомогательные. Результатом основных процессов является удовлетворение потребностей первичных клиентов (те, тех, которые генерируют первичные «входы»). Вспомогательные процессы обеспечивают существование основных процессов.

Брэнд – торговая марка, под которой существует товар и/или компания. Автор исходит из того, что брэнд это такая торговая марка, которая достигла определенной степени развития, а именно, содержит набор метафорических ценностных составляющих (образ товара или репутацию компании). Применительно к объектам анализа автор использует термин «брэнд» для обозначения всей совокупности ценностных свойств компании, которые необходимы для ее содержательной идентификации в процессе взаимодействия компании (носителя корпоративного брэнда) с целевыми аудиториями, то есть, для *коммуникации*, в целях построения эффективных двусторонних связей с целевыми группами.

Взаимоотношения (двусторонняя коммуникация) – коммуникация, задача которой состоит в достижении взаимопонимания и установления взаимоотношений между организацией и важными для нее аудиториями путем построения системы каналов коммуникации (включающих практические приемы, техники, методики, базирующиеся на знаниях из области социологии, психологии, экономики, менеджмента, маркетинга, и многих других наук), предусматривающей наличие обратной связи.

Еврооблигация – долгосрочная купонная облигация, выпущенная в иной валюте, нежели валюта страны эмитента. В еврооблигациях содержатся данные о сумме долга, порядке получения процентов и сроках погашения. Обычно гарантированием, выпуском и размещением еврооблигаций занимается международный банковский синдикат. Еврооблигации размещаются одновременно на рынках нескольких стран. Проценты по еврооблигациям выплачиваются без налоговых льгот.

Инвестор – термин употребляется в широком значении этого слова и обозначает лицо, средства которого предприятие использует на условиях ответственности за достигнутые с помощью этих средств финансовые результаты своей деятельности; включая как прямые инвестиции, так и портфельные инвестиции, кредиты, субсидии и т.п.

Коммуникация – совокупность практической деятельности по распространению информации безотносительно к содержанию посланий, форме их донесения и составу выделенных целевых аудиторий и целевых групп. Автор использует термин «коммуникация» как родовое понятие для всех видов публичной деятельности компаний, влияющих на ее взаимоотношения с целевыми группами (прямая реклама, технологии public relations, спонсорская и благотворительная деятельность, BTL, промо-мероприятия и т.п.).

Корпоративное управление – совокупность правил, регулирующих взаимоотношения между акционерами, советом директоров и менеджерами компании.

Кредитный имидж, кредитная история – фактор, влияющий на оценку потенциальным инвестором степени риска при решении вопроса о приобретении активов. На растущих рынках, где число эмитентов прогрессивно увеличивается, фактор кредитной (эмиссионной) истории оказывается одним из решающих.

Крупная российская компания – данная работа рассматривает объектом своего исследования системы управления развитием связей с инвесторами российских компаний с годовым оборотом не менее 1 млрд. долларов США. По ежегодному рейтингу крупнейших компаний России «Эксперт-200» от октября 2002 г. таких компаний в России насчитывается около 20, к этому числу целесообразно прибавить 10-12 холдинговых компаний, оборот которых формируется за счет консолидации оборотов управляемых компаний, а также акционерные коммерческие банки (около 20). Именно эти 50-55 бизнес-организаций попадают под определение «крупная российская компания», которое используется в данном документе.

Листинг – размещение акций компании на фондовых биржах.

Облигация – эмиссионная ценная бумага, содержащая обязательство эмитента выплатить ее владельцу (кредитору) номинальную стоимость по окончании установленного срока и периодически выплачивать определенную сумму процента. Облигации выпускаются государством, местными органами власти или компаниями в форме ценных бумаг с фиксированной или переменной процентной ставкой. Большая часть облигаций не имеет обеспечения и не дает права на участие в управлении.

Прямые инвестиции – капиталовложения в производство или активы, предоставляющие инвестору контроль над деятельностью предприятия.

Развитие взаимоотношений с инвесторами или Investor Relations (IR) — особая функция управления, призванная устанавливать и поддерживать взаимосвязи, взаимопонимание, взаимопризнание и сотрудничество между организацией и различными группами инвесторов на *двусторонней* основе. Основная цель деятельности IR - формирование максимально «дружественной» среды в информационном пространстве и сознании групп инвесторов, способствующей осуществлению текущего бизнеса и достижению стратегических целей компании.

Репутация – комплекс устойчивых оценочных представлений о компании, субъективно сложившихся у представителей той или иной целевой аудитории компании в результате деятельности и коммуникации последней, а также благодаря ее принадлежности к той или иной группе, стране и т.п. (например, «репутация российских компаний в США»). Явление «переноса» репутации обусловлено тем, что для формирования оценочных представлений психология восприятия требует псевдо-объективных отправных точек («мотивов оценки») и причинно-следственных зависимостей («логики оценки»).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

ГЛАВА 1.

- 1.1 Бусленко Н.П., Калашников В.В. Коваленко И.Н. Лекции по теории сложных систем. М., Изд-во «Советское радио», 1973, 440 с.
- 1.2 Гирилович Н., Ковальчук Е. Реформирование российской промышленности: необходимость, концепция, проблемы //Обозреватель. – 2000. - №3.
- 1.3 Гайдар Е., Аномалии экономического роста//Вопросы экономики. – 1996. - №12.
- 1.4 Уайод Д. Оптимальное проектирование: Пер. с англ. – М.: Мир, 1981 – 272 с., ил.
- 1.5 Закс С. Теория организации Эволюционная теория организации//www.ptpu.ru
- 1.6 Adizes I. Corporate Lifecycles: how and why corporations grow and die and what to do about it. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1988.
- 1.7 Corporate lifecycle//Сайт «PDP Consulting (Southern) Ltd». – 2002. – www.pdpconsulting.com
- 1.8 Филонович С.Р. Как выбраться из ловушки молодости//Эксперт. – 2002. - №8, 25 фев.
- 1.9 Этапы роста и становления организации//Сайт «Русский Гуманитарный Интернет-Университет». – 2002.
- 1.10 Жизненные стадии и циклы организации//Сайт «Русский Гуманитарный Интернет-Университет». – 2002.
- 1.11 Посталюк М.П., Гайсин Н.М. Цикличность как всеобщая форма и закономерность экономического развития//Сайт ТИСБИ. – 2000.
- 1.12 Семенов И. Стадии развития организации//Управление персоналом – 2002. – №9 (63)
- 1.13 Гришанков Д., Кабалинский Д., Попова Е., Башун В., Бойцов Д. и др. Эксперт-200. Ежегодный рейтинг крупнейших компаний России//Эксперт. – 2002. - №37, 7 окт.
- 1.14 Ребров С. Реструктуризация управления промышленностью как один из путей выхода из кризиса//Проблемы теории и практики управления. – 1998. - №2.
- 1.15 Афанасьев М.П. Корпоративное управление на российских предприятиях. – М.: «Интерэксперт», 2000. – 448 с.
- 1.16 Исследование «Приоритеты российских компаний»//Сайт «Ассоциации менеджеров». – 2002. – www.amr.ru
- 1.17 Индекс деловой активности//Сайт «Ассоциации менеджеров». – 2002. – www.amr.ru
- 1.18 Что мешает развитию бизнеса//Коммерсант. – 2002. - №172, 24 сен.
- 1.19 Что мешает развитию бизнеса//Секрет фирмы. – 2002. – 04-17 нояб.
- 1.20 Литовченко С., Рушайло П. Банки тормозят Россию//Коммерсант. – 2002. - №172, 24 сен.
- 1.21 Ассоциация менеджеров. Требуется сигнал о сотрудничестве//Коммерсант. – 2002. - №172, 24 сен.
- 1.22 Аузан В. Инвестиционный мираж рассеялся//Эксперт. – 2002. - №37, 7 окт.

- 1.23 Берзон Н.И. Проблемы финансирования российских предприятий//Сайт «Высшей школы экономики». – 2000. – www.hse.ru
- 1.24 Березанская Е. Заграница им помогла//Ведомости.– 2003. - №44, 17 мар.
- 1.25 Хренников И., Рожкова М. «СУАЛ» хочет стать западной компанией //Ведомости . – 2002. - №205, 12 нояб.
- 1.26 Ладынин Д. На Запад за деньгами//Коммерсант. – 2002. - №53, 28 мар.
- 1.27 Бушуева Ю., Беккер А. ВР покупает 50% ТНК //Ведомости.– 2003. – 11 фев.
- 1.28 Мязина Е., Трудолюбков М. Опасные евробонды. Рост корпоративных займов беспокоит Минфин//Ведомости.– 2002. – 02 дек.
- 1.29 Просветов И. Американский пирог. Сколько российских компаний может вместить NYSE//Компания. – 2002. - №7 (203), 25 фев.
- 1.30 Рязузов Н. Выход компании на публичных рынок., тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Стратегия предприятия на финансовом рынке», Москва, 5 ноября 2002 г.
- 1.31 Принципы работы «ЛУКОЙЛ Оверсиз Лтд.» по развитию связей с инвесторами. Внутрикorporативный регламент. М., «ЛУКОЙЛ Оверсиз Лтд.», 2002, 105 с.
- 1.32 О пользе прозрачности//Ведомости.– 2002. – 11 сен.
- 1.33 Питерских Т. Реализация облигационной программы на примере опыта ОАО Концерн «Калина», тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Стратегия предприятия на финансовом рынке», Москва, 5 ноября 2002 г.
- 1.34 Козицын С. Прозрачные выгоды//Секрет фирмы. – 2002. - №6, 20 фев.
- 1.35 Рушайло П. Инвесторы готовы доплачивать прозрачным компаниям//Коммерсант. – 2002. – 21 авг.
- 1.36 Мазурин Н. «Двухходовка «ЮКОСа» //Ведомости . – 2002. - №31, 26 фев.
- 1.37 Осетинская Е., Бушуева Ю. Ходорковский отмерил себе срок//Ведомости . – 2003. - 4 апр.
- 1.38 МТС – самая прозрачная компания//Коммерсант. – 2002. - №177, 01 окт.
- 1.39 Ладынин Д. Кто в России всех прозрачней//Коммерсант. – 2002. - №166, 16 сен.
- 1.40 Шмаров А., Полунин Ю., Аузан В. Репутация российских компаний//Эксперт. – 2002. - №7, 18 фев.
- 1.41 Трудолюбков М. Россия похорошела//Ведомости . – 2002. - №172, 24 сен.
- 1.42 Ждут ли российские компании на западных биржах//Секрет фирмы. – 2002. - 02-15 дек.
- 1.43 Кудрявцева Ю. Система сбалансированных показателей - современная методика управления компанией, тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Стратегическое управление: от выбора целей компании до оперативного контроля за их исполнением», Москва, 26 сентября 2002 г.
- 1.44 Презентация «Стратегия для операторов связи, выходящих на международные рынки капитала», JP Morgan, ноябрь 2000 г.
- 1.45 Презентация «Концепция коммуникационной политики компании LUKOIL Overseas», Михайлов и партнеры, апрель 2001 г.
- 1.46 Исследование «Global Investor Opinion Survey»//Сайт McKinsey&Company. – 2002. – www.mckinsey.com

- 1.47 Готова Н. Каждому свое. Почему не все экспортеры открывают свою отчетность//Компания.– 2002. – №46, 2 дек..
- 1.48 Ефремов В. С. «Стратегия бизнеса. Концепции и методы планирования» - Рейтинг и оценка корпоративного управления// Сайт Standard & Poor's в РОССИИ. – 2003. – www.sandp.ru
- 1.49 McKinsey & Co., Investor Opinion Study, June 2000
- 1.50 The World Bank, The Business Environment and Corporate Governance, 1998
- 1.51 EBRD, Business Standards and Corporate Practices, 1997
- 1.52 OECD, Principles of Corporate Governance, 1999
- 1.53 Преженцев П. Как управится с растущей компанией//Коммерсант. – 2002. – 25 апр.
- 1.54 Малджанов Э. В корпоративном кодексе прописываются «больные моменты» //Коммерсант. – 2002. – 25 апр.
- 1.55 Туманов О. Период, когда бизнесом руководили непрофессионалы, закончился//Коммерсант. – 2002. – 25 апр.
- 1.56 Табаков М. Советы консультанта: Выход на капитал //Ведомости.– 2003. – 4 фев.
- 1.57 Биржи ужесточают требования к компаниям//Коммерсант. – 2002. – 25 апр.
- 1.58 Скейпинкер М. Инвесторы хотят одного: Стандарта отчетности//Ведомости, по материалам FT. – 2002. – 7 июл.
- 1.59 Паркер Э. Навстречу единым стандартам отчетности//Ведомости.– 2002. – 1 нояб.
- 1.60 Трудолюбов М. Бухгалтерская магия и ее разоблачение//Ведомости.– 2002. – 23 авг.
- 1.61 Суворов А. О переходе на международные стандарты бухгалтерского учета//Аудитор.– 2002. – №11.
- 1.62 Трудолюбов М. Присяга на верность бухучету//Ведомости.– 2002. – 20 авг.
- 1.63 Джетвей М. Советы консультанта: За границами отчета//Ведомости.– 2002. – 15 окт.
- 1.64 Зайко А., Земцов А. Что стерпит бумага. Переход на международные стандарты отчетности не гарантирует роста инвестиционной привлекательности//Компания.– 2002. – №46, 2 дек.
- 1.65 Рут С. Советы консультанта: Годовой отчет как средство коммуникации//Ведомости.– 2002. – 22 окт.
- 1.66 Эпштейн Е. Новый рейтинг Васильева//Ведомости.– 2002. – 16 янв.
- 1.67 Сафронов Б. Васильев предупредил «Газпром». Результаты выборов в совет директоров могут быть оспорены//Ведомости.– 2002. – 25 июн.
- 1.68 Буза В. «Большая пятерка» проворонила половину банкротств//Коммерсант.– 2002. – 12 июл.
- 1.69 Оверченко М. Интервью: Джон Рутерферд, президент и генеральный директор рейтингового агентства Moody's//Ведомости.– 2001. – 28 нояб.
- 1.70 Беликов И. Новые инвестиционные ориентиры (рейтинги корпоративного управления) //Сайт «Институт фондового рынка и управления» – 2001. – www.ismm.ru

- 1.71 Матросова Е. Какой вид заимствований дешевле//Русский фокус. – 2002. – №78, 25 нояб.
- 1.72 Меркушев В. Советы консультанта: Какой вид заимствований дешевле//Русский фокус. – 2002. – №78, 25 нояб.
- 1.73 Презентация ИА «Cbonds» «Тенденции развития рынка корпоративных облигаций», тез. доклада. Бизнес-конференция «Стратегия предприятия на долговом рынке», Москва, февраль 2003 г. //www.cbonds.ru
- 1.74 Застой на рынке IPO//Эксперт. – 2003. – 31 мар.
- 1.75 Доброва Т. Международное синдицированное банковское финансирование, тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Стратегия предприятия на финансовом рынке», Москва, 5 ноября 2002 г.
- 1.76 Пивков Р. Синдицированное кредитование на российском рынке, тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Стратегия предприятия на финансовом рынке», Москва, 5 ноября 2002 г.
- 1.77 Бушуева Ю. «Транснефть» раздобыла \$1 млрд //Ведомости. – 2003. – 28 мар.
- 1.78 Презентация ОАО «Русские Инвесторы» «Риски инвесторов на растущем рынке корпоративных облигаций», тез. доклада. Бизнес-конференция «Стратегия предприятия на долговом рынке», Москва, февраль 2003 г. //www.cbonds.ru
- 1.79 «Рынок корпоративных облигаций в России», аналитическая записка. Проект РА «Эксперт» //www.cbonds.ru – 2001 г.
- 1.80 Берзон Н.И. Рынок еврооблигаций//Сайт «Высшей школы экономики». – 2000. – www.hse.ru
- 1.81 Котенёв Т. Механизмы привлечения инвестиций на международных рынках капитала, тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Стратегия предприятия на финансовом рынке», Москва, 5 ноября 2002 г.
- 1.82 Трусов Е. Советы консультанта: IPO: стратегия и тактика//Ведомости. – 2003. – 28 янв.
- 1.83 Коваленко В. Красота по-американски. Что должна сделать компания, желающая разместить акции на бирже NYSE//Компания. – 2002. – №7, 25 фев.
- 1.84 Саватюгин С. Обзор российского рынка ценных бумаг, тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Российские компании на Лондонской бирже. Практические вопросы листинга ОАО «ЛУКОЙЛ»», Москва, 18 декабря 2002 г.
- 1.85 Тихонов С. Публичное предложение акций (IPO), тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Стратегия предприятия на финансовом рынке», Москва, 5 ноября 2002 г.
- 1.86 Преженцев П. ADR возвращают в Россию//Коммерсант. – 2003. – 17 июн.
- 1.87 Джоунс Д., Дмитриев К. Инвестиции в России: начало бума?//Ведомости. – 2002. – 10 дек.
- 1.88 Литвак И., Сирота Е. Какие компании предпочитают западные покупатели//Ведомости. – 2003. – 14 янв.

ГЛАВА 2.

- 2.1 Моисеев С. Investor Relations с поправкой на Россию.// Рынок ценных бумаг. – 2002. – 11 фев.

- 2.2 Презентация «Investor Relations в России»//Сайт Издательский Дом РЦБ (Рынок Ценных Бумаг) – 2002. – www.rcb.ru/Investor/
- 2.3 Михайлов С. Что такое Investor relations?, тез. доклада. Бизнес-семинар «Коммуникационный менеджмент: международные PR-технологии», Лондон, июль 2000 г.//Сайт: www.mikh-partn.ru
- 2.4 Презентация «Стратегия для операторов связи, выходящих на международные рынки капитала», JP Morgan, ноябрь 2000 г.
- 2.5 Презентация «Investor Relations для российских предприятий алюминиевой отрасли»//Сайт McKinsey&Company. – 2002. – www.mckinsey.ru
- 2.6 Михайлов С., Бородин Д. Российский PR в международном контексте//Сообщение. – 2001. – №11-12
- 2.7 Черногородский С. Investor Relations - путь к формированию справедливой рыночной стоимости и ликвидности акций// Рынок ценных бумаг. – 2000. – 31 июл.
- 2.8 Рожкова М. «Норникель» сдержал слово.//Ведомости. – 2002. – 28 янв.
- 2.9 Максимов В. «Норникель» запускает ADR, чтобы завершить реструктуризацию//Ведомости. – 2001. – 07 июн.
- 2.10 Презентация «Концепция коммуникационной политики компании LUKOIL Overseas», Михайлов и партнеры, апрель 2001 г.
- 2.11 В Германии растут расходы на связи с инвесторами//Советник. – 2001. – 30 июл.
- 2.12 Финансовые аналитики доверяют интуиции.// Советник. – 2001. – 24 сен.
- 2.13 Презентация «Стратегия для операторов связи, выходящих на международные рынки капитала», JP Morgan, ноябрь 2000 г.
- 2.14 Николаев В., «IR он-лайн. Точка зрения аналитика», тез. конференции, Бизнес-конференция Объединения специалистов по связям с инвесторами «Связи с инвесторами в режиме он-лайн», Москва, 20 марта 2002 г.

ГЛАВА 3.

- 3.1 Investor Relations в российских компаниях - мнения участников рынка// Рынок ценных бумаг. – 2002. – 11 фев.
- 3.2 Шмаров А., Полунин Ю., Аузан В. Репутация российских компаний//Эксперт. – 2002. - №7, 18 фев.
- 3.3 Борейко А. Лундер хочет домой. Гендиректору «ВымпелКома» ищут замену//Ведомости. – 2003. – 9 апр.
- 3.4 Project Management Body of Knowledge. – PMI, 1996.
- 3.5 Мескон М., Альберт М., Хедуори Ф. Основы менеджмента. Пер. с англ. - М.: Дело, 1997г. -704стр.
- 3.6 Разу М.Л., Воропаев В.И., Якутин Ю.В., Гальперина З.М., Бронникова Т.М., Секлетова. Г.И. и др. Управление программами и проектами. 17-модульная программа для менеджеров «Управление развитием организации». Модуль 8. - М.: «Инфра-М», 1999, 392 с.
- 3.7 Тутушкин А. В S&P не оценили выбор «Роснефти»//Ведомости. – 2003. – 12 фев.

- 3.8 Бушуева Ю., Мазурин Н. Неточность на \$500 млн.//Ведомости. – 2002. – 23 мая.
- 3.9 Мазур И.И., Шапиро В.Д. и др., Управление проектом. – М.: Высшая школа, 2001, 875 с.
- 3.10 Вудкок Дж., Современные информационные технологии совместной работы. Пер. с англ. - М.: Русская редакция Microsoft, 1999, 256 с.
- 3.11 Бочкарев А., Кондратьев В., Краснова В., Матвеева А., Привалов А., Хорошавина Н.. 7 нот менеджмента. – 5-е изд., доп. – М.: ЗАО «Журнал Эксперт», 2001. – 656 с.
- 3.12 Хаммер М., Чампи Дж., Реинжиниринг корпораций. Манифест революции в бизнесе. – С-Пб.: Издательство С.-Петербургского университета, 1997., 332 с.
- 3.13 Презентация «Разработка стратегии и организационной структуры ОАО «Русский алюминий», Cap Genini Ernst&Young, 2000
- 3.14 Презентация «Разработка стратегии и организационной структуры ОАО «Русский алюминий», Accenture, 2000
- 3.15 Садков Д. KPI: посчитайте свою эффективность//Сайт ИА «Росбизнесконсалтинг». – 2002. – www.rbc.ru
- 3.16 Презентация «Длинный» список показателей деятельности компании «ЛУКОЙЛ Оверсиз Холдинг», PricewaterhouseCoopers, 2001 г.
- 3.17 Презентация «Investor Relations для российских предприятий алюминиевой отрасли»//Сайт McKinsey&Company. – 2002. – www.mckinsey.ru
- 3.18 Прохоров В. Строгий, осторожный, справедливый//Секрет фирмы. – 2002.- №006, 02 дек.
- 3.19 Кирьян П. Рынок еврооблигаций Европы постепенно переходит с доллара на евро//Эксперт. – 2001. – №48, 24 дек.
- 3.20 Приходько Л. «Investor Relations - коммуникационная поддержка эмитентов корпоративных рублевых облигаций», презентация, PR-агентство «Р.И.М. Портер Новелли» – 2003.
- 3.21 Ряузов Н. Выход предприятия публичный финансовый рынок, тез. доклада. Бизнес-конференция газеты «Ведомости» «Стратегия предприятия на финансовом рынке», Москва, 5 ноября 2002 г.
- 3.22 Аммосов Ю. Шоу для инвестора//Ведомости.– 2001. – 10 дек.
- 3.23 Пендерграст М., Всегда Coca-Cola?//Ведомости. – 1999 . – 8 дек.
- 3.24 Рыбак С., Coca-Cola ожила.//Ведомости. – 2000. – 21 мар.
- 3.25 Амбиндер Л., Реорганизация управления на КАМАЗе// Коммерсантъ-Daily. – 1995. – 28 фев.
- 3.26 Понамарев Д., На «Норильском никеле» зреет забастовка//Коммерсантъ. – 2003. – 20 янв.
- 3.27 Презентация «Концепция коммуникационной политики компании LUKOIL Overseas», PR-агентство «Михайлов и партнеры», апрель 2001 г.
- 3.28 Серебряков С. PR В Европе: новые тенденции// Советник. – 2000. – 28 нояб.
- 3.29 Презентация «Стратегия для операторов связи, выходящих на международные рынки капитала», JP Morgan, ноябрь 2000 г.

- 3.30 Башкирова А. NYSE - новые стандарты раскрытия информации//Рынок ценных бумаг. – 2002. – №13.
- 3.31 Эпштейн Е. Три урока "СИБУРа" для эмитентов, инвесторов и андеррайтеров//Ведомости. – 2001. – 11 дек.
- 3.32 Виргунов И.В. Использование объектов интеллектуальной собственности для повышения рыночной стоимости предприятий// Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2002. – 30 дек.
- 3.33 Кузнецов С. Оценка бизнеса//Аудит и налогообложение [Москва]. – 2002. – 24 июн.
- 3.34 Методика репутационного аудита, Р.И.М. Porter Novelli, 2000-2003 гг.
- 3.35 Березин И. Методы оценки стоимости бренда. Тезисы выступления на конференции «Российские бренды: мифы и реальность», 28.02.02. ВЦ "Триумф", Москва
- 3.36 Media Measurement//Сайт международной исследовательской компании ACNielsen <http://www.acnielsen.am>
- 3.37 Мязина Е. Монополии супернадежны//Ведомости. – 2003. – 19 мар.
- 3.38 Мазурин Н. Интервью: Алекс Кнастер, главный управляющий директор Альфа-банка//Ведомости.– 2001. – 7 дек.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1.

20 КРУПНЕЙШИХ КОМПАНИЙ РОССИИ ПО ОБЪЕМУ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОДУКЦИИ

Место в 2002 г.	Место в 2001 г.	Компания	Объем реализац ии в 2001 г. (млн руб.)	Объем реализац ии в 2001 г. (млн долл.)
1	1	"Газпром"	588 568,0	20 170,3
2	3	РАО "ЕЭС России"	454 481,6	15 575,1
3	2	Нефтяная компания "ЛУКОЙЛ"	434 392,0	14 886,6
4	4	Нефтяная компания ЮКОС	295 729,0	10 134,6
5	5	ОАО "Сургутнефтегаз"	163 651,5	5 608,3
6	7	Тюменская нефтяная компания	150 977,3	5 174,0
7	--	"Русал"	119 638,0	4 100,0
8	12	АвтоВАЗ	112 843,0	3 867,1
9	6	ГМК "Норильский никель"	106 974,1	3 666,0
10	11	Нефтяная компания "Сибнефть"	104 338,3	3 575,7
11	8	"Татнефть"	100 843,1	3 455,9
12	10	Нефтегазовая компания "Славнефть"	87 691,0	3 005,2
13	9	НК "Роснефть"	68 073,2	2 332,9
14	14	"Алроса"	55 461,0	1 900,7
15	13	"Северсталь"	52 367,2	1 794,6
16	--	"СИДАНКО"	49 182,4	1 685,5
17	15	Магнитогорский металлургический комбинат	47 344,4	1 622,5
18	18	АНК "Башнефть"	45 859,4	1 571,6
19	--	"Евразхолдинг"	40 051,5	1 372,6
20	--	Концерн "Росэнергоатом"	37 428,2	1 282,7

Источник: РА «Эксперт», 2002

ПРИЛОЖЕНИЕ 2.

25 КОМПАНИЙ РОССИИ С НАИЛУЧШЕЙ РЕПУТАЦИЕЙ

1997 г.	2001 г.
РАО "Газпром"	НК "ЛУКОЙЛ"
Московский ЛВЗ "Кристалл"	Пивоваренная компания "Балтика"
КФ "Красный Октябрь"	"ПрайсвотерхаусКуперс"
НК "ЛУКОЙЛ"	ОАО "Газпром"
Инкомбанк	"Алроса"
Пивоваренная компания "Балтика"	"Норильский никель"
Онэксимбанк	НК ЮКОС
Сбербанк России	КФ "Красный Октябрь"
Лианозовский молочный комбинат	"Вымпелком" ("Би-Лайн")
РАО "ЕЭС России"	КРМГ
"Довгань"	АВПК "Сухой"
Кондитерская компания "Рот-Фронт"	Тюменская нефтяная компания
"Аэрофлот"	Сбербанк России
МСС	РКК "Энергия"
Банк "Менатеп"	Концерн "Бабаевский"
Черкизовский мясокомбинат	"Вимм-Билль-Данн"
"Алроса"	Альфа-банк
"Норильский никель"	Лианозовский молочный комбинат
Магазины "Партия"	"Артур Андерсен"
Банк "СБС-Агро"	ГКНПЦ им. М. В. Хруничева

Источник: РА «Эксперт», 2002

ПРИЛОЖЕНИЕ 3.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ТРАНСПАРЕНТНОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ, %

		Общий балл	Структура собственности и отношения с инвесторами	Финансовая и производственная информация	Состав и процедуры работы Совета директоров и менеджмента
1	МТС	77	77	79	75
2	Вимм-Билль-Данн	73	83	80	56
3	ЮКОС	52	40	67	45
4	ВымпелКом	49	33	77	26
5	Голден Телеком	49	18	73	48
6	Ростелеком	48	52	56	35
7	Сибирьтелеком	45	46	50	38
8	МГТС	45	41	55	35
9	ЛУКОЙЛ	44	42	57	30
10	РАО ЕЭС	43	41	52	33
11	С-З Телеком	42	49	39	39
12	Норильский никель	42	35	47	40
13	Сибнефть	43	29	56	39
14	Ленэнерго	39	44	36	37
15	Мосэнерго	39	32	52	28
16	Башкирэнерго	38	40	39	36
17	ЦентрТелеком	38	41	35	39
18	Самараэнерго	38	32	41	39
19	Аэрофлот	36	27	49	27
20	ММК	36	40	37	30
21	Сургутнефтегаз	34	23	47	26
22	Татнефть	33	21	53	17
23	Волга-Телеком	30	32	34	23
24	Иркутскэнерго	30	21	41	23
25	Уралсвязьинформ	29	30	27	31
26	ЮжТелеком	29	27	35	24
27	Сбербанк	28	19	39	20
28	Балтика	27	22	41	12
29	Газпром	26	30	23	27
30	ОМЗ	26	20	35	20

Источник: Standard & Poor's Russia, 2002