



## Содержание

<b>Введение</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Методология оценки стоимости</b> .....	<b>4</b>
<b>1.1 Выделение СБЕ</b> .....	<b>9</b>
<b>1.2 Оценка СБЕ</b> .....	<b>11</b>
1.2.1 DCF .....	11
1.2.2 Метод реальных опционов .....	12
1.2.3 Метод минимизации рисков при продаже в рассрочку ....	39
<b>1.3 Корректировка оценки (факторный анализ)</b> .....	<b>42</b>
<b>1.4 Разработка рекомендаций по увеличению стоимости</b> .....	<b>79</b>
<b>2. Применение методологии для оценки компаний</b> .....	<b>80</b>
<b>2.1 Игрек&amp;К</b> .....	<b>80</b>
2.1.1 Анализ рынка .....	80
2.1.2 Анализ компании .....	84
<b>2.2 Креативный консультант</b> .....	<b>128</b>
2.2.1 Анализ рынка .....	128
2.2.2 Анализ компании .....	135
<b>2.3 Рекламный агент</b> .....	<b>160</b>
2.3.1 Анализ рынка .....	160
2.3.2 Анализ компании .....	163
<b>Заключение</b> .....	<b>175</b>
<b>Список использованной литературы</b> .....	<b>178</b>
<b>Приложения</b> .....	<b>180</b>



## **Введение**

Команда Valuemanagement Group имеет честь предложить Вам уникальную работу, в которой рассмотрено наше видение стоимости компаний, оказывающих профессиональные услуги. Цель данной работы не только в оценке (разработке методологии оценки) компаний, оказывающих профессиональные услуги, но и в разработке рекомендаций для увеличения/управления стоимостью данных компаний.

В нашей работе представлена оценка компаний различных направлений: реклама; аудит и консалтинг; IT-компания. На данный момент оценка данных компаний (по словам их представителей) происходит следующим образом: берется половина годовой выручки; сумма пяти/двух годовых прибылей в зависимости от сферы деятельности (что, на наш взгляд, не может объективно показывать стоимость данных компаний). Для оценки компаний мы будем использовать исходные данные, предоставленные нам представителями данных компаний (названия всех компаний изменены).

При работе над проектом мы использовали не только известные теоретические основы, внутренние материалы компаний и результаты консультаций с сотрудниками компаний, но и разработали свои механизмы реализации поставленной задачи. В частности, мы использовали профессиональные форумы в Интернет (<http://www.cfin.ru/forum/messages/2866/7344.shtml?1067645383>) для обсуждения уже имеющихся и, возможно, разработки новых методик оценки и управления стоимостью. Нами разработана методика минимизации риска при продаже компании в рассрочку. Также нами разработана методология оценки факторов, влияющих на стоимость компании. После оценки данных факторов должна проясниться полная картина работы компании в области бизнес-модели, отчетности, стратегии, мотивации, принятия решений, управления рисками и др.

Необходимо отметить, что объективность оценки стоимости данных компаний зависит в первую очередь от объективности информации на входе. Т.е. если мы получили не объективную информацию, то оценка стоимости будет существенно отличаться от реальной.

В нашей работе мы будем использовать несколько методов анализа компаний: метод дисконтированных денежных потоков и метод реальных опционов.



Но из-за того, что в нашем случае есть высокая вероятность существенного роста (см. анализ рынка и компаний), а также вероятность банкротства или существенного снижения темпов роста, на наш взгляд, больше подходит метод реальных опционов. При оценке стоимости компаний данным методом, при выборе вероятности в дереве событий (а также для выбора ставки дисконтирования) мы исходили из реального положения вещей (ответов на наши вопросы). Далее мы провели опрос менеджеров функциональных подразделений и рядовых сотрудников. После чего, были выявлены узкие места, при одновременном анализе рисков, и обозначены пути увеличения стоимости данных компаний.

По нашим данным, в настоящее время оценка стоимости компаний происходит довольно стандартно и не учитывает преимущества и недостатки компаний по сравнению с конкурентами (например, стоимость компании равна оценке стоимости компании стандартным методом и вычетом из полученного результата 50-75% из-за нашего суверенного риска). Кроме того, на нашем рынке было только одно публичное исследование стоимости компании, которая входит в рамки нашего проекта: «РБК» в 2002 г. компанией «Атон». В данном исследовании использовались два метода оценки: метод дисконтированного денежного потока (DCF) и метод сравнений. На наш взгляд данная оценка не объективно отражала стоимость данной компании.

Наша работа направлена на то, чтобы при оценке стоимости компаний учитывались все ключевые факторы, которые существенно влияют на ее сегодняшнюю и будущую деятельность. Чтобы не только получить результат сегодняшней стоимости компании, но и возможной стоимости компании при реализации всех рекомендаций и использовании всех возможностей для роста компании.

Мы надеемся, что данная работа будет полезна и поможет увеличить стоимость компаний, представители которых имеют честь изучить данную работу.

С уважением, Valuemanagement Group\*

Valuemanagement Group©

e-mail: [Valuemanagement@mail.ru](mailto:Valuemanagement@mail.ru)



**\* Valuemanagement Group**

*Васильева Ольга* [neapolitano@inbox.ru](mailto:neapolitano@inbox.ru)

*Деева Анастасия* [deeva\\_A@hotmail.com](mailto:deeva_A@hotmail.com)

*Лазутин Алексей* [lazutin\\_alexei@tochka.ru](mailto:lazutin_alexei@tochka.ru); [www.lazutin.boom.ru](http://www.lazutin.boom.ru)

*Марьина Алёна* [marjina\\_a@mail.ru](mailto:marjina_a@mail.ru)

*Нечаев Андрей* [androlog@rol.ru](mailto:androlog@rol.ru)

*Цой Дмитрий* [dmitry\\_tsoy@mail.ru](mailto:dmitry_tsoy@mail.ru)



## 1. Методология оценки и управления стоимостью компаний, оказывающих профессиональные услуги.

Данный раздел полностью посвящен методологии оценки и управления стоимостью компаний, оказывающих профессиональные услуги.

К сожалению, основные методики оценки компаний: затратный, рыночный, бухгалтерский и метод чистой приведенной стоимости в компаниях, оказывающих профессиональные услуги, могут быть применены только в ограниченном виде, потому что как бизнес субъекты такие компании обладают рядом специфических особенностей.

К этим особенностям относятся:

- Небольшой объем внеоборотных активов (зданий, сооружений, оборудования);
- Как правило, отсутствие долгосрочных контрактов, обеспечивающих стабильное положение компании на долгосрочную перспективу;
- Большое значение нематериальных активов: бренд, репутация, деловые связи, история успешных кампаний;
- Специфика и налаженность организации бизнес-процессов;
- Незначительность переменных издержек;
- Основной актив – персонал;
- Высокая зависимость от квалификации и лояльности менеджерского состава и ключевых сотрудников.

По оценке Forrester Research, вес отдельных типов активов в стоимости ИТ - компании из сектора business-to-consumer распределены следующим образом: бренд - 20%, персонал - 14%, партнерские отношения - 12%, данные о клиентах - 9%. Однако в область оцениваемых нами компаний попадают не только ИТ-компании, но и такие, как рекламные агентства, аудиторские, консалтинговые и др. компании В данной части работы будут приведены методы анализа основных факторов (нефинансовых), влияющих на стоимость данных компаний.

Особенности данных компаний позволяют с высокой вероятностью предполагать возможности значительного изменения бизнес-процесса с целью корректировок денежных потоков. Во многих случаях руководство может принимать решения по ходу бизнес-процесса с целью повышения его



прибыльности. Так в случае ухудшения ситуации можно прекратить или приостановить проект, при удачном стечении обстоятельств можно нарастить мощности для получения больших прибылей. При неопределенной ситуации можно отложить основные первоначальные инвестиции, а поддерживать только возможность их быстрого осуществления при наступлении благоприятных событий. Так или иначе, многие инвестиционные процессы в рассматриваемых нами компаниях являются *гибкими*. Естественно такое право влияния на ход инвестиционного процесса обладает определенной стоимостью.

Одним из относительно новых способов оценки компаний, позволяющим учитывать стоимость такой гибкости является метод реальных опционов.

Нами разработан метод, учитывающий данные особенности. Данный метод будет рассматривать стоимость компании двумя основными способами:

- Метод дисконтированных денежных потоков, учитывающий влияние нефинансовых показателей (факторный анализ);
- Метод реальных опционов, учитывающий возможность отсрочки платежа (см. пункт 1.2.2)
- Метод минимизации риска при продаже компании в рассрочку.

Для оценки и управления стоимостью данных компаний необходимо выполнить следующие действия:

На рис. 1.1 показана схема методологии оценки и управления стоимостью компаний, оказывающих профессиональные услуги.

На первом этапе проходит поверхностный анализ для выявления возможного разделения целого бизнеса на стратегические бизнес-единицы (см. п. 1.1).

После выделения (при необходимости) СБЕ, происходит анализ возможности применения различных методов оценки для определения стоимости бизнеса (см. п. 1.2). Далее (возможно параллельно) происходит анализ компании для выявления ключевых факторов стоимости (см. п. 1.3) и корректировка стоимости с учетом синергетического эффекта (при количестве СБЕ > 1).

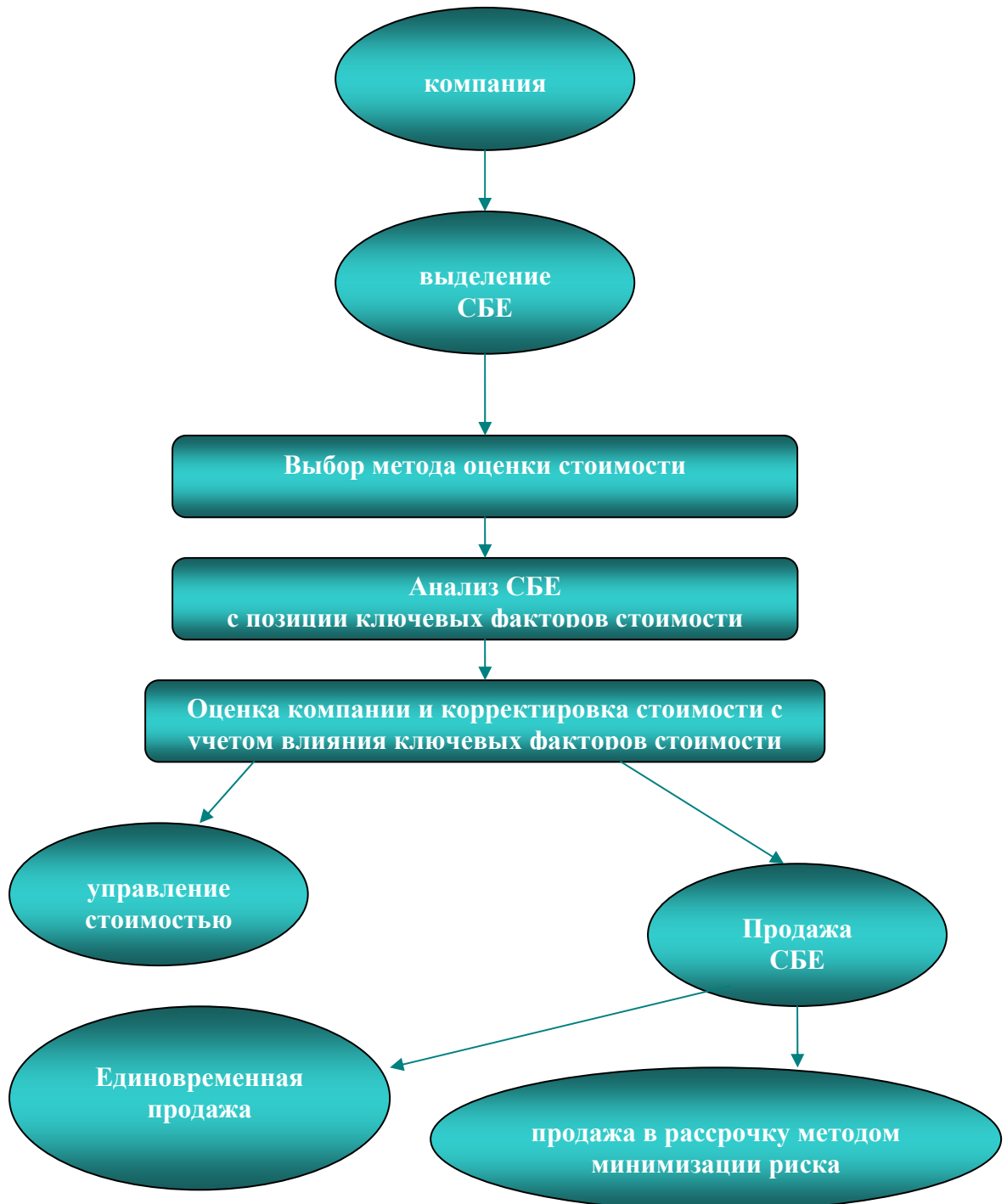
После выявления ключевых факторов стоимости происходит присвоение каждому фактору определенного значения (веса), полученного в ходе анализа.



Сумма весов ключевых факторов (показателей) стоимости должна быть равна единице.

Значения каждого показателя, определенного в ходе анализа соответствует идеальному управлению данным показателем (в ходе анализа не было выявлено негативного влияния на данный показатель внутренних и внешних факторов, влияющих на исследуемый показатель). Если в ходе анализа было выявлено не оптимальное управление данным показателем, либо были выявлены существенные риски для конкретного фактора, дисконтируется на величину, равную доли возможного снижения влияния негативных факторов на данный показатель стоимости. Далее реальная стоимость будет определяться как сумма весов, полученных в ходе анализа умноженная на стоимость.

Рис. 1.1



Идеальный уровень исследуемых показателей определяется экспертным методом с помощью анализа ключевых факторов стоимости (см. п. 1.3).

Пример:

Стоимость компании (полученная одним из методов) = 100

Вес фактора:



*Персонал=0,6*

*Клиенты=0,2*

*Система управление риском=0,1*

*Бренд=0,1*

*В ходе анализа выявлено следующие показатели в процентном отношении по сравнению с идеальными:*

*Персонал=25%*

*Клиенты=50%*

*Система управления риском=100%*

*Бренд=10%*

*Стоимость компании*

$0,6 \times 0,25 + 0,2 \times 0,5 + 0,1 \times 0,1 + 0,1 \times 0,1 = 0,27$

*Реальная стоимость компании =  $100 \times 0,27 = 27$*



## 1.1 Выделение стратегических бизнес-единиц (СБЕ)

В ряде случаев управление стоимостью бизнеса как единого объекта довольно трудоемкая задача. Она тем более сложна, если его интересы сосредоточены не в какой-либо одной области деятельности, а распределены по большому количеству направлений, иногда слабо связанных между собой. Управление стоимостью из-за роста размерности задачи все более теряет прозрачность, что может существенно исказить общую картину и затруднить принятие эффективных управленческих решений. В большей степени сказанное относится к хорошо диверсифицированному среднему и крупному бизнесу.

Особое значение здесь приобретает разбиение задачи управления стоимостью на подзадачи меньшего объема. Одним из способов такой декомпозиции служит выделение (например по принципу единообразия видов деятельности, по географическому положению или по рынкам сбыта) из среды бизнеса подсистем – бизнес-единиц с делегированием им отдельных полномочий. Не существует единственно верного варианта такой реорганизации бизнеса. Это можно сделать, выбрав, например, в качестве критерия выделения отдельные функции предприятия, территориальное деление и сегментирование рынка, клиентуру и т.д. Обособление бизнес-единиц осуществляется произвольно, без уведомления кого-либо. В результате управление общей стоимостью бизнеса сводится к управлению стоимостями формирующих его бизнес-единиц. Вопросы, связанные с деятельностью бизнес-единиц, освещаются довольно подробно в управленческом учете.

Оценка подразделений приобретает особую значимость в следующих случаях:

- Менеджмент принимает решение о продаже, приобретении, выделении из бизнеса или ликвидации подразделений на этапе внешних улучшений цикла управления стоимостью;
- Оценивается эффективность деятельности подразделений и определяется вклад каждого из них в итоговую величину стоимости, создаваемой бизнесом;



- Выбираются направления управляющих воздействий на этапе воздействия на этапе внутренних улучшений и финансового конструирования цикла управления стоимостью.

Бизнес-единицы выбираются по принципу значимости их деятельности для функционирования бизнеса в целом. Следовательно, иерархию бизнес-единиц можно рассматривать как иерархию факторов, а стоимости бизнес-единиц правомерно интерпретировать как факторы стоимости бизнеса.



## 1.2 Оценка СБЕ.

В данном разделе необходимо выявить существующий потенциал роста компании по СБЕ (внешние и внутренние факторы).

На основе данного анализа необходимо выбрать один (или комбинацию) из методов (затратный, сравнительный или доходный) для каждой СБЕ.

В случае, если у СБЕ есть различные патенты; она производит ПО; занимается НИОКР или просто существует высокий потенциал роста необходимо использовать метод реальных опционов.

### 1.2.1 Метод дисконтированных денежных потоков

Обычно в качестве свободного денежного потока берут прибыль за вычетом нетто – инвестиций. Но, как правило, в компаниях, оказывающих профессиональные услуги инвестирования не производятся, поэтому для расчета модели возьмем потоки чистой прибыли.

Далее выделяют три сценария пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический.

#### **В сценарии должно быть указано**

1. Временной горизонт
2. Темп роста рассматриваемой фирмы
3. Ставка дисконта. Для нашего вида деятельности - это банковская ставка по потребительским кредитам. В этой цифре банком закладывается максимально возможное количество рисков (при выдаче такого кредита банк не требует никаких документов кроме паспорта, т.е. предполагается возможность даже невозврата кредита – кредитный риск). Бизнес оцениваемой компании является рисковым, организация небольшая, корпоративный риск-менеджмент отсутствует. Поэтому выбор данной ставки мы считаем обоснованным.

Стоимость бизнеса определяется как дисконтированная стоимость свободных потоков денежных средств (FCF) в пределах временного горизонта плюс дисконтированная стоимость бизнеса, прогнозируемая на конец периода оценки:



$$PV = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{PV_4}{(1+r)^3}$$

Стоимость компании по завершении прогнозного периода:

$$PV_4 = \frac{FCF_4}{(r-g)}$$

$g$  – ожидаемые темпы роста денежного потока в бессрочной перспективе.

### 1.2.2 Методика оценки компаний, с помощью реальных опционов

В последние 10-15 лет тема реальных опционов стала очень популярна в кругах научных деятелей и деловых людей. Количество работ, представляющих “руководство” по использованию методики реальных опционов в различных условиях, растет из года в год. Этот метод не является заменой традиционных подходов к оценке стоимости инвестиционных проектов и компаний. Он, скорее, представляет собой дополнение, дающее возможность учитывать некоторые аспекты, недоступные такому методу, как метод чистой приведенной стоимости (ЧПС). Гибкость в принятии управленческих решений – это фактически актив компании, который может быть учтен в стоимости инвестиционного проекта или компании с помощью методики реальных опционов. Научные исследования реальных опционов полностью базируются на той идее, что гибкость имеет определенную стоимость.

Применяя этот метод при оценке реального бизнеса, зачастую удается значительно увеличить первоначальную стоимость бизнеса за счет добавления к ней суммы премий по различным видам опционам, (на расширение, на отсрочку, на выход и т.д.) присутствующим в деятельности некоторой компании.

Один из самых активных сторонников реальных опционов – Майкл Мобуссен, аналитик Credit Suesse First Boston. Стоимость компаний, работающих на рынках с сильной неопределенностью, лучше всего рассматривать как комбинацию стоимости дисконтированного денежного потока от нынешнего бизнеса и портфеля реальных опционов. Реальные опционы создают стоимость, поскольку в них



воплощается способность компании извлекать преимущества из непредвиденных обстоятельств.

Мобуссен определил семь общих типов опционов и разбил их на три категории.

Опционы на инвестиции/рост;

- *Наращивание* мощностей в преддверии будущих рыночных возможностей;
- *Расширение* производства с переходом на выпуск новых продуктов/услуг, новые технологические процессы или мощности в соответствии с изменениями спроса;
- *Усиление* финансового рычага ради распространения инвестиций из одной отрасли в другие.

Опционы на отказ от инвестиций/выход из бизнеса;

- *Сокращение* мощностей в соответствии с новой информацией;
- *Сворачивание* производства с переходом на более экономичные и гибкие активы в соответствии с новой информацией
- *Ослабление* финансового рычага ради сокращения или ликвидации бизнеса в сопутствующих отраслях

Опцион на отсрочку/подготовку;

- Возможность инвестировать, но дождавшись, пока сложатся благоприятные обстоятельства.

### 1.2.2.1 Метод опционов (реальных опционов)

Теория опционов изначально использовалась для операций с ценными бумагами, однако позднее она стала находить применение и в реальной экономике, т.к. многие процессы в бизнесе можно представить в виде опционов.

Существуют ситуации, при которых компании принимают инвестиционные решения исходя из стратегических соображений, а не потому, что капиталовложения сразу же обеспечат положительную чистую приведенную стоимость. Такие



капиталовложения укрепляют позиции компании на рынке и создают возможности для будущих инвестиций.

В таких ситуациях можно говорить о двухуровневом процессе принятия решения. На втором уровне менеджер сталкивается со стандартной проблемой планирования долгосрочных вложений. Но на первом уровне проекты могут представлять определенную ценность для компании, прежде всего из-за тех возможностей, которые они способны открыть в будущем. В таких случаях вполне корректен подход к оценке эффективности проектов первого уровня и их «стратегической стоимости» использующий теорию оценки опционов.

Именно этот подход получил название метода реальных опционов.

В отличие от финансовых опционов, реальные опционы — это инвестиции в организации и людей. Когда эти вложения оказываются неудачными, приходится тратить немалые человеческие и организационные ресурсы на исправление ситуации.

Теория реальных опционов возникла в результате попыток обосновать принимаемые менеджерами инвестиционные решения в ситуациях, когда классический метод расчета NPV не давал удовлетворительных результатов, а именно, когда вопреки этому методу при отрицательном NPV принималось положительное решение об инвестициях или наоборот, при положительном NPV инвестиции блокировались.

В традиционном NPV-анализе не принимается во внимание, что организация имеет право отказаться от уже начатого проекта в случае повышения стоимости затрат; увеличить объем производства в случае благоприятного изменения спроса; подождать с разработкой. Более того, проект с негативным NPV может быть ключевым для будущего технологического прорыва и захвата рынков. Подобных вариантов множество. Все они лишь пример того, что в действительности организация принимает решение не только в момент начала того или иного проекта, но также и в течение всего цикла развития проекта в соответствии с меняющимися условиями.

Для того чтобы получить какую-нибудь количественную оценку, учитывающую возможность последующей адаптации к меняющимся внешним условиям, можно попытаться построить дерево принятия решений. Каждой вершине дерева



соответствует определенное состояние внешних условий. Затем в каждой вершине принимается некоторое решение. Далее снова следуют изменения внешних условий, следующие решения и т.д. В конечных вершинах можно подсчитать NPV проекта и, дисконтируя и умножая на соответствующие вероятности, двигаться к начальной вершине. Таким образом, можно получить ожидаемое значение NPV. Подсчитанное таким образом значение NPV учитывает возможность принятия новых решений при изменении ситуации.

Приведем наглядный пример, когда реальный опцион, вытекающий из гибкости инвестиционного проекта, дает определенные преимущества. Допустим, компания может инвестировать в проект \$1600 в расчете на единицу продукции. На момент инвестиций цена единицы товара составляет \$200, и предполагается, что за год цена с равной вероятностью может достичь \$300 или упасть до \$100. При традиционном подходе DCF (пусть цена капитала 10%) чистая приведенная стоимость такого проекта составит \$600. Но если у нас есть возможность отложить первоначальные инвестиции на год, и произвести или не произвести их, когда мы уже будем знать изменение цены продукта, то NPV проекта будет больше \$600. Ниже (Рис. 1.2.2.1.1) приведены расчеты для случая, когда мы откладываем инвестиционный проект на год.

Рис.1.2.2.1.1 *ложительный эффект отложения принятия инвестиционного решения.*

$$\begin{aligned}
 NPV &= .5 \left[ \frac{-1600}{1.1} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{300}{(1.1)^t} \right] + .5 \left[ \frac{-1600}{1.1} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{100}{(1.1)^t} \right] \\
 &= .5 \left[ \frac{-1600 + 3300}{1.1} \right] + .5 \left[ \frac{-1600 + 1100}{1.1} \right] \\
 &= .5 \left[ \frac{1700}{1.1} \right] + .5 [0] \\
 &= \frac{850}{1.1} = \$773
 \end{aligned}$$

Не делать инвестиции если цена упадет до \$100



Таким образом, если мы можем отложить первоначальные инвестиции на один год, тогда чистая приведенная стоимость данного проекта составляет \$773. При падении цены до \$100, мы имеем право не делать инвестиции, тем самым ограничить себя от потерь.

Чтобы попытаться самостоятельно рассмотреть возможности применения метода реальных опционов в случаях оценки компаний, оказывающих профессиональные услуги дадим более подробное описание базовых реальных опционов, применяемых на практике в традиционных секторах экономики:

- **опцион на отказ от дальнейшей разработки проекта**

Опцион на прекращение (продажу проекта) – скажем возможность покинуть действующую шахту – по форме аналогичен американскому опциону «пут» на акции.

Если некоторый первый период развития проекта завершается неблагоприятно, то принимающий решение вправе отказаться от проекта и реализовать его ожидаемую ликвидационную стоимость, которую можно рассматривать как цену опциона «Пут». Когда приведенная стоимость активов падает ниже их ликвидационной стоимости (цены продажи), акт прекращения (продажи) проекта эквивалентен исполнению опциона «пут». И поскольку ликвидационная стоимость служит нижним пределом стоимости проекта, опцион на прекращение обладает определенной стоимостью. Следовательно, проект, который можно прекратить, стоит дороже того же проекта, но не дающего этой возможности.

- **опцион, позволяющий отложить инвестиции на определенный период**

Опцион на отсрочку инвестиций по форме аналогичен американскому опциону «колл» на акции.

К примеру, арендатор неосвоенного нефтяного месторождения имеет право «приобрести» освоенное месторождение, оплатив затраты на так называемый лизинг освоения. Однако арендатор может отложить развитие, пока не поднимутся цены на нефть.

Иными словами управленческий опцион, создаваемый приобретением неосвоенного месторождения, представляет собой по сути, опцион на отсрочку. Ожидаемые затраты на освоение можно рассматривать как цену исполнения опциона «колл».



Чистый доход от производства за вычетом истощения запасов в результате разработки месторождения – это альтернативные издержки отсрочки инвестиций. Если такие издержки слишком высоки, то принимающий решение может предпочесть исполнить опцион, то есть начать разработку месторождения до истечения его срока. На рис.1.2.2.1.2 представлен этот тип опционов.

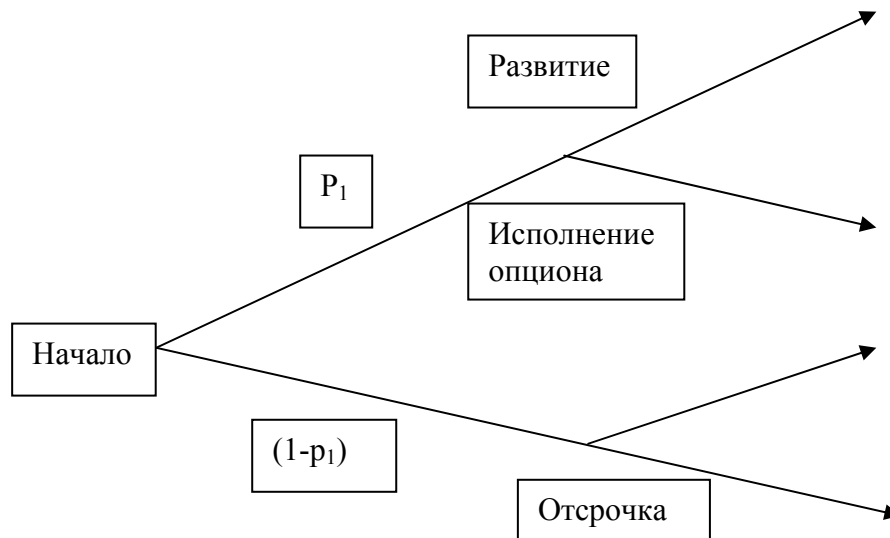


рис 1.2.2.1.2

Поскольку опцион на отсрочку инвестиций наделяет менеджеров правом (но не обязанностью) осуществлять инвестиции для наращивания материальных активов, проект, который может быть отложен, стоит больше, чем такой же проект, но не обладающий гибкостью, связанной с возможностью отсрочить развитие.

- **опцион на расширение (рост)**

Первоначальные инвестиции дают право на реализацию последующих опционов, например, на научно-изыскательские работы;

По форме аналогичен американскому опциону «колл» на акции.

Например, руководство компании может принять решение построить производственное предприятие с избыточной для планируемого объема выпуска мощностью, чтобы впоследствии иметь возможность увеличить производство, если реализация продукции пойдет более успешно, чем ожидается.

Поскольку опцион на расширение наделяет менеджеров правом (но не обязанностью!) при благоприятных условиях осуществлять дополнительные последующие инвестиции (скажем для увеличения темпов производства), постольку



проект, масштабы которого могут быть расширены, стоит дороже такого же проекта, но не обладающего подобной гибкостью.

Практически опцион на расширение с большим трудом поддается стоимостной оценке, ибо с ним сопряжено сложное дерево решений:

- **опцион на сокращение**

По форме аналогичен американскому опциону «ПУТ» на акции.

Многие проекты можно организовать таким образом, чтобы в будущем иметь возможность уменьшить объем производства.

Запланированные на будущее расходы по проекту эквивалентны цене исполнения опциона «пут».

Поскольку опцион на сокращение наделяет менеджеров правом при неблагоприятных обстоятельствах ужать масштабы деятельности, постольку проект, который может быть сокращен, стоит дороже такого же проекта, но не обладающего подобной гибкостью.

### ***1.2.2.2 Выявление проблем применения метода реальных опционов при оценке стоимости компаний.***

В связи с тем, что методика ценообразования опциона базируется на достаточно сложном математическом аппарате, большинство возможных проблем относится именно к технической области, однако существуют и стратегические сомнения.

Обычные финансовые опционы представляют собой контракты. Их стоимость зависит от стоимости базового актива, но не наоборот. Реальные же опционы, базовым активом которых в большинстве случаев являются денежные потоки инвестиционных проектов, подразумевают идеологическое изменение подходов к ведению бизнеса. Переход от следования планам реализации проектов к использованию принципов гибкости в принятии управленческих решений ведет к изменению корпоративной методологии ведения бизнеса. Необходимо отметить, что последствия таких изменений могут иметь и негативное влияние для компании.



Попробуем определить случаи, когда использование методики реальных опционов не оправдано:

Во-первых, компании может не требоваться гибкость в принципе. Такое возможно в такой бизнес среде, где отсутствует неопределенность. Ценность же реальных опционов базируется на понятии неопределенности, при наличии которой гибкость в принятии управленческих решений может увеличить общую стоимость инвестиционного проекта. Необходимость в гибкости может отсутствовать во множестве небольших компаний, работающих по долгосрочным контрактам субподряда. Такие компании могут десятилетиями работать по одному контракту, производить один продукт и поставлять его для единственного клиента.

Во-вторых, в компании может отсутствовать возможность использования гибкости в принятии управленческих решений. Такая ситуация может возникнуть, например, в силу наличия определенных политических мотивов, когда руководство компании не может изменить ранее принятых решений. К примеру, наличие в проекте опциона отказа и условий для его исполнения не всегда означает его однозначное использование. Менеджмент компании может декларативно говорить об успешном применении инновационного подхода, но, в то же время, быть не готов «нажать на курок» и прекратить внедрение проекта.

Наличие указанных выше условий и попытка применения методики реальных опционов неизбежно приведет к неэффективному использованию ресурсы компании. В первом случае, где бизнес существует в среде полной определенности, стоимость реальных опционов будет нулевой и использование инновационного подхода к оценке инвестиционных проектов будет означать лишь бессмысленное расходование финансовых и человеческих ресурсов. Во втором случае, когда менеджмент компании еще не готов или не способен использовать принципы гибкости в управлении, реальные опционы будут лишь мнимо влиять на стоимость инвестиционных проектов.

Рассмотренные негативные моменты, сопряженные с использованием методики реальных опционов, не указывают на недостатки самого подхода. Как и при применении любого другого метода, менеджменту компании необходимо четко представлять себе, когда имеет смысл его использовать.



Тем не менее, рассматриваемый инновационный подход потенциально может оказать негативное влияние на компанию. Полноценное применение методики реальных опционов ставит цель увеличить организационную гибкость компании, которая подразумевает кардинальный пересмотр подходов к ведению бизнеса. Использование реальных опционов фактически меняет процесс формирования стратегии компании. Гибкость, несомненно, является преимуществом при реализации одного или нескольких инвестиционных проектов. Но когда вся стратегия компании строится на принципе гибкости, вероятность неудачной реализации такой стратегии может быть высока.

Формирование стратегии в виде портфеля реальных опционов может в первую очередь привести к ослаблению «приверженности» персонала. Успех новой идеи в компании очень сильно зависит от мотивации основных «игроков». Наличие полностью преданного проекту лидера очень часто является одним из критических факторов успешного завершения проекта. Любой проект, содержащий в себе реальные опционы, которые позволяют откладывать принятие жизненно важных для проекта решений, будет подразумевать ослабленную «приверженность» со стороны ключевых участников. При использовании методики реальных опционов компания заявляет, что она не будет принимать в настоящий момент окончательного решения по проекту, но будет поддерживать проект в состоянии готовности в течение определенного времени, которое понадобится для прояснения ситуации на рынке. Персонал, который работает над таким проектом, не будет полностью «отдавать» себя делу, будущее которого еще не определено. Здесь можно проследить следующую цепочку: без организационной приверженности, которая не может мирно сосуществовать с гибкостью, приверженность отдельного сотрудника компании ослабевает, что в результате повышает вероятность неудачной реализации проекта. В отношении некоторых инвестиционных проектов имеет смысл принять окончательное решение о начале реализации проекта – «сжечь за собой все мосты». В этом случае, когда иного пути просто нет, «приверженность» персонала к достижению четко поставленных целей резко возрастает.

Таким образом, увеличение гибкости компании путем формирования стратегии на базе портфеля реальных опционов, должно привести к изменению морали персонала с точки зрения их «приверженности» и целеустремленности к



достижению существующих среднесрочных и долгосрочных целей. Необходимо отметить, что в данной ситуации нельзя полностью обвинять персонал компании, так как сами цели компании трансформируются и становятся более гибкими и аморфными.

### 1.2.2.3 Проблемы определения входных данных для расчета стоимости опциона.

Основной проблемой расчета стоимости опциона является определение входных данных.

**Базовый актив.** Основная идея современной теории оценки финансовых деривативов заключается в возможности полной репликации дериватива основополагающим активом и безрисковым финансовым инструментом.

С точки зрения реальных опционов во многих случаях поиск основополагающего актива и его количественное описание связаны с намного большими сложностями, чем в случае финансовых опционов.

Что считается основополагающим активом? Обычно в этих случаях подсчитывают классическое значение NPV-проекта и принимают его стоимость за основополагающий актив. Затем полагают, что его стоимость меняется со временем согласно логнормальному распределению, и применяют традиционный аппарат для оценки финансовых опционов. При этом в качестве ежегодных денежных потоков принимается бухгалтерская прибыль компании, без учета каких-либо инвестиций.

Однако в большинстве случаев, таким образом, подсчитанный основополагающий актив и его характеристики уникальны и, следовательно, не представлены на рынке каким-либо финансовым инструментом, т.е. говорить о полной репликации реального опциона в этом случае не приходится. Тем более актуально данное обстоятельство для российского фондового рынка, на котором акции таких компаний вообще не котируются.

**Волатильность.** Большинство финансовых деривативов в качестве основополагающего актива имеют высоколиквидный финансовый инструмент. В этом случае короткий срок жизни дериватива, богатая история транзакций и наличие



других простых деривативов легко позволяют оценить волатильность или подразумеваемую волатильность основополагающего актива. Данная оценка может быть с успехом использована для получения стоимости любого экзотического финансового дериватива.

Но в России невозможно явно найти ликвидный актив с характеристиками, близкими к характеристикам основополагающего актива реального опциона. Как правило, в такой ситуации подменяют оценку волатильности стоимости одного проекта оценкой волатильности группы проектов, представляющих собой ничто иное, как волатильность акций данной или аналогичной организации. Например, вместо того чтобы оценивать волатильность стоимости конкретных научно-изыскательских работ, используют оценку волатильности акций компаний данной отрасли.

В российской ситуации невозможно оценить и этот параметр, поскольку единственной компанией со схожими параметрами, обращающийся на фондовом рынке является RBC. Но поскольку на рынке не обращается ни рекламных, ни консалтинговых, ни IT-компаний в чистом виде (IT-услуги предоставляет RBC), остается оперировать только экспертными оценками состояния данных отраслей.

Излишне говорить, что в таком случае оценка реальной волатильности является приближенной и приводит к использованию усредненной по всей компании информации.

Но стоимость дериватива чрезвычайно чувствительна именно к волатильности основополагающего актива, и поэтому даже небольшая погрешность в оценке этого параметра приводит к значительному изменению стоимости реального опциона.

Таким образом, другая отличительная черта реальных опционов - значительные трудности в надежной оценке волатильности основополагающего актива.

**Еще одной проблемой при оценке бизнеса является множественность и взаимозависимость реальных опционов.**

Финансовые деривативы можно характеризовать очень ограниченным набором альтернативных действий.



Например, в случае американского опциона у держателя существует лишь три альтернативы: потребовать исполнения, возможность продать или ожидание благоприятных изменений. Также в результате исполнения финансового опциона держатель сразу получает право на основополагающий актив. Конечно, существуют и более экзотические деривативы с более сложной последовательностью действий, например опционы на обычный финансовый опцион. Тем не менее, как правило, набор действий, отделяющих опцион и основополагающий актив, очень сильно ограничен.

С реальными опционами ситуация сложнее. Обычный проект, как правило, включает в себя несколько простых опционов, которые могут взаимодействовать между собой самым причудливым образом. Как мы писали выше среди простых реальных опционов можно выделить следующие категории:

- опцион, позволяющий отложить инвестиции на определенный период;
- опцион роста: первоначальные инвестиции дают право на реализацию последующих опционов, например, на научно-изыскательские работы;
- опцион на отказ от дальнейшей разработки проекта;
- опцион на возможность увеличить или уменьшить масштабы проекта или опцион на продление срока полезного действия определенного оборудования;
- опцион на временное прекращение операций;
- опцион на переход с одного производственного процесса, продукта, сырья на другой.

Хотя данные опционы и некоторые их комбинации глубоко исследованы, применить результаты этих исследований на практике достаточно сложно. Причина заключается в том, что почти каждый проект представляет собой уникальное сочетание простых опционов, которые взаимодействуют между собой сложным образом. Стоимость такого сложного комбинированного опциона может быть как значительно выше, так и значительно ниже суммы стоимостей простых опционов.

Поэтому каждый проект требует проведения отдельного глубокого анализа и применения методов динамического программирования. Получение непрерывной модели во многих случаях не представляется возможным, и тогда приходится ограничиваться дискретной моделью.



Итак, к значительным трудностям с использованием традиционного аппарата оценки стоимости деривативов приводят следующие отличия реальных опционов от финансовых:

- отсутствие ликвидного финансового инструмента с характеристиками, аналогичными характеристикам основополагающего актива, что приводит к невозможности построения репликативного портфеля;
- как следствие, сложности с оценкой входящих параметров и в особенности волатильности;

При исследовании реального проекта невозможно полностью учесть все эти факторы и, следовательно, получить надежную точную информацию для принятия решения. Более того, попытка усложнить модель и учесть большее количество факторов приводит к тому, что модель становится непонятной для широкого круга менеджеров.

А, следовательно, падает и доверие к ее результатам.

**Выход заключается в том, чтобы попытаться игнорировать большинство отличий и применить методы оценки деривативов, учитывая наиболее важные факторы, или использовать приближенную модель, заранее зная, что ее результаты не будут точными. Хотя конечный результат вряд ли даст окончательный ответ, но во многих случаях при сочетании с другими видами анализа он поможет прийти к верному решению. Такое моделирование поможет также точнее выяснить ключевые факторы, влияющие на экономическую выгоду того или иного проекта, и их взаимозависимость друг от друга.**

Таким образом, простое распространение методов оценки финансовых деривативов на реальные опционы может быть оправданным только в случае, когда четко осознаются их ограничения и отличия реальных опционов от финансовых.

#### *1.2.2.4 Методы расчета стоимости финансовых опционов*



Поскольку мы будем пытаться построить практическую методику оценки компаний с помощью теории реальных опционов, приводим краткое описание наиболее распространенного метода оценки финансовых опционов. С его помощью мы будем рассчитывать необходимые параметры в своей методике.

Фишер Блэк (Fischer Black) и Майрон Шоулз (Myron Scholes) разработали модель ценообразования премии опциона колл. Как показывает практика, данное предположение обосновано в большинстве случаев, а расхождение между фактической ценой опциона и теоретической у ликвидных инструментов лежит в пределах рыночного спреда между ценами покупки и продажи. Следующее выражение является общим в модели ценообразования опционов call:

$$C_1 = S_1 N(d_1) - X e^{-r(T-1)} N(d_2),$$

где

- $C$  — цена call опциона (the call option price);
- $N(d)$  — кумулятивная функция нормального распределения (the cumulative normal distribution function);
- $\sigma$  — волатильность цены актива (the volatility expressed in annual terms);
- $X$  — цена исполнения опциона (the exercise price);
- $S$  — цена актива (stock price);

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_t}{X} + (\sigma + 0.5\sigma^2)(T-1)}{\sigma\sqrt{T-1}}$$
$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T-1}$$

В этой модели должно выполняться следующее равенство (цена опциона call должна быть равна или превышать цену актива (stock price) минус цена страйк (исполнения) на день расчетов (the present value of the exercise price)):

$$C_1 \geq S_1 - X e^{-r(T-1)}$$



Теория опционов изначально использовалась для операций с ценными бумагами, однако позднее она стала находить применение и в реальной экономике, т.к. многие процессы в бизнесе можно представить в виде опционов.

В частности, если фирма берет банковский кредит или выпускает облигационный заем, она фактически продает активы кредиторам, имея при этом колл-опцион на их выкуп (по цене основного долга с процентами). Если к моменту погашения займа стоимость активов превысит обязательства, компания погасит долг, сняв тем самым обременение со своего имущества; в противном случае она предпочтет не исполнить опцион и подвергнуться процедуре банкротства.

Изложенный подход используется и при оценке бизнеса. В этом случае в формуле Блэка-Шоулза под ( $S$ ) понимается стоимость активов фирмы, под ценой исполнения ( $X$ ) - номинальная стоимость долга.

Среднее квадратическое отклонение  $sigma$  ( $\sigma$ ) характеризует риск рассматриваемого бизнеса. В странах с развитым фондовым рынком определение  $sigma$  не вызывает особых затруднений, т.к. в прессе регулярно печатаются показатели, характеризующие риск различных компаний и отраслей. Эксперты, основываясь на сопоставлении российского и американского рынков акций, рекомендуют принимать  $sigma$  в размере 35% и выше.

#### 1.2.2.5 Оценка стоимости компании, оказывающих профессиональные услуги на основе метода реальных опционов.

В предыдущих главах мы неоднократно сталкивались с мнениями, что применение метода реальных опционов особенно перспективно именно в тех случаях когда компании имеют большой  $n/a$ , потому что в этих компаниях важность правильных управленческих компаний наиболее велика, или их стоимость (стоимость гибкости компании) максимальна.

Гибкость в принятии управленческих решений имеет экономическую ценность. Следовательно, стратегическая чистая приведенная стоимость таких компаний



(*SNPV*) имеет 2 компоненты: чистая приведенная стоимость (*NPV*) и совокупная премия реальных опционов *Pr*.

$$SNPV = NPV + Pr$$

Рассмотрим сначала первое слагаемое.

Что может пониматься под *NPV* рассматриваемых нами компаний, ведь определяющим качеством их деятельности является крайне высокая нестабильность и невозможность достоверного прогнозирования результатов их деятельности даже на ближайшие годы?

Скорее всего, при оценке данной величины можно говорить о двух крайних значениях – безрисковом минимальном значении, при котором *NPV* представляет собой, по сути, объем прибыли по имеющимся у компании контрактам и, скорее всего, представляет собой сумму меньшую, или сравнимую с годовой прибылью компании.

Второе крайнее значение, представляющее собой точку зрения продавца – это сумма вероятных прибылей компании за ближайшие несколько лет, взятых с некоторым коэффициентом дисконтирования, но учитывающих некое стабильно-равномерное развитие компании, примерно соответствующее развитию компании за предыдущие годы. Очевидно, что эта точка зрения вызовет массу возражений у инвестора, понимающего всю нестабильность бизнеса подобных компаний.

Скорее всего, найденный компромисс будет находиться в интервале между этими крайними значениями и его значение будет результатом банального торга сторон.

Смысл нашей работы и заключается в попытке каким-либо образом сузить диапазон торга и упростить усилия сторон по поиску компромисса.

Как мы уже поняли, величина первого слагаемого уравнения может быть широко варьируемой, но и со вторым слагаемым тоже не легче.

Поскольку такая компания обладает определенной совокупностью характеристик, выводом из которых является высокая нестабильность ее работы, то величина второго слагаемого весьма значительна, может быть даже превосходит величину первого.



Попробуем выяснить, из каких компонентов она складывается? Очевидно, что эта величина представляет собой сумму премий по различным видам опционов, присутствующих в работе данной компании.

Рассмотрим возможность расчета премий по тем видам реальных опционов, которые мы рассмотрели в предыдущих главах.

Опцион на прекращение деятельности.

Данный вид опциона предполагает право инвестора (владельца опциона) в какой-то момент времени прекратить свои инвестиции в деятельность компании и реализовать (продать) свой проект по какой-то ликвидационной стоимости.

С одной стороны для ИТ - компании ситуация вполне прогнозируема: через какое-то время после приобретения компании выясняется, что макроэкономическая ситуация изменилась либо отраслевая конкуренция или внутренние проблемы резко обострились и компания стоит перед реальностью полной ликвидации.

Но о каких сокращениях инвестиций и о какой ликвидационной стоимости в таком случае может идти речь?

В лучшем случае инвестор просто прекратит текущее финансирование расходов убыточной компании, но продать ее кому-либо, тем более по заранее зафиксированной цене он вряд ли сможет. Если только бывшему владельцу, который переоценил свое детище. Но он вряд ли возьмет назад кризисную фирму.

Если деньги за эту компанию уже выплачены в полном объеме, то ситуация тупиковая. А если деньги еще не выплачены? Если покупка происходила в рассрочку, то прекращение выплат есть серьезный выигрыш и экономия.

Следовательно, напрашивается фундаментальный вывод:

Чтобы в стоимости компании, оказывающей профессиональные услуги присутствовала премия по опциону на прекращение деятельности компании, покупка такой компании должна осуществляться в рассрочку, т.е. частями.

**Этот вывод тем более важен, что в случае рассрочки становится ясен экономический смысл и других опционов – на отсрочку инвестиций, на расширение или сокращения деятельности.**

В случае покупки в рассрочку и возникновения обстоятельств, вынуждающих ликвидировать приобретенное предприятие, ценой исполнения такого опциона становится объем невыплаченных средств.



При этом менеджеры компании должны понимать, что решение о ликвидации компании принесет им не меньше средств, чем попытка продолжать бизнес при явном негативном прогнозе.

#### Опцион на отсрочку

В классическом смысле под таким опционом понимается возможность инвестора отложить инвестирование в проект до наступления благоприятных обстоятельств.

В случае инвестиций в такую компанию такая отсрочка вполне может потребоваться в связи с тем, что в деятельности таких компаний возможны временные спады, связанные с уходом или временной приостановкой деловых контрактов с основными крупными заказчиками или временным ухудшением экономической конъюнктуры.

В этом случае отсрочкой инвестиций (в случае, если покупка осуществляется в рассрочку) является отсрочка выплаты бывшему владельцу до выяснения ситуации с перспективой деятельности приобретенной компании.

В случае приобретения предприятия в рассрочку возникает несколько принципиальных вопросов:

1. Зачем вообще владельцу продавать предприятие в рассрочку, если порядок выплат будет примерно соответствовать порядку обычного получения им дивидендов от деятельности предприятия? Тем более что, следуя логике расчета NPV проекта с учетом коэффициента дисконтирования, интересующего инвестора, объем дивидендов, которые бы получил владелец в будущем, должен превышать (и весьма значительно) объем выплат по рассрочке?

Ответ, видимо, заключается в желании владельца или совсем отойти от управления этой компанией, чтобы освободить свое время для другой деятельности или разделить свои риски по управлению компаний с внешним инвестором. Конечно, много зависит от того, кто будет этим внешним инвестором. Будет ли это чисто спекулятивный инвестор, рассчитывающий получать высокий уровень доходности на вложенные средства, или этот будет некий портфельный инвестор, желающий серьезно влиять на приобретенную компанию, возможно добиваясь некоего синергетического эффекта от объединения с уже имеющимися у него активами?



Возможен и комбинированный вариант, когда спекулятивный капитал объединяется с недорогими портфельными (отраслевыми) инвестициями и за счет финансового рычага WACC удовлетворяются интересы всех участников сделки.

2. Кто будет принимать решение о прекращении деятельности компании или существенном сокращении деятельности?

Ответ на этот вопрос кроется в самой постановке задачи. Если мы говорим об оценке стоимости компании, основным активом которой является интеллектуальная собственность и нематериальные активы, в том числе квалификация и компетентность топ-менеджеров и ведущих сотрудников, то, очевидно, что принятие решения по кардинальным вопросам деятельности должно приниматься коллегиально этими ведущими сотрудниками.

Таким образом, получается, что бывший владелец вручает судьбу своих средств в руки своих ведущих сотрудников – и это вполне логично, ибо это основной актив, который он создал. И этот актив должен подтвердить свою способность зарабатывать деньги и для новых владельцев. В случае неспособности самостоятельно зарабатывать деньги актив ценности не имеет, следовательно, лишены основания представления владельца об имеющейся стоимости компании, складывающейся как прибыль нескольких будущих лет.

Однако бывший владелец или инвестор должны создать систему мотивации для топ-менеджеров эффективно трудиться в течение ближайших лет, чтобы обеспечить интересы и бывшего и новых владельцев.

С нашей точки зрения одним из возможных видов такой мотивации и являются премии по различным видам опционов, которые получают топ-менеджеры в качестве своего дополнительного вознаграждения (кроме зарплаты) в течение тех лет, на которые рассчитан инвестиционный план.

Размер ежегодных выплат зависит от успешности деятельности компании в течение предыдущего года, а также прогнозов успешности компании, сделанных коллегиальным органом ведущих сотрудников. Учитываются прогнозы, сделанные ведущими сотрудниками на текущий год.

Процедура учета прогнозов следующая:

1. Прогнозы делаются на определенный период
2. Возможности прогноза следующие:



Таблица №2.2.5.1

Прогноз	Вид опциона	Базовый актив	Премия по опциону
Позитивный	На расширение	NPV с учетом дополнительной прибыли	Максимальная
Стабильный	На поддержание	NPV	Средняя
Негативный	На отсрочку	Экономия текущих расходов + экономия по начислению процентной ставки по ежегодным выплатам.	Минимальная
Фатальный	На выход	Сэкономленные средства по выплатам бывшему владельцу.	Средняя

Реализация этого механизма позволяет минимизировать риск нового владельца по выплатам бывшему владельцу поскольку:

1. Риск первоначальной выплаты минимизируется наличием подтвержденных контрактов на ближайший год работы компании.
2. Риск последующих выплат регулируется наличием истории подтвержденных прогнозов за предыдущий год. Если прогнозы были позитивные или стабильные, то развитие компании идет в соответствии с предсказанным ходом и вероятность благоприятного исхода повышается. Если за предыдущий год присутствовали прогнозы на отсрочку, то на соответствующий период происходит отсрочка следующего платежа бывшему владельцу. Естественно, что если произошел фатальный прогноз, то дальнейшие выплаты владельцу прекращены. Все эти ситуации предусматриваются контрактом на покупку компании.
3. Зависимость выплат бывшему владельцу и дополнительные выплаты топ-менеджера также зависят от степени подтверждаемости прогнозов. Если ведущие сотрудники сделали позитивный прогноз, но подтвердился менее позитивный или негативный, это говорит о некомпетентности менеджеров и в зависимости от ситуации должен приводить к штрафам менеджеров и



отсрочкам выплаты бывшему владельцу. Если менеджеры делали стабильный или негативный прогноз, а подтверждался позитивный, то доплата менеджерам за более высокие показатели не производится.

В результате реализации этой модели возникает следующее ежегодное дерево ежеквартальных решений (Рис. 1.2.2.5.1):

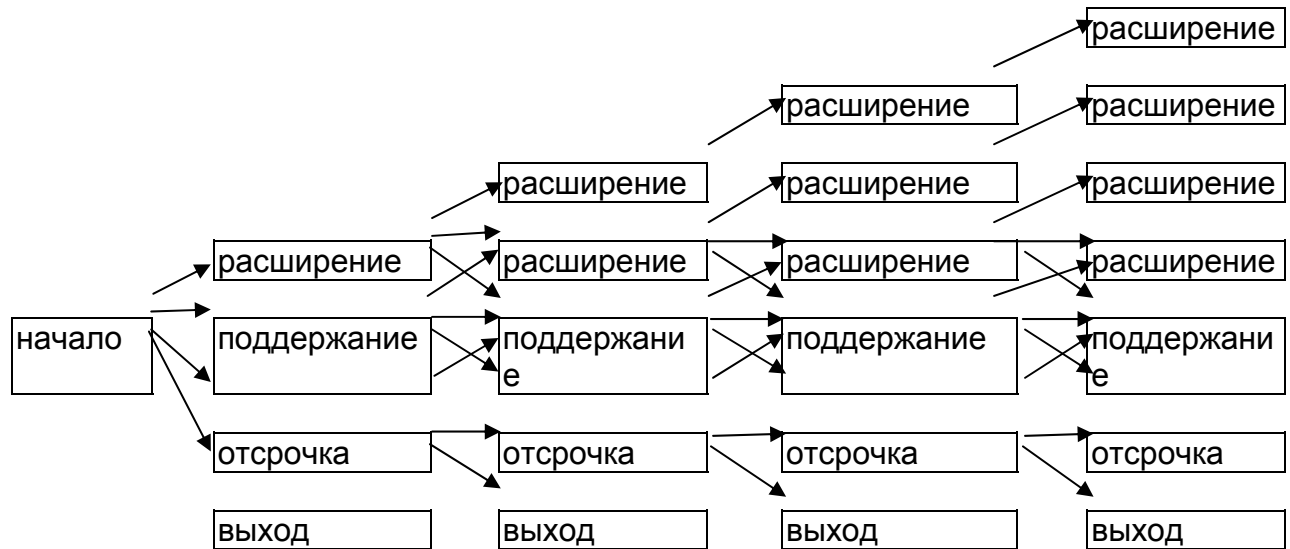


Рис. 1.2.2.5.1

1.2.2.6 Пример расчета. Оценка стоимости компании «Креативный консультант» на основе метода реальных опционов.

Исходные данные для расчета:

Российская компания «Креативный консультант»

Вид деятельности: Консалтинг и аудит

Оборот за последний год 696057,1 долл.
Обороты за предыдущие годы: 361263,8 долл.
Ежегодный рост оборота за последние 2 года – 339%.
Рентабельность бизнеса 53,26%.
Предполагаемая чистая прибыль в текущем году 410 000 долл.



Владельцы компании считают, что стоимость компании составляет 2 млн. Согласно их расчетам, инвестиции в покупку их компании вернутся в течение 5 лет с обеспечением 30% доходности на вложенный капитал.

Владельцы предполагают следующий вариант развития компании, предусматривающий 30% рост прибыли в течение 5 последующих лет:

Таблица № 1.2.2.6.1

Расчетная стоимость ИТ компании на момент покупки	ICO	2000
Предполагаемая прибыль в 1 год после покупки	CF1	533000
Предполагаемая прибыль в 2 год после покупки	CF2	692900
Предполагаемая прибыль в 3 год после покупки	CF3	900770
Предполагаемая прибыль в 4 год после покупки	CF4	1171001
Предполагаемая прибыль в 5 год после покупки	CF5	1522301
Совокупный прибыль за 5 лет		4819972

Согласно расчетам владельцев, NPV проекта за этот период составит 50 тыс.

$$NPV = -C_0 + \frac{CF1}{1+r} + \frac{CF2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF5}{(1+r)^5}$$

$$NPV = -2000\ 000 + 410000 + 410000 + \dots + 410000 = 50\ 000$$

Соответственно Инвестора интересует получение доходности на свои инвестиции в размере 30% годовых.

Рассматривается компромиссная возможность приобретения данной ИТ компании за большую сумму в рассрочку с ежегодными авансовыми выплатами в течение 4 лет и с начислением годового процента в размере 20% на выплачиваемые с отсрочкой суммы.

Условием согласия Инвестора на признание большей стоимости компании, чем прибыль по подтвержденным контрактам является гарантии будущих доходов со стороны менеджмента компании и ведущих сотрудников.

Гарантии со стороны топ-менеджеров принимаются в виде зависимости их вознаграждения от результатов деятельности компании. Объем этой зависимости рассчитывается как премия по опционам на различные сценарии развития компании.

Стоимость опционов на отсрочку рассчитывается по формуле Блэка-Шоулза.



**Пример 1.2.2.6.1 Расчет стоимости компании, в соответствии с заявленным планом развития**

Первая выплата бывшему владельцу осуществляется в размере – 500 тыс.

Остальные – тремя равными частями по 500 тыс. с начислением процентов по ставке  $K=12\%$  годовых, плюс премии по опционам ведущим сотрудникам.

Схема выплат.

1 выплата	500 тыс.
Через 1 год.	500 тыс. + годовой процент
Через 2 года.	500 тыс. + годовой процент + премии по опционам ведущим сотрудниками, начисленные по результатам деятельности компании за предыдущий год.
Через 3 года.	500 тыс. + годовой процент + премии по опционам ведущим сотрудниками, начисленные по результатам деятельности компании за предыдущий год.
Через 4 года	премии по опционам ведущим сотрудниками, начисленные по результатам деятельности компании за предыдущий год.

Предполагаемый план расчетов выглядит следующим образом:

Таблица № 1.2.2.6.2

	начало	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год	Итого
<b>Выплата владельцу*</b>	500000	600000	720000	864000			3093500
<b>Выплаты менеджерам</b>	-		143329	86488,56	62341,08	189	292347,6
<b>Доход</b>		533000	692900	900770	1171001	1522301,3	481997,3



Инвестора (прибыль ИТ – компания)							
Прибыль Инвестора	-500000	-67000	-170429	-49718,56	1108659,9	1522112,3	1843624,7

\*рассчитывается по формуле  $500 \cdot (1+k)^n$ , где  $k$  – требуемая доходность по рас срочке бывшему владельцу (30%)

Расчет стоимости премий по опционам на отсрочку содержится в Приложении №1.2.2.6.1

Выплата менеджерам происходит не вначале года, как логично было бы предположить в соответствии с классической логикой выплаты премии, которая выплачивается в момент приобретения права, а по истечении года, после подтверждения правильности оптимистического сценария.

Такая ситуация также страхует участников сделки от недобросовестных менеджеров, которые могут получить премию и покинуть компанию.

Интересно рассчитать NPV этого проекта в случае такого проведения платежей:

$$NPV = 123108$$

Видно, что в случае реализации этого плана расчетов NPV проекта увеличивается более чем в два раза, что создает дополнительное преимущество данному способу расчетов.

Вообще данный план представляется выигрышным практически со всех сторон:

1. Стоимость проекта вырастает более чем на 59% за счет опциона на поддержание. (3385848 тыс. против 2000 тыс.)
2. Премия по опциону перераспределяется в пользу менеджеров и ключевых сотрудников, что повышает их мотивацию и, как мы писали выше, усиливает стоимостные характеристики компании в принципе.
3. Риски инвестора снижаются за счет того, что первые 3 года он осуществляет выплаты старому владельцу только после подтверждения заявленного им плана развития.



4. Бывший владелец получает за свою кампанию практически максимальную стоимость, хотя и разнесенную во времени, но с учетом начисляемого процента.

Однако применение данного метода имеет один существенный недостаток – опционные премии уменьшаются с сокращением срока действия опциона (см. выплаты менеджерам), что негативно отражается на мотивации ключевых сотрудников. В свою очередь данная проблема может быть решена со стороны инвестора (владельца), который может пересматривать сроки в соответствии с дальнейшей деятельностью компании.

**Пример 1.2.2.6.2. Расчет стоимости ИТ компании при отказе от выплат бывшему владельцу, в соответствии с решениями закрыть проект**

Сценарий: первый год прошел по прогнозу бывшего владельца, но менеджеры не сумели заключить новых контрактов, потеряли старых клиентов и принимают решение о ликвидации предприятия.

Расчет стоимости опциона на выход с параметрами.

Начальная стоимость 2000

Стоимость выхода 1500

Стоимость опциона на выход 106 755. Эти средства выплачиваются менеджерам.

Таблица №1.2.2.6.3

	Начало	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год	Итого
Выплата владельцу*	500						500
Выплаты менеджерам в случае закрытия проекта			106755				72
прибыль ИТ - компании)		500					500
Доход Инвестора	-500	500	-106755	0	0	0	-72
Итого средства владельца нарастающим итогом	-500	0	-106755	106755	106755	106755	-106755



Прогноз прибыли на текущий год	500	-	-	-	-		
--------------------------------	-----	---	---	---	---	--	--

Расчет стоимости премий по опциону на выход содержится в Приложении № 1.2.2.6.1

В этом случае Инвестор по результатам проекта терпит убытки в размере 10655 тыс., но зато экономит свои средства в размере 1500 тыс.

Менеджеры получают 10655 тыс. за решение о выходе из проекта, но теряют возможность заработать последующие премии в течение последующих лет в случае поддержания проекта.

В этом случае, чтобы исключить банальную заинтересованность менеджеров в скорейшем получении средств, чем в случае с опционом на поддержание, мы предполагаем выплатить эту премию с отсрочкой в год. (В предыдущем параграфе мы установили, что менеджеры получают премию по опциону не в начале года, на который они делают позитивный прогноз, а по итогам года, после того, как их прогноз подтвердился).

Выводы:

Анализ экономической модели компании «Креативный консультант» как объекта применения метода реальных опционов дает основание сделать вывод о том, что применение этого метода также может быть актуальным в достаточно широком спектре предприятий, имеющих аналогичные экономические характеристики.

Важнейшим моментом в применении данного метода является возможность использования премий по выявленным опционам среди топ-менеджеров и ключевых сотрудников компании, что будет являться дополнительным стимулированием их мотивации к эффективному труду.

В результате попыток применения метода реальных опционов к конкретным бизнес-моделям компаний, можно сделать фундаментальный вывод, что применение данного метода в компании возможно только в случае поэтапного инвестирования в деятельность такой компании или при покупке такой компании в рассрочку.

**Управление стоимостью в российских компаниях, оказывающих профессиональные услуги безусловно, должно стать постоянной функцией их**



руководителей. Без постоянного совершенствования данного аспекта бизнеса привлечение инвестиций в эту область будет крайне затруднено.

Но основные методики оценки: затратная, рыночная, бухгалтерская или методика чистой приведенной стоимости в данных компаниях могут быть применены только в ограниченном виде. С другой стороны совсем отказаться от них нельзя, поскольку ключевые параметры более современной методики оценки таких компаний – реальных опционов, рассчитываются с их использованием. Причем, если в традиционных секторах экономики при использовании метода реальных опционов можно отказаться от расчета NPV проекта, то в данном случае нельзя.

Но и этот, более современный метод оценки компаний с помощью реальных опционов, в российских условиях может применяться весьма условно, поскольку ключевые его параметры – базовый актив и волатильность могут оцениваться только с помощью экспертных оценок, что значительно снижает его точность.



### 1.2.3 Метод минимизации рисков при продаже компании в рассрочку

В предыдущем разделе методологии был рассмотрен метод реальных опционов для оценки компаний, оказывающих профессиональные услуги. Команда Valuemangement провела исследование, результаты которого позволяют модифицировать данный метод и исключить вероятность убытков для инвестора.

По сути данный метод представляет собой позицию, когда один инвестор купил кол (право купить компанию в рассрочку), а продавец купил пут (право продать компанию по фиксированной цене). Причем премия по колу состоит в том, что инвестор должен выполнять взятые на себя обязательства в течение определенного времени, а по путу премия в будущем (при исполнении опциона) возвращается (только за нулевой период) да еще и с начисленными процентами.

Основные допущения данной модели:

- компания отчисляет 15% от прибыли в фонд поощрения ключевых сотрудников;
- продавец создает страховой депозит из прибыли предыдущего периода;
- коэффициент  $r/e \sim$  равен периоду отсрочки при низком темпе роста компании.

Метод минимизации рисков при продаже в рассрочку основан на страховании проекта для всех заинтересованных сторон:

- а) Инвестор застрахован от дефолта компании до истечения срока договора продажи компании;
- б) При банкротстве компании продавец в любом случае получает компенсацию. В случае позитивного развития проекта продавец получает большую сумму, чем при продаже компании одновременно;
- в) Менеджмент компании заинтересован в эффективной деятельности на весь период реализации проекта (существования компании). При реализации проекта создается компенсационный фонд (15% доли/акций компании) ключевых сотрудников.

Итак, приступим непосредственно к описанию разработанного нами метода. Прежде всего, следует отметить, что стоимость компании в случае отсрочки



платежа существенно выше, нежели при выплате 100% стоимости единовременно. Было бы разумно предположить, что в процессе реализации договора купли-продажи менеджмент компании будет постоянно оптимизировать работу компании с позиции рассмотренных нами факторов (см. раздел 3), влияющих на стоимость компании, поэтому в данном случае мы не будем дисконтировать стоимость компании (учитывать влияние факторов стоимости см. пункт 3).

В данной работе не будет рассматриваться юридическая часть данного метода, но будут выделены основные принципы метода для возможного его использования на практике.

Стоит отметить, что при использовании данного метода продажи компании (доли или СБЕ), компания становится значительно привлекательней для инвестора, нежели приобретение компании традиционными методами.

Договором купли-продажи компании должны быть предусмотрены существенные условия, которые необходимы для практической реализации данного метода.

К данным условиям можно отнести:

1. Формирование страхового резерва (депозита) продавцом компании, выгодоприобретателем которого в случае дефолта компании будет инвестор.

2. Создание компенсационного фонда ключевых сотрудников. Данный фонд создается из 15% акций продаваемой компании. Каждый год при условии достижения заданных нормативов менеджмент (ключевые сотрудники) компании получают часть прибыли. При достижении компанией заданных нормативов деятельности, 15% от прибыли переводятся в компенсационный фонд ключевых сотрудников. В случае позитивного развития событий через один год менеджмент компании получает 5% плюс начисленные проценты из компенсационного фонда. При этом 15% прибыли данного года переводится в компенсационный фонд. Далее, при позитивном сценарии по окончании следующего года менеджменту компании выплачивается оставшиеся с первого года 10% плюс начисленные на эту сумму проценты за два года, а также 5% плюс начисленные проценты за депозит, сформированный за один год до отчетного периода и т.д.



Распределение оставшейся прибыли происходит следующим образом:

Остаток нераспределенной прибыли = 100% - 15% = 85%

продавец				инвестор				Стаховой депозит			
0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
0%	0	0	0	25%	50%	75%	100%	75%	50%	25%	0

Страховой резерв нулевого периода создается за счет прибыли предыдущего периода. Допускаем, что при оплате четверти стоимости компании, инвестор вправе рассчитывать на определенную (25%) часть результатов деятельности. Поэтому для первого взноса инвестору делается скидка (дисконт) на величину, равную 25% (от 85% прибыли предыдущего периода).

В случае выполнения обязательств сторон в конце последнего периода выплат, продавец получает сумму страхового резерва нулевого периода плюс проценты, начисленные за его размещение. А к инвестору переходит право владения компанией (100% право голоса). Кроме того, инвестор получает сумму страхового депозита (плюс начисленные на него проценты) за первый и второй периоды. До момента последней выплаты инвестором покупателю предусмотренной договором суммы, управление компанией (и 100% право голоса) осуществляет продавец.

В случае, если инвестор по каким-либо причинам не выполняет взятых на себя обязательств в течение определенного договором времени, договор считается расторгнутым и компания (100%) переходит к продавцу. Денежные средства, уплаченные до этого инвестору не возвращаются.

В случае, если компания по каким-либо причинам не может достигнуть заданных нормативов и объявляет дефолт, компенсацией для инвестора будет служить сумма страхового депозита плюс начисленные проценты, а также средства компенсационного фонда.

При соблюдении данных условий исключается вероятность неблагоприятного события для инвестора, продавец получает сумму, превышающую сумму



рассчитанную по методу дисконтированных денежных потоков с учетом влияния факторов стоимости, а менеджеры мотивированы на эффективную работу.

В приложенном файле (value\_without\_risks.xls) прилагаются расчеты данного метода.

### 1.3 Корректировка стоимости

После оценки всех СБЕ необходимо скорректировать стоимость компании с учетом синергетического эффекта. Необходимо выявить насколько стратегические бизнес-единицы совместимы, существует ли возможность перекрестных продаж (коэффициент перекрестных сделок; количество сделок на одного сотрудника; доход от операций на одного сотрудника; *Фактор стоимости* — это просто любая переменная, влияющая на стоимость компании. Однако, чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, определить, какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость, и возложить ответственность за этот параметр на конкретных людей, участвующих в достижении целей организации.

Необходимо провести анализ работы компании в следующих областях (факторы стоимости):

- **Управление персоналом;**
- **Работа с клиентами;**
- **Торговая марка;**
- **Идентификация, анализ и управления рисками;**

Для каждой области необходимо установить границу, которая будет отображать работу компании в данной области (фактор стоимости). При уровне управления в конкретной области (факторе стоимости) ниже заданной границы, стоимость компании корректируется на определенный дисконт (вес конкретного фактора на общую стоимость). Также методом экспертных оценок проводится анализ влияния данного фактора на конкретный бизнес.

#### 1.3.1 Оценка фактора «Управление персоналом»

Для компаний, оказывающих профессиональные услуги важнейшим фактором стоимости является персонал. Именно от того, насколько хорошо развита система



управления персоналом в конкретной компании, во многом зависит ее будущее. Обучение и рост определяет инфраструктуру, которую организация должна построить для обеспечения роста и развития в долгосрочной перспективе. Вполне естественно, что гарантировать долговременный успех и процветание компании вряд ли возможно с помощью технологий, используемых в данный момент. Рост и развитие организации являются результатом синергии трех основных факторов: человеческих ресурсов, систем мотивации и организационных процедур. Для того чтобы обеспечить себе долгосрочное присутствие на рынке, бизнес должен инвестировать средства в повышение квалификации своих сотрудников, информационные технологии, системы и процедуры. Основными драйверами эффективности здесь могут быть удовлетворение сотрудников, удержание сотрудников, их квалификация, возможность мгновенно получать информацию, необходимую для принятия управленческих решений, генерирование инициатив, эффективность работы информационной системы. Мы полагаем, что нам необходимо уделить значительную часть нашей работы на рассмотрении данного фактора стоимости.

В данном разделе методологии будут рассмотрены основные системы управления мотивацией персонала, которые могут существенно сократить вероятность ухода ключевых сотрудников. Оценка данной системы будет осуществляться по средствам анкеты (**см. Приложение №3.1**) Необходимо отметить, что не существует единой системы мотивации персонала для всех компаний. Оптимальная система мотивации персонала зависит от конкретной компании. В данном разделе будут рассмотрены основные методы, которые используются на практике в различных компаниях.

На современном этапе развития экономики человек как носитель навыков и знаний становится основным ресурсом экономического развития любой коммерческой организации. Капитал начинает уступать место тем, кто может создавать знания и успех организации сегодня зависит от умения создавать, развивать и внедрять знания. В мире Интернета и глобализации экономики от организации требуется динамичное и быстрое изменение, поступательное движение в накоплении и использовании знаний. Изменяется отношение



организации с работающими в ней людьми, носителями профессиональных компетенций. Теперь все больше исследователей и практиков-менеджеров отмечают, что ситуация, в которой человек, работник был сильно заинтересован в организации меняется на прямо противоположную — **организация гораздо больше заинтересована в профессиональном работнике, чем работник в организации.** Человек работает в компании до тех пор, пока вознаграждение, содержание самой работы, отношения с коллегами, условия профессионального роста удовлетворяют его, представляют для работника ценность, как только эта заинтересованность пропадает, человек уходит из компании, находя другое место работы, другую компанию, где он может реализовать свой профессиональный и личностный потенциал.

Система управления персоналом должна строиться на принципах отношений с работниками, как организация выстраивает свои отношения с клиентами. По данным исследования «Смена места работы московскими специалистами», проведенного Kelly Services и Statistics Workshop («Ведомости», 8.10.2003 г., А7) большинство людей, планирующих увольнение довольны своим местом работы. Из всех работников, попавших в группу потенциальных беглецов, 51% относится к категории счастливых работников. Это люди, которые утверждают, что они «счастливы» или даже «очень счастливы» работать в данной компании. Чувствуют себя «несчастливыми» на работе 44% планирующих уволиться. Остальные относятся к категории безразличных работников. Портрет потенциального беглеца можно охарактеризовать следующим образом: добросовестно работающий сотрудник с хорошим дипломом. Своей целью он ставит получение от работодателя реальных навыков и красивого пополнения резюме. Он считает, что неприлично работать в одной компании меньше года, но и задерживаться на одном месте тоже не хорошо. При этом он не относится к людям, преданным компании, и, как только представляется возможность, пытается взять на себя новую высоту. Многие работники рассуждают следующим образом: увольняться выгоднее, чем работать. Как правило предусмотрены компенсационные пакеты, и в какой-то момент становится ясно, что выгоднее уволиться, чем работать дальше. (данное обстоятельство может свидетельствовать о неэффективности компенсации сотрудника при его выходе из компании).



И рекрутеры, и работодатели единодушны в том, что нужно считаться с тем, что появился новый тип менеджеров, которые не считают нужным посвящать себя одной компании. Даже выработалось правило «трех третей», согласно которому треть молодых менеджеров станет хорошими управленцами независимо ни от чего, другая треть так и будет блуждать с места на место, а вот оставшаяся часть относится к категории людей с неопределившимися ценностями, именно с этой категорией и необходимо работать (мотивировать) больше всего.

Из данного исследования можно сделать вывод, что у большинства компаний недостаточно хорошо отлажена система мотивации персонала. Уход сотрудника/ков может существенно повлиять на деятельность и, следовательно, на стоимость компании в целом, поэтому данному вопросу необходимо уделить значительную часть нашей работы.

По данным исследования журнала «Эксперт» "Стиль жизни среднего класса", треть представителей этого слоя, тех самых менеджеров, исследователей, инженеров и аналитиков, которые составляют главную рабочую силу современных компаний, готовы сменить работу, как только им предложат что-нибудь более привлекательное. Теперь представьте, что это в вашей фирме треть сотрудников одной ногой стоит за дверью. Можно ли после этого считать, что они работают с полной отдачей? Неудивительно, что слабая мотивация персонала занимает третье место в перечне причин, препятствующих росту бизнеса, - этот вывод содержится уже в другом исследовании, "Управление ростом и конкурентоспособностью российских компаний", проведенном Ассоциацией менеджеров и консалтинговой компанией Accenture. Соответственно, высокую степень мотивированности подчиненных нынешние руководители ставят на первое место в ряду внутренних факторов повышения конкурентоспособности своего бизнеса.

Но как же их, таких мобильных, мотивировать? Как заставить любить и ценить место, где они работают? Компанию, то есть руководителя и собственника, волнуют только те мотивы сотрудников, которые будут полезны для компании, и те, которые могут работать против нее. Традиционные теории мотивации плохи тем, что не дают конкретных подсказок: что делать с человеком, чтобы он себя вел на работе так, как



это полезно для работы. Собрав воедино кейсы многих современных российских компаний, построим прикладную пирамиду. Ее можно представить в виде трех этажей, условно названных так: "про деньги", "не совсем про деньги", "совсем не про деньги".

### **Первый уровень - про деньги.**

Оставим в стороне вопрос о размере зарплаты, заметим лишь, что для рядового персонала она должна быть достойной, ее должно в принципе хватать на жизнь. Акт материального вознаграждения за труд требует соблюдения определенных условий.

По мнению многих HR-менеджеров, проблемой номер один для российских компаний является непрозрачность формирования окладов. То есть непрозрачность для сотрудников. Дело в том, что, как бы ни тщилося руководство фирмы сделать размеры окладов коммерческой тайной, они все равно становятся известны персоналу, и в том случае, если не вполне понятно, почему Вася получает 500 единиц условных денег, а Петя - 1000, в головах сотрудников рождаются совершенно невыгодные для компании домыслы. Поэтому лучше показать каждому сотруднику его место в финансовой сетке компании и рассказать о возможностях и механизмах продвижения в сторону увеличения зарплаты. Не стоит подавать индексацию зарплаты в связи с инфляцией как повышение. Люди ходят в магазины и все понимают. Индексация дело хорошее, но она направлена на поддержание "гигиенических факторов", по Герцбергу, а отнюдь не на воодушевление сотрудников.

Кроме зарплат, как известно, деньги выдают в виде премий. Ну это уж точно хорошая мотивация. Да, но при одном условии: премия должна быть правильно позиционирована как в сознании работника, так и в вашем собственном. Не считается мотивирующим фактором премия, которую платят всегда, - в этом случае она воспринимается как часть зарплаты.

Еще один повод для использования премий - альтернатива штрафам, когда премируют за правильное поведение вместо наказания за неправильное. Не



опаздываете - вам платят. Не теряете документы - тоже платят. Работаете без аварий определенное количество часов - получаете премию.

К количественной части денежной мотивации менеджеров по продажам, то есть премиям за перевыполнение плана, добавили качественную: ввели такие показатели, как инициативность и активность в работе, деловой риск, инновации, творческий подход к работе, привлечение новых клиентов и самообразование. За соответствие каждому пункту начисляется определенный процент.

### **Денежная западня.**

Допустим, вы все сделали правильно, и ваши сотрудники получают неплохой доход. Зачем же тогда переходить на средний и верхний уровни?

Во-первых, для компании очень плохо, если у большинства сотрудников количество зарабатываемых денег становится пунктиком. Именно такие сотрудники в любой момент готовы уйти. Особенно это характерно для развивающихся рынков.

Во-вторых, в классическом варианте мотивационной пирамиды эти самые "другие ценности" вступают в действие автоматически, сразу после того, как человек обеспечивает собственные элементарные потребности - выживание и безопасность.

К своему новому доходу человек привыкает в среднем за квартал, дальше его "цеплять" перестает. А поскольку зарплатные ресурсы компании не беспредельны, как и возможности поднять человека вверх по карьерной лестнице или дать ему новое интересное задание, видя такой потолок, человек либо расслабляется, либо раздражается, либо начинает работать на сторону - и часть его ресурсов утекает из компании.

По мнению многих менеджеров по персоналу, между высокооплачиваемым работником и работодателем постепенно нарастают два конфликта. Один конфликт связан с желанием руководителя контролировать и загружать своих суперспециалистов и топ-менеджеров - в любое время дня и ночи, вызванным навязчивой мыслью: я ему столько плачу, он же должен это отработать. В результате "богатому" сотруднику бывает некогда с толком потратить то, что он



заработал, поскольку помимо работы и сна жизни у него практически не остается. Согласно закону психологии, у него происходит нарушение баланса входа и выхода, то есть ресурсов, временных или финансовых, на восстановление не хватает.

Причина другого конфликта - неуверенность руководителя, вложившего массу сил и времени в своих непосредственных подчиненных, в том, что они не уйдут сразу же, как только столкнутся с неизбежным зарплатным и карьерным потолком. Причем уйдут неожиданно и, как правило, в тот самый момент, когда руководитель несколько расслабился и решил, что этот участок тыла у него надежно прикрыт.

Попробуйте ответить на вопрос: почему данный конкретный человек, обладая параметрами, которые востребованы на рынке, и имея возможность устроиться где-то еще, должен прийти именно в вашу компанию? Вот тут и начинается интерес к тому, а что бы такого для него еще можно было сделать. То есть проблема мотивации сводится к проблеме заинтересованности людей в вашем бизнесе.

Мы переходим на второй уровень нашей мотивационной пирамиды, где речь пойдет не совсем про деньги.

### **Выбор и игра.**

"Неденежная зарплата", или соцпакет, воспринимается одновременно как знак принадлежности к компании и проявление ее заботы о сотруднике. Вообразить себе эффективную систему мотивации без него сложно. Однако предоставление всем подряд стандартного набора: медстраховка-обед-мобильный - может и не сработать как мотивирующий фактор, потому что не будет воспринято как льгота. Например, если человек этим не пользуется. Компания рискует выбросить кучу денег, заплатив за фитнес-клуб для всех, при этом сотрудники и не вспомнят о клубе, если их спросить, что есть в компании, помимо зарплаты. Ну не ходят они туда. Далеко или времени нет. А "наверху" считают, что очень даже заботятся о сотрудниках и недоумевают по поводу их черной неблагодарности в смысле неприращения трудового энтузиазма.



Выход можно найти, предоставив сотрудникам возможность выбора льгот. Так, в компании Mirantis придумали систему под условным названием "Кафетерий". Идея кафетерия - свободный выбор блюд из ассортимента. После окончания испытательного срока и на основании оценки непосредственного руководителя сотруднику присваивается определенное количество баллов. У тебя 4 балла - вот корзинка бенефитов, выбирай, что тебе надо, на эти 4 балла: страховки, оплата мобильного, занятия спортом, английским, пенсионное страхование, страхование жизни. Выбирать "призы" можно раз в год. Раз в полгода балл растет "за выслугу лет". Кроме того, оценка меняется после ежегодной аттестации, и HR-менеджер может прибавить еще полбалла за соответствие корпоративным правилам.

Каждая должностная позиция имеет вес - чем выше позиция, тем выше баллы (поэтому не надо думать, как сделать компенсационный пакет для топ-менеджера, он автоматически будет больше, чем у нижестоящих сотрудников). Если не хватает баллов, существует кредит. "Бенефит 'отпуск' появился благодаря обратной связи с персоналом, - рассказывает Марина Симонова, руководитель службы персонала. - А что у нас там по бенефитам? - интересовался народ. Я: а что вы хотите? Ну что-нибудь там с отпуском бы. Появился отложенный денежный бенефит, его можно взять к отпуску и сделать его для себя более приятным, например повисить класс отеля или купить новое рыболовное снаряжение".

У такой системы есть два риска. Во-первых, иногда ее довольно сложно администрировать. Во-вторых, есть риск усложнить процедуру получения "приза". Если на дорожку в боулинге надо записываться за два месяца, писать заявление и заверять в трех инстанциях, это типичное не то.

Продолжаем исследовать не совсем денежные способы мотивации. Хорошо, когда зарплата приличная и коллектив душевный. Премия есть и позиционируется вроде правильно. Сидит себе менеджер, план продаж выполняет, прибыль приносит, претензий к нему формально никаких нет и быть не может. Стабильность. Но для компании это стабильность со знаком минус: о продвижении на рынке, не говоря уж о захвате лидирующих позиций, речи уже не идет. Во многих компаниях продавцы зарабатывают хорошие деньги и говорят, что им достаточно. В компании



"Катрис-Комплект" с помощью консультантов справились с подобной проблемой, поняв, что, хотя денежный азарт у сотрудников пропал, а с ним и интерес к работе, - вакантное место объекта азарта можно занять чем-нибудь другим. Этим другим оказалась игра.

Когда денежные надбавки за перевыполнение плана присутствуют, но особо не мотивируют, тогда можно придумать морковки - наподобие тех, которые вешают перед осликом, чтобы он бежал в нужном направлении, только в данном случае их сделали вполне достижимыми.

За каждую дополнительную единицу к плану менеджер по продажам стал получать определенный балл. А за определенное количество баллов - морковку. Список морковок составили из тех пожеланий и предпочтений, которые высказали сами менеджеры, и разбили его по баллам, от самой мелкой - 1 балл (поход с детьми в дельфинарий, в театр или в музей), до самой большой - 30 баллов (поездка за границу на двоих). Придумать можно все что угодно, главное, чтобы у работника при виде этой морковки возникало желание на нее заработать. Если известно, что менеджер - любитель выпить пива вечером, появляется в списке морковка 'столик в пивном баре'. И у человека, имеющего возможность за счет компании с женой или приятелем сходить попить пива, возникает желание это сделать.

Морковки выдаются по итогам квартала. Накопил три морковки - в следующем квартале каждый месяц ходишь с ребенком в дельфинарий или с женой в Большой театр. Или копишь, например, на турпоездку - баллы в течение года не сгорают.

Один нюанс. "Плюс балл" полагается за то, что ты на единицу больше плана заработал, но есть и "минус балл" - если на единицу недовыполнил. Иначе получилась бы не мотивационная схема, а мешок деда-мороза, в котором заведомо что-то болтается. И еще что важно. Система прозрачная, в ней нет субъективизма - менеджер знает и свои баллы, и имеющиеся морковки, может все для себя посчитать и распланировать и не зависит от доброй воли Ивана Ивановича.



И вот человек трудится на своем рабочем месте, получая достойную зарплату, премию и устраивающий его соцпакет. При этом у него даже есть возможность немного поиграть на работе, выбирая бенефиты или морковки. Но через некоторое время выясняется, что и этого мало.

Тогда уже подошло время использовать опционные схемы поощрения. Опционные программы в России — относительно новое явление. Еще три года назад случаи предоставления опционов своим сотрудникам были единичными. Пионерами стали компании, разместившие ADR на NYSE. В последнее время опционы получили распространение и в «голубых фишках» российского фондового рынка, и в компаниях со слабой ликвидностью акций, и в «дочках» транснациональных корпораций. По мнению инвестиционных аналитиков, само наличие опционной программы может повысить стоимость компании, особенно если она котируется в Нью-Йорке или это «голубая фишка» российского рынка.

На чем основана популярность опционов и какова их эффективность? Опцион — это всего лишь один из инструментов долевого участия сотрудников в капитале компании, пришедший на смену партнерству и простому акционированию сотрудников. Опционы позволяют решить одновременно задачи участия менеджеров и в собственности, и в прибыли. Главная цель опционных выплат состоит в том, чтобы увязать оплату труда с эффективностью функционирования, чтобы топ-менеджеры получали прибыль тогда, когда их компании процветают, и терпели убытки, когда компании сбиваются с правильного курса. Многие российские компании сейчас на подъеме и хотели бы, чтобы менеджмент разделил успех корпорации.

В МТС при первичном размещении сразу было выделено 0,6% акций под опционную программу, из которых большая часть уже выделена менеджменту в виде опционов. Андрей Брагинский, директор по связям с инвесторами, говорит, что основная задача — нацелить руководство на долгосрочный рост капитализации и повысить лояльность сотрудников к компании. Сотрудник получает и денежные выгоды, и психологические, поскольку рассматривает успех МТС как свой собственный. Конечно, материальная выгода от изменения цены акции во многом



зависит от конъюнктуры рынка мобильной связи, но все, что касается самой компании, — в силах ее руководства.

«ВымпелКом», одним из первых реализовавший опционную программу, выделил под нее 250 тыс. акций, которые были распределены между топ-менеджерами компании. В настоящий момент, по условиям действия программы, топ-менеджеры могут реализовать свои опционы. Михаил Умаров, пресс-секретарь «ВымпелКома», говорит: «Цель опционной программы проста. Это мотивация топ-менеджеров на конкретный результат, на успех компании в целом, причем на успех не только в понимании самих менеджеров, а, прежде всего, в понимании рынка и инвесторов, которые голосуют своим долларом, повышая или понижая капитализацию компании».

*В обоих телекоммуникационных гигантах топ-менеджер получает опцион по существующей на данный момент рыночной цене акций. Если акции растут, то при реализации этого опциона разница в стоимости данного пакета и является вознаграждением менеджера. Именно на этом основана материальная заинтересованность в том, чтобы росла общая капитализация компании, а с ней и стоимость опциона.*

Лояльность менеджмента особенно актуальна сегодня, когда экономический рост порождает дефицит высококвалифицированного персонала. Как следствие, растут компенсации и текучесть кадров. А опционные программы позволяют решить обе эти проблемы.

Яков Коп, директор по персоналу ОМЗ, считает важным, чтобы условия опционного соглашения были реалистичными: «Программа рассчитана не на обман, а на конструктивную работу. Мы ставим задачу, которую надо выполнить (то есть добиться за три года стоимости в \$11 за акцию ОМЗ). Если такую задачу перед собой не ставить, нет смысла ни приглашать менеджеров, ни вообще работать». Коп признал, что опцион имеет значение не только в плане денежной мотивации, поскольку существует значительный выигрыш между ценой опциона и ценой акции, но и в плане создания командного духа в компании: менеджер участвует в деле как в своем собственном. «Важная цель — сформировать команду, способную добиться



заявленных нами результатов. Сейчас нами формируется серьезная управленческая команда, частью — из „своих“ людей, частью — из специалистов со стороны. Мы очень долго ее набирали и считаем, что эта команда должна добиться желаемого. *Нужно иметь в виду, что, если менеджер бросает свою команду, он не получит ничего*. Это не касается ухода по состоянию здоровья или перемещению внутри компании, а скорее, перехода к конкурентам, серьезных ошибок в работе и иных подобных причин ухода. Если менеджер увольняется по уважительной причине, его участие в опционной программе может продолжиться в полном объеме, подчеркнул Коп.

*Наиболее эффективным на наш взгляд способом поощрения опционами является подход Procter&Gamble.*

Сотрудники российского филиала американской компании P&G смогут купить акции родительской компании со скидкой в 30%. Эта первая в России опционная программа на акции международной компании стала возможной после изменения валютного законодательства, позволяющего россиянам инвестировать до \$75 000 в год в ценные бумаги иностранных эмитентов.

Этой опционной программой сотрудники P&G во всем мире пользуются уже 20 лет, и в настоящее время на их счетах находится около 7 млн. акций. С 1 октября и каждый российский сотрудник компании может ежемесячно перечислять до 5% своей зарплаты на покупку акций Procter & Gamble.

Плюс к этому компания может сама приобрести сотруднику акции со скидкой. Фактически служащие P&G, проработавшие в компании не менее года, могут ежемесячно покупать акции со скидкой 30%. Акции можно реализовать с помощью компании по истечении пяти лет после первой покупки. Можно продать их и раньше. Правда, тогда работник теряет ряд льгот.

**Вся прелесть данного подхода заключается также в том, что компания приобретает недорогой инвестиционный ресурс (при простом методе начисления процентов плата за капитал = 6% годовых)**

Довольно масштабная программа по размещению опционов прошла в IT-холдинге IBS. Его акции еще не котируются, но уже более 30% сотрудников получили опционы. Для неторгуемой компании определить стоимость акции



довольно проблематично, и для этого компании пришлось проводить экспертный расчет. Программа позволяет поощрить лучших сотрудников, а **материальные выгоды от продажи акций сотрудники смогут получить только после IPO.**

Таким образом, мотивирующая роль опционных программ в российском бизнесе признается все большим числом компаний. Единственным препятствием на пути развития таких программ являются колебания курсов акций и общее падение капитализации в некоторых отраслях, таких как высокие технологии или авиаперевозки. Остается надеяться, что российская экономика сможет поддержать устойчивый рост. От него выиграют компании, а значит, и все, кто в них работает и ими владеет.

#### **Свобода: совсем не про деньги.**

Когда сотрудники заработали столько, что смогли купить квартиру, машину и какое-то количество денег отложить, денежная мотивация вообще перестает действовать. У людей появляется ощущение, что за свой труд они получили меньше, чем вложили (и, строго говоря, они правы - это принцип бизнеса). Эти ощущения начинают мешать. И тогда (а иногда и вне зависимости от этого) люди ищут свободы. Свободы распоряжаться своей жизнью и реализовать себя - уже не только как профессионала, а как личности вообще. Работодатель может им в этом помочь.

Единственное необходимое условие здесь - совпадение базовых ценностей компании и сотрудника. Вот почему при приеме на работу не так важно, что человек умеет делать, как важно, зачем он сюда пришел. Задача на этапе подбора - как можно быстрее выяснить базовые ценности того, кто пришел, и как можно быстрее транслировать ему ценности компании. Если ценности совпадают, но человеку не хватает квалификации, все равно можно брать. Квалификация приобретается. А вот если есть принципиальные расхождения в структуре ценностей, то бесполезно растить квалификацию. Мы нанимаем на работу жизненные позиции, а не диплом об окончании чего-то.



Ценностный подход к подбору сотрудников может предупредить традиционную проблему - конфликты с начальством. Менеджер - это неожиданная, но очень весомая и важная часть твоего компенсационного пакета. Если сотрудник попадает к человеку, с которым ему будет комфортно работать, он с ним 'на одной волне', то он становится заинтересованным оставаться на этой работе гораздо дольше, чем в другом месте, где ему будут даже больше платить, но отношения с руководителем не заладятся.



### Особенности управления персоналом в McKinsey:

1. Отбор кандидатов, отвечающих основному критерию "жажда нового интеллектуального опыта".
2. Принцип up or out ("вверх или уходи"): жесткие временные границы пребывания на каждой ступени карьерной лестницы.
3. Прозрачная система требований к сотруднику на каждом этапе карьеры.
4. Инструментарий, обеспечивающий сотруднику эффективную работу и продвижение вверх: тренинги, обучение, feedback (механизм обратной связи), обязанность партнеров создавать возможности для развития младших по должности, глобальная система знаний (наличие базы данных компании и обязанность сотрудников консультировать друг друга).

Такая система делает McKinsey лидером рынка!!!

Любой человек испытывает потребность в развитии - но не всегда в профессиональном. Есть компании и люди, которые в этом вопросе счастливо совпадают: постоянный профессиональный рост и для тех, и для других является одной из главных ценностей. Чаще прочих этим могут похвастаться IT-компании. Но так бывает не всегда. Если обучение - необходимый элемент пребывания в вашей фирме, не забудьте предупредить об этом кандидата на собеседовании. Гораздо проще отсеивать не желающих учиться еще на этапе интервью.

Особенно эффективно это работает в сочетании с возможностью карьерного роста. В компании Philips разработали ноу-хау - early detection talent development scheme (схема развития талантов с ранних ступеней). Члены Senior Executive Team проводят встречу по "определению таланта" среди местных менеджеров и посылают успешных кандидатов из Екатеринбурга, Ростова-на-Дону, других городов в международные центры развития компании, где их лидерские качества развиваются дальше, они работают бок о бок с высшим руководством и становятся "глобальными" сотрудниками Philips. **Руководство Philips определило, что прибавка жалования мотивирует на месяц, возможности обучения - на шесть месяцев, а возможности неограниченного карьерного роста - на всем протяжении карьеры!**



Иногда для свободы самореализации достаточно возможности располагать своим временем. Поняв это, в компании Mirantis, например, где основная масса сотрудников - это инженеры и программисты, отменили всякие "с девяти до шести" и вместо этого ввели гибкий рабочий график. Надо отработать 40 часов в неделю, причем неделя закрывается с понедельника по воскресенье. Если у вас днем дела или вдохновения с утра нет - работайте ночью, офис открыт круглосуточно. Время определяется по карточке. У каждого сотрудника есть возможность зайти на веб-страничку и посмотреть, сколько он еще должен отработать на этой неделе. Для оценки результатов и координации усилий в каждой рабочей группе есть свои присутственные часы.

Ну и, наконец, у человека может возникнуть потребность быть оцененным за свои достоинства, даже если они не связаны напрямую с бизнесом. И это только на первый взгляд лежит вне рассматриваемой проблемы. Есть очень важный момент, который нельзя просмотреть. Демотивация сотрудника легко возникает, если какие-то его, как ему кажется, важные способности, умения, знания - то, что он в себе очень ценит, - почему-либо не задействованы. Если это долго остается не востребуемым, то человек теряет интерес и к своей основной работе. Хорошо, если это можно заметить и что-то по этому поводу сделать. Пример из практики Mirantis. Сотрудник - явный лидер, но нет для него войска, его рабочая группа состоит из трех человек, все на равных, строить некого. В приватной беседе выяснилось, что он фанат кофе. Ему и предложили: давай организуем в компании кофейный клуб, а тебя назначим президентом. Человек расцвел. Теперь он занимается маркетингом кофе, закупками, в клубе проходят презентации, дегустации новых сортов. На таких мероприятиях идет неформальное общение, что очень важно, поскольку программисты по характеру обычно интроверты. А во время таких кофейных встреч они разговорятся, профессиональные проблемы обсудят. Результат: то, что требовалось для самореализации сотруднику, оказалось очень полезно и для компании.

В данной части методологии оценки компаний, оказывающих профессиональные услуги был проведен анализ основных методов управления персоналом. Оценка конкретной компании на предмет лояльности персонала будет



осуществляться по средствам специальной анкеты (см. Приложение 1). При анализе анкет руководителей и рядовых сотрудников компании необходимо определить уровень влияния данного фактора (управление персоналом) на стоимость компании в целом и определить уровень (в процентном соотношении) на котором находится компания по сравнению с идеальной ситуацией. Определение данного уровня будет происходить за счет анализа нескольких показателей: индекса квалификации сотрудников, индекса лояльности ключевых сотрудников (ухода ключевых сотрудников), индекса мотивированности персонала. Для конкретной компании должны быть установлены веса влияния данных индексов на фактор (управление персоналом) в общем.



### 1.3.2 Анализ фактора «работа с клиентами»

В настоящем разделе методологии будет рассмотрена система взаимодействия организаций, оказывающих профессиональные услуги, с клиентами. Оценка данной системы будет осуществляться посредством анкеты (см. Приложение №3.2)

#### **Особенности комплекса внешнего маркетинга компаний**

Согласно концепции Ф. Котлера, три взаимосвязанные единицы в маркетинге компаний, работающих в сфере услуг (компания, контактный персонал и потребитель), образуют три контролируемых звена: компания-потребитель; компания-персонал; и персонал-потребитель. Для того чтобы эффективно управлять маркетингом в фирме услуг, необходимо развивать три стратегии направленные на эти три звена.

Стратегия традиционного маркетинга направлена на звено "компания-потребитель" и связана с вопросами ценообразования, коммуникаций и каналами распространения. Стратегия внутреннего маркетинга направлена на звено "компания-персонал" и связана с мотивацией персонала на качественное обслуживание потребителей. Наконец, стратегия двухстороннего маркетинга направлена на звено "персонал-потребитель" и связана с контролем качества оказания услуги, происходящим в процессе взаимодействия персонала и потребителей.

Внешний, внутренний и двухсторонний комплексы маркетинга согласно традиционной концепции "4 P." имеют свои специфические категории продукта, цены, каналов распределения и продвижения продукта. Поэтому предложенный Ф.Котлером подход существенно расширяет список управляемых параметров маркетингового комплекса компании.

Комплекс внешнего маркетинга описывает стратегию отношений "компания - потребитель". Традиционное описание составляющих этого маркетингового комплекса включает в себя перечень предлагаемых услуг, их цены, каналы распространения и способы продвижения. Однако для компании, работающей в сфере услуг, комплекс внешнего маркетинга имеет и некоторые специфические особенности.



Что бы разобраться в этом, представим себе некоторую фирму, которая предлагает товар чужого производства. Потребитель, даже, если ему не совсем безразлично, кто этот товар произвёл, вступает в товарно-денежные отношения не с производителем, а с фирмой-продавцом. В нашем случае, когда услуга или её существенная часть, оказывается (предлагается) потребителю конкретным сотрудником компании, возникает аналогичная ситуация. Возможно, компания в лице её владельца, руководства или иных специалистов, и является создателем услуги, её производителем. Однако, с точки зрения большинства потребителей, не смотря на то, что оплата услуги производится через кассу компании, фактическим продавцом услуги выступает не обезличенная компания, а её конкретный сотрудник.

Иллюстрацией этого может служить опрос, который был проведен среди клиентов одной из компаний, работа по оказанию услуг которым находилась в завершающей стадии. Результаты оказались следующие.

В ответ на вопрос "Что Вы сможете порекомендовать своим знакомым, если у них возникнут проблемы с недвижимостью?" все клиенты, оставшиеся довольными качеством предоставленных им услуг, были готовы рекомендовать именно того сотрудника, который с ними работал. Сотрудника, но вовсе не компанию, как можно было бы ожидать.

В ответ на уточняющий вопрос "Порекомендуете ли Вы своим знакомым обращаться именно в нашу компанию?" положительно ответило не более трети всех опрошенных, мотивируя это, в частности, тем, что не знают, насколько квалифицированы другие наши сотрудники. Оставшаяся треть, как выяснилось, в процессе оказания услуги в той или иной степени сталкивалась с какими-то трудностями, для преодоления которых требовалось вмешательство руководителей отделов или директоров отдельных подразделений, т.е. тех, кого они ассоциировали с понятием "компания". Таким образом, действительно, с точки зрения большинства потребителей продавцом (носителем) услуги выступает не компания в целом, а её конкретный сотрудник, осуществляющий процесс оказания услуги.

А чем же тогда для потребителя является компания? В первую очередь - гарантом ожидаемого качества услуги. Такая гарантия, например, на практике часто реализуется в возможности пожаловаться вышестоящему начальству на сотрудника, осуществляющего услугу не на должном уровне, и в результате



добиться ожидаемого качества. Таким образом, с точки зрения потребителя, компания (как субъект рынка) предоставляет ему на рассмотрение специфический продукт - ту или иную степень гарантии на соответствие качества реально оказываемых услуг и их ожидаемого качества ("образ" услуги, предлагаемой компанией) или, в терминологии Котлера, минимизацию "разрыва в качестве".

Можно возразить, что при продвижении любого товара всегда создаётся некий образ, степень привлекательности которого и стимулирует потенциального потребителя. Конечно, это так. Но, если обычно есть возможность примерить десять пар обуви и выбрать те, качество которых соответствует вашим ожиданиям, то выбрать необходимое качество услуги до начала процесса её предоставления - невозможно. Ввиду этого гарантия качества услуги приобретает первостепенное значение, становясь самостоятельным "специфическим продуктом" компании.

Но если продуктом компании, с точки зрения потребителя, является не столько сама услуга, сколько её образ, то чем же потребитель расплачивается за такой неосязаемый товар? Какую цену хочет получить компания и в чём она может выражаться? Наверное, в столь же неосязаемой валюте - в доверии. Действительно, выбрав ту или иную компанию для получения необходимой ему услуги, потребитель заплатил "доверием" за "образ" качественной услуги, гарантированный компанией. Категория "доверия" может быть выражена в оценках потребителем десяти ключевых детерминант воспринимаемого качества услуги. Однако, фактически, она напрямую связана с физическим обращением потребителя в компанию.

Но, разве не оказывает покупатель такое же доверие фирме, приобретая у неё, скажем, компьютер? Конечно, в некоторой степени, оказывает. Но купленный компьютер - вещественен, его комплектующие подлежат гарантии, его, наконец, после нескольких гарантийных ремонтов можно заменить на другой. А вот уже оказанную услугу, как правило, приходится оплачивать. Не смотря на её качество, если нет явных нарушений условий договора, рано или поздно деньги потребителя попадают на расчётный счёт компании. Как тут обойтись без доверия!

### **Программа развития практической деятельности**

Для оценки влияния маркетинговой стратегии компании, оказывающей профессиональные услуги, на ее стоимость необходимо понять, каким образом она



выстраивает взаимоотношения с *существующими клиентами* и что делает, для получения заказов от *потенциальных клиентов*.

В данном направлении организации должны предпринимать целый *комплекс* шагов по развитию практической деятельности, состоящий из пяти основных стадий:

1. Вещание
2. Ухаживание
3. Сверхудовлетворение
4. Выращивание отношений с клиентами
5. Выслушивание

Ни одной из этих стадий нельзя пренебрегать: только использование всего комплекса даст желаемый результат.

*Вещание* включает в себя всю деятельность по созданию потенциальных клиентов, формированию запросов и возможности работы с новыми клиентами. Сюда входит проведение семинаров и написание статей, издание информационных бюллетеней и публичные выступления, что, естественно, подразумевает наличие массового потребителя информации. Организация, оказывающая профессиональные услуги, информирует о своих возможностях интересующий ее рынок в надежде на новые контакты, запросы, а в некоторых случаях и на требования выслать официальные предложения.

Как только возникает соответствующая благоприятная возможность работы с потенциальными клиентами, появляется новый вид деятельности – *ухаживание*. Фирма уже нацелена не на *группу* потенциальных покупателей, а на конкретного потенциального клиента. Этот вид деятельности традиционно называется «продажа и предложение», но эти слова не способны вобрать в себя то, что действительно требуется. Когда клиент нанимает профессионала или организацию, он должен принять решение о принципах взаимоотношений.

Обе упомянутые категории описывают успешные попытки по привлечению *новых* клиентов. Однако, главная составляющая развития практической деятельности – это сверхудовлетворение существующих клиентов. Это означает немного больше, чем превосходное выполнение работы, и больше, чем великолепное обслуживание клиента, когда он будет просто «удовлетворен». Эффективность проявляется только тогда, когда клиент *восхищен* результатами



проделанной работы и жаждет снова работать с вами. А поскольку репутацию надо заработать, организации и отдельные специалисты должны инвестировать в эту область.

Проявление внимания к клиенту в рамках текущего проекта является необходимым, но не достаточным условием для привлечения будущего бизнеса. Отношения с клиентом для сохранения их на должном уровне должны быть *выращены*, будущий бизнес должен быть заработан. Клиентам не нравится, что их воспринимают в качестве подарка, и они ожидают от своих поставщиков услуг ощутимых инвестиций в развитие взаимоотношений. Они ожидают, что исполнители заказа будут тратить свое личное время (без возмещения расходов) на изучение их бизнеса, генерировать новые идеи, что они будут готовы проводить время с клиентами, обсуждая будущие проекты, работая «сверхурочно» и т.п.

Пятой и последней категорией, необходимой для завершения рассмотрения ряда вопросов по развитию практической деятельности, является *выслушивание* рынка, известное еще как «накопление информации о рынке». Чем лучше организация понимает процесс мышления ее клиентов (т.е. осознает, к чему ее клиенты стремятся в последнее время), тем эффективнее она сможет позиционировать себя на рынке. Любая организация, не сумевшая осуществить этот шаг, будет сильно отставать и ей придется искать свое место на рынке, основываясь на «догадках» и «предположениях» о том, чего хотят клиенты. Организация, оказывающая профессиональные услуги, может легко определить, чего хотят ее клиенты и каким образом они осуществляют свой выбор. Все, что требуется, – это организованно и методично проводить опросы клиентов, посещать отраслевые собрания вместе со своими клиентами и слушать (а не говорить или продавать).

#### **Сколько времени надо потратить на каждую стадию?**

Для того чтобы ответить на этот вопрос, необходимо прикинуть, каким будет процентное соотношение при работе над каждой стадией (табл. 1) и каковы альтернативные инвестиции в развитие практической деятельности как отдельного профессионала, так и организации (табл. 2).

Таблица 1.

Доля неоплаченного времени, потраченного	Оценка того, насколько хорошо это сделано (1 – фирма просто
--	---



	на развитие практической деятельности	непревзойденна по этой части развития практической деятельности, 5 – они этого вообще не делают)
Вещание		
Ухаживание		
Сверхудовлетворение		
Выращивание		
Выслушивание		

100%

Таблица 2.

	<b>Существующий клиент</b>	<b>Перспективный клиент</b>
Осознающий новую потребность	Сверхудовлетворение (наивысший показатель ROI)	Ухаживание
Не осознающий новой потребности	Выращивание	Вещание (самый низкий показатель ROI)

Существует два рода инвестиций: вложение средств в маркетинг по отношению к существующим или потенциальным клиентам и осуществление комплекса маркетинговых мер по отношению к существующим или потенциальным клиентам, осознающих новые потребности, а также к тем, кто еще этого не осознал.

Для большинства организаций ячейка этой таблицы, соответствующая наивысшей отдаче от инвестиций (ROI) – это левая верхняя. Клиенты с новыми потребностями могут дать новый заказ, но вопрос состоит в том, отдадут ли уже существующие клиенты все свои проекты (или большую часть) конкретной компании по мере возникновения проблем. Если нет, тогда эта сфера заслуживает более пристального внимания и временных затрат. До тех пор пока в отношениях с клиентом не возникнут серьезные разногласия, проще добиться эффекта от обслуживания существующего клиента, чем от работы с новым клиентом.

Наименьший коэффициент окупаемости инвестиций заложен в правой нижней ячейке. Несмотря на это большинство организаций тратит огромное количество времени на привлечение новых клиентов. Естественно, это неотъемлемая часть



успеха любой организации, но она должна быть использована как дополнение, а не как главный компонент маркетинга.

Также можно отметить, есть логический порядок в маркетинге. Сначала выслушивание. Далее сверхудовлетворение. Чем лучше компания делает это, тем легче ей будет победить в борьбе за решение проблем существующего клиента и заполучить новых клиентов по его рекомендации. Но прежде, чем бороться за новых клиентов, имеет смысл удостовериться, что в будущем организация получит заказ от старого клиента. И на самом последнем этапе убедиться, что фирме под силу превратить потенциальный заказ в подписанный контракт.

Гуру № 1 в мире по управлению консалтинговым бизнесом, Дэвид Майстер, рекомендует следующий баланс конкурирующих видов деятельности (табл. 3).

Таблица 3.

	Временные затраты
Выслушивание	10-15%
Сверхудовлетворение	10-15%
Выращивание	30-35%
Ухаживание	25-40%
Вещание	10%

Безусловно, эта система является гибкой. Вновь возникающие проблемы практической деятельности потребуют другого соотношения сил, чем уже сформировавшиеся, и профессиональным организациям на различных стадиях текущей практической деятельности потребуется уделять больше внимания одним стадиям, чем другим. Но соотношение должно быть найдено, и время, затраченное на развитие практической деятельности, должно быть распределено с учетом всего спектра имеющихся вариантов так, чтобы инвестиции в развитие практической деятельности действительно окупались.

Анализ фактора «Клиенты» будет проходить по средствам анкеты см. Приложение 1.2.2.1



### 1.3.3 Анализ фактора «торговая марка»

#### **Бренд-менеджмент.**

Хороший, узнаваемый бренд – один из способов увеличения стоимости компании.

Значение торговой марки, или бренда, для коммерческого предприятия переоценить невозможно. Прежде всего, значимость бренда заключается в том, что он обеспечивает самые первые точки дифференцирования между конкурентоспособными предложениями.

#### **Определение бренда**

Торговые марки определяют в зависимости от той позиции, с которой наблюдает тот, кто дает определение: точка зрения потребителя отличается от точки зрения владельца бренда. Кроме того, торговые марки определяют в терминах их цели или через их характеристики.

#### **Определения через компанию**

Американская ассоциация маркетинга дает определение, ориентированное на компанию. Бренд понимается ею как название, подпись, символ, проект или их комбинация, предназначенная для идентификации товара или услуги и дифференцирования от конкурентов. Определение это не раз критиковалось в связи с констатацией в нем визуальных способностей как дифференцирующих механизмов, что, как минимум, дает неполное представление о механизме дифференциации. И, тем не менее, это определение очень часто используется. Беннетт (1988) модифицировал это определение, добавив к вышеприведенному списку («название», «подпись» и проч.) слова «и любая другая особенность». Этим подчеркивается важность самого момента дифференцирования для бренда в отличие от того, каким именно способом он достигается. Способ может быть любым. В рыночной конкурентной среде дифференцирование, то есть выделение исключительной особенности товара компании, чрезвычайно важно.

#### **Определения «через потребителя»**



При определении через потребителя акцент делается на совокупности свойств товара (услуги), которые удовлетворяют покупателя настолько, что он готов заплатить за товар деньги. Эти свойства должны отражаться брендом, независимо от того иллюзорны они, рациональны или эмоциональны. Свойства зачастую имеют глубоко субъективное происхождение. Наиболее широкий подход демонстрирует Браун (Brown, 1992), определяющий бренд не иначе как сумму всех ментальных связей, которые образуются между покупателями и владельцами бренда. Границ между определениями бренда как добавленной стоимости, как системы ценности, как образа в индивидуальном сознании покупателя и проч. не существует.

Стили и Амблер (1995) обозначили два широких философских подхода к определению марки. Первый подход — «продукт-плюс» — рассматривает бренд как добавку к изделию. Второй — отличается целостной перспективой, фокус которой — на самом бренде. Все элементы маркетинга объединяются в целостность при таком подходе торговой маркой фирмы. Такой подход, как кажется, разделяют de Chernatony и McDonald, когда говорят о том, что р жду брендом и товаром может быть понято как «добавленная стоимость». Но они идут дальше. По их мнению, бренд и добавленная стоимость — понятия-синонимы. В бухгалтерском учете добавленная стоимость обладает свойством измеримости и накапливается в предприятии. В маркетинге же добавленная стоимость — не измерима и понимается как выгода для потребителя: компании делают свои изделия более удобными для использования, прибавляя, таким образом, стоимость для потребителя. Чтобы не происходило путаницы в терминологии, англоязычные авторы предлагают именовать добавочную стоимость в маркетинге агентом (или причиной) добавленной стоимости (added value agent), акцентируя внимание именно на ценности, как субъективном факторе, который порождает вполне реальную измеримую дополнительную стоимость товара. Конечно, добавленная стоимость может быть приписана как изделию, так и услугам, но в маркетинге основное внимание направлено на наименее материальный аспект.

Как было показано выше, основные определения бренда даются либо через владельца, либо через покупателя. Односторонность подходов нельзя считать



достоинством. Общее определение бренда должно включать в себя обе точки зрения. Итак, бренд — это механизм для достижения конкурентноспособного преимущества для фирм через дифференцирование товара фирмы, причем признаки, дифференцирующие бренд, есть как раз те признаки, которые обеспечивают клиента выгодами, за которые он согласен платить. Конкурентноспособное преимущество может быть определено в терминах дохода, прибыли, добавочной стоимости (в маркетинговом истолковании этого термина) или рыночной доли. Выгоды потребителя могут быть реальны или иллюзорны, рациональны или эмоциональны.

Так же необходимо учитывать стоимость торговой марки при продаже компании. «Раскрученная» торговая марка приносит владельцу компании дополнительный доход. Например, любой руководитель небольшой консалтинговой компании хотел бы работать под брендом PriceWaterHouseCoopers. Соответственно, каждая компания должна заботиться об имидже торговой марке.

Сами клиенты готовы отдавать больше денег за то, что они используют услуги этой компании, например, У & Е, PriceWaterHouseCoopers

### **Активы бренда**

Одно из тех понятий, которые вызывают неоднозначные объяснения. Термин «активы бренда» (brand equity) возник в литературе по маркетингу для определения отношения между клиентами компании и ее брендом. Обычно к истолкованию этого термина подходят двояко: под активом бренда понимают как отношения между клиентом и маркой компании (ориентация на потребителя), так и нечто, что принадлежит владельцу компании, то есть предприятию (ориентация на предприятие). Целесообразно не смешивать два различных подхода в одно понятие и выделить следующие аспекты активов бренда

1. То, что будет называться стоимостью бренда, — полная стоимость бренда как отдельного актива предприятия, которая может быть продана и включена в баланс.

2. Сила бренда — определяет меру влечения потребителя к тому или иному бренду.



3. Образ, или описание, бренда — описание тех ассоциаций и вер, которые потребитель испытывает к торговой марке предприятия.

Все три аспекта активов бренда не сводимы один к другому. (1) и (2) рассматриваются как измеримые величины (хотя механизм их измерения нетривиален), в отличие от образа бренда. Стоимость бренда явным образом относится к деловой сделке, в то время как сила и образ сосредотачивают внимание на потребителе. Отношения между тремя интерпретациями активов бренда складываются в причинную цепь: образ марки скроен по потребностям рынка и использует достижения маркетинга изделия, цены, места и проч. Именно образ определяет степень силы марки. Стоимость бренда в свою очередь определяется через его силу. То есть, схема следующая: (3) > (2) > (1).

Усилия менеджеров по политике брендов могут быть соответственно оценены измерением силы бренда и его стоимости. Однако направлены они, в первую очередь, на создание соответствующего образа.

В зависимости от поставленной задачи, активы бренда можно рассматривать под этими тремя точками зрения. При краткосрочном (нестратегическом) планировании активы вполне совпадают со стоимостью бренда. При стратегическом планировании политики брендов менеджер должен идти на отсрочку получения прибыли. Она будет создана позднее на основании сформированной силы бренда. Активы бренда, таким образом, — не столько сама стоимость, сколько «склад для прибыли», которая будет получена позднее (Ambler, Styles). Можно также связывать активы бренда с добавленной стоимостью (Winter), которая возникает благодаря ассоциациям потребителей при виде фирменного знака, то есть активы бренда соответствуют категории образа бренда.

Одно из основных проявлений высоких активов бренда является расширение сферы влияния бренда (brand extension). В то же время, самая активная экспансия бренда может стать причиной наращивания активов бренда и большей упругости компании по отношению к давлению конкурентов, равно как вялая и неагрессивная экспансия может послужить причиной распада торговой марки.



Управление брендом должно носить стратегический и целостный характер. Само по себе это предложение не ново, однако по-прежнему в большинстве фирм присутствует тенденция истолковывать активы бренда как конкретную стоимость и не принимается во внимание актив как сила и образ марки. Управление брендом должно сосредотачиваться на создании образа бренда, для чего должны быть объединены все маркетинговые усилия. В долгосрочном проекте правильно построенный образ бренда должен вызвать подъем силы бренда, которая в свою очередь обеспечит в будущем надежную и стабильную добавленную стоимость товара. Вопросы для тестирования силы бренда см. *Приложение 1.3.3*

#### **1.3.4 Анализ фактора «система управления рисками»**

В настоящее время руководители компаний во всем мире сталкиваются с рисками, связанными с рыночными колебаниями курсов акций, валют, сырьевых товаров и т.д. и т.п. Увеличение степени открытости национальной экономики также вносит свой вклад в ужесточение конкуренции, вызывая дополнительные сложности в их деятельности. Все это говорит об актуальности риск-менеджмента и комплексному подходу к нему. Особенность этого подхода заключается в том, что управление рисками приобретает всесторонний характер и координируется в рамках всей организации. Цель – вывести измерение и управление рисками организации. Конечная цель – создание стоимости.

#### **Господство неопределенности.**

В современной экономике господствует неопределенность. Любая организация в той или иной мере сталкивается с рисками, независимо от того, какую продукцию она производит и какие услуги предоставляет. С изменением бизнеса меняются и риски.

Ускорение темпов изменений в компаниях «новой экономики» вынуждает высшее руководство иметь дело с огромным количеством сложных рисков, которые существенно влияют на их организацию. Предлагаем вашему вниманию некоторые факторы, являющиеся причиной неопределенности в условиях «новой экономики».

- Технологии и интернет
- Растущая глобальная конкуренция



- Увеличение свободы торговли и инвестиций в мировом масштабе
- Сложные финансовые инструменты
- Изменения организационных структур в результате сокращений, реинжиниринга и слияний
- Растущие ожидания потребителей продукции и услуг
- Рост количества и объемов слияний.

Эти факторы стимулируют значительные преобразования, а также создают рискованную атмосферу для бизнеса.

За неправильный риск-менеджмент компания может заплатить очень дорого. Недавно деловые круги стали свидетелями ряда крахов в результате ошибочного риск-менеджмента, которые привели к значительным финансовым убыткам, уменьшению стоимости акций, испортили репутацию компании, повлекли за собой увольнения высшего руководства, а в некоторых случаях закончились разорением.

Все это требует от высшего руководства принятия нового подхода к риск-менеджменту. Его задача не только предотвратить неудачу, но и увеличить прибыль. В самом деле, условия «новой экономики» призывают к новой парадигме риск-менеджмента (под парадигмой здесь понимается методологический подход к риск-менеджменту).

### **Новая парадигма риск менеджмента.**

При рассмотрении новой меняющейся парадигмы риск-менеджмента поучителен следующий пример. Если поместить лягушку в кастрюлю с горячей водой, она выпрыгнет, но если положить ее в кастрюлю с холодной водой и постепенно нагревать, лягушка останется неподвижной, пока вода не начнет кипеть. Сама лягушка при этом не ощущает каких-либо изменений в парадигме. Нечто похожее происходит в некоторых организациях, где постепенно преобразуется парадигма риск-менеджмента. Некоторые предприятия, возможно, даже не ощутили изменений и преимуществ нового взгляда на риск-менеджмент.

Руководители большинства организаций традиционно считают риск-менеджмент специализированной и обособленной деятельностью. Например, что касается управления страховыми и валютными рисками. Новый подход заключается



в ориентировании служащих и менеджеров всех уровней на риск-менеджмент. В табл. представлены основные черты старой и новой парадигм.

<b>Табл. Основные черты новой и старой парадигм риск-менеджмента</b>	
Старая парадигма	Новая парадигма
<u>Фрагментированный риск-менеджмент:</u> каждый отдел самостоятельно управляет рисками (в соответствии со своими функциями). Прежде всего это касается бухгалтерии, финансового и ревизионного отделов.	<u>Интегрированный риск-менеджмент:</u> управление рисками координируется высшим руководством; каждый сотрудник рассматривает риск-менеджмент как часть своей работы
<u>Эпизодический риск-менеджмент:</u> управление рисками происходит тогда, когда менеджеры посчитают это необходимым.	<u>Непрерывный риск-менеджмент:</u> процесс управления рисками непрерывен
<u>Ограниченный риск-менеджмент:</u> касается прежде всего страхуемых и финансовых рисков	<u>Расширенный риск-менеджмент:</u> рассматриваются все риски и возможности их организации

*\*Источник. Economist intelligence Unit, Managing Business Risks.*

Как показано в табл., подход к риск-менеджменту для некоторых организаций смещается от фрагментированной, эпизодической, ограниченной модели к интегрированной, непрерывной расширенной. Вопрос заключается в том, будет ли высшее руководство заранее проводить преобразования или после того, как произойдут неудачи.

Таким образом, цель риск-менеджмента предприятия заключается в создании, защите и росте богатства акционеров с помощью управления факторами неопределенности, которые могут как негативно, так и положительно повлиять на достижении организацией своих целей.

### Процесс формирования системы управления рисками

#### 1. Выявление факторов риска (внешних и внутренних).

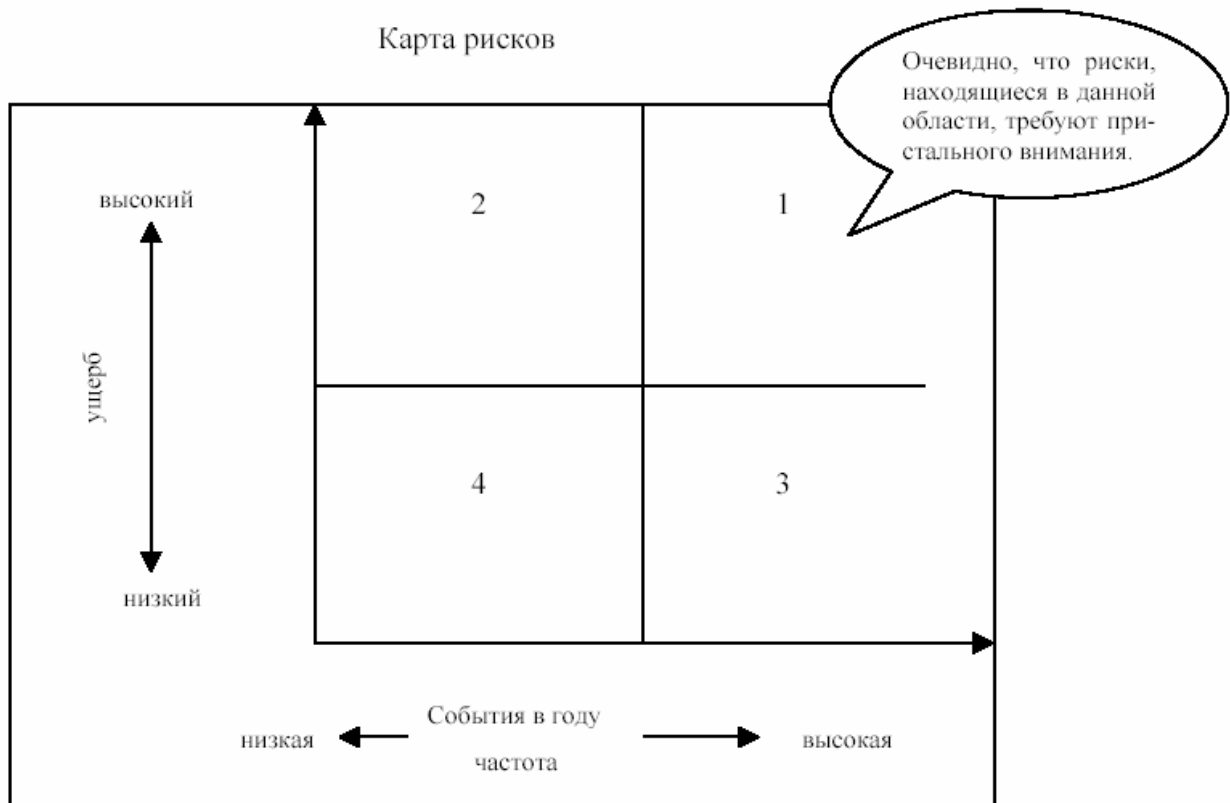


Прежде чем в компании начнет реализовываться программа риск-менеджмента, необходимо выявить риски.

На данном этапе осуществляется выявление факторов риска. Внешние факторы не зависят от деятельности организации, они лишь воздействуют на нее. А внутренние факторы имеют непосредственное отношение к деятельности организации.

## **2. Идентификация основных рисков и построение карты рисков**

На данном этапе определяются основные риски (см. табл.). После этого они наносятся на карту рисков (см. рис.) в зависимости от их ущерба и частоты. Основная цель построения карты рисков – локализация рисков для управления. Карта рисков не указывает на взаимосвязь между рисками, а лишь показывает ущерб и частоту определенного риска. Это позволяет разбить риски по категориям. Затем выделяются основные риски. Здесь возможно воспользоваться принципом Парето, т.е. затратить 80 % усилий на управление 20 % рисков. Обычно выбирается пять основных рисков.



**Общая классификация рисков по GARP (Global Associated Risk Professional).**

Рыночные риски	Кредитные риски	Риски ликвидности	Риски концентрации традиционных ресурсов	Операционные риски
<b>1.Валютный:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Операционный</li> <li>Трансляционный</li> <li>Экономический</li> </ul> <b>2.Процентный:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Изменение % ставки</li> <li>Портфельный риск</li> <li>Экономический</li> </ul> <b>3.Ценовой:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Риск изменения цены товара/услуги</li> <li>Форвардные цены</li> </ul>	<b>1.Прямой:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Риск дефолта</li> </ul> <b>2.Встречного неплатежа</b>	<b>1.Внешней ликвидности</b> <b>2.Внутренней ликвидности</b>	<b>1. Отраслевой</b> <b>2. Региональный</b> <b>3. Контрагента</b> <b>4. Финансового инструмента</b>	<b>1.Технические</b> <b>2.Персонал</b> <b>3.Организационные</b>



- |                 |  |  |  |  |
|-----------------|--|--|--|--|
| • Базисный риск |  |  |  |  |
|-----------------|--|--|--|--|

**Основные проблемы на данном этапе** – это отсутствие необходимой информации, а также отсутствие хороших методик, позволяющих получить условные результаты.

### 3. Оценка основных рисков.

На данном этапе оценивается вероятность возникновения событий, определяющих основные риски, степень их материальности (как правило, около 2% от оборота) и те риски, которые требуют активного управления.

Затем разрабатываются методики оценки каждого из 5 рисков и основные требования к ним (методика должна быть простой и результативной). После этого оценивается качество используемых методов управления рисками.

### 4. Моделирование системы управления основными рисками.

Данный этап включает в себя:

- Методики оценки;
- Управление;
- Оценка результатов

Требования к системе:

- Должна быть легко формализуема
- Прозрачна
- Легко контролируема

Основные проблемы:

- Сложность формализуемости методик оценок
- Очень сложно предусмотреть многовариантность последствий применения.

Основным риском на данном этапе является модельный риск, который очень сложно оценить.



## 5. Реализация модели управления рисками.

На данном этапе определяется следующие вопросы:

### Организационные изменения:

- Кто должен осуществлять эти операции, основываясь на каких данных;
- Кто предоставляет и кому предоставляют информацию;
- Для чего предназначена информация

### Изменения в оперативном управлении организации:

- Должен быть изменен алгоритм принятия решений

### Изменения в стратегическом управлении.

## Тестирование риск-менеджмента

Для того чтобы оценить стратегию риск-менеджмента вашей организации, заполните таблицу для тестирования.

### Инструкции к заполнению таблицы.

- Перечислите три наиболее важных риска, с которыми сталкивается ваша организация/подразделение. (Если вы не знаете эти риски или получили несовпадающие ответы от разных менеджеров вашей организации, то вам предстоит столкнуться с еще более многочисленными рисками, чем вы себе представляете.)
- Оцените каждый вид риска в зависимости от его важности для вашей организации. Используйте шкалу от 1 до 10 баллов, причем 10 присвойте самому важному риску.
- Задайте себе вопрос об эффективности управления таким риском. И снова используйте шкалу от 1 до 10 баллов, присваивая 10 баллов риску, которым управляют эффективно, и 1 – риску которым не управляют вообще.
- И наконец, определите разность между важностью риска и эффективностью его управления. Для этого из значения баллов во второй



колонке надо вычесть значение баллов в третьей колонке. Эта разность достаточно информативна: положительная разница обычно указывает на неудовлетворительное управление рисками, а отрицательная – на чрезмерное управление рисками.

Таблица Тестирование риск-менеджмента			
Три наиболее важных риска	Важность (10 баллов – очень важный риск)	Эффективность управления (10 баллов – наивысшая эффективность)	Разрыв (Важность минус эффективность)
1.			
2.			
3.			
Заполнив таблицу, ответьте на следующие вопросы:			
<ul style="list-style-type: none"><li>• Согласен ли менеджмент фирмы с тем, что в деятельности вашей организации присутствуют эти виды рисков?</li><li>• Согласен ли менеджмент с важностью этих рисков?</li><li>• Знает ли менеджмент о реальном уровне важности и значимости этих рисков?</li><li>• Имеет ли ваша организация план улучшения управления этими рисками?</li><li>• Имеет ли ваша организация план перераспределения ресурсов по отношению к рискам, которым уделяют слишком много внимания?</li><li>• Как вы считаете правильно ли ваша организация оценивает уровень риска?</li><li>• Считаете ли вы управление рисками интегральной частью (управления) вашей организации? Если нет, то почему</li></ul>			

В постоянно меняющейся бизнес-среде 21 столетия менеджеры не могут считаться с необходимостью управлять рисками. Если в результате неучета риска происходит катастрофа, немедленно следует наказание, и оно бывает безжалостным. Заглянув в ежедневные газеты, вы легко найдете подтверждение. Акционеров мало волнуют объяснения менеджеров типа: «Я не думал, что это будет **так** серьезно» или «Мы не думали, что **это** может случиться». Как минимум менеджеры должны знать о рисках и быть готовыми эффективно ими управлять.

Когда успешно работающая организация стремится хорошо управлять отдельными рисками, будущее будет принадлежать тем дальновидным менеджерам, которые поднимают управление рисками на следующий уровень,



т.е. тем, кто внедряет метод управления, охватывающий все предприятие. Имея полную информацию о ключевых бизнес-рисках своей компании, такие менеджеры смогут разрабатывать планы управления рисками с применением координированных сложных методов. Эффективное управление рисками – это обязательный элемент управления в 21 столетии: акционеры потребуют его введения, и лучшие менеджеры будут пользоваться им.

В данном разделе была описана методика внедрения интегрированного риск-менеджмента в организацию. Поскольку обсуждение данного вопроса выходит за рамки курсового проекта, мы ограничимся лишь выявлением основных рисков для компаний оказывающих профессиональные услуги.

#### **1.4 Разработка рекомендаций по увеличению стоимости**

На данном этапе необходимо разработать рекомендации для увеличения и управления стоимостью компании, как за счет оптимизации внутренних процессов, так и за счет управленческих решений, связанных с внешним окружением.

Одним из нерассмотренных факторов являются бизнес-процессы. Совершенствование и оптимизация бизнес-процессов необходима для управления стоимостью компаний, оказывающих профессиональные услуги. Мы полагаем, что сертификат качества серии ISO-9000 минимизирует риск, связанной с несовершенством бизнес-процессов компании. Получение данного сертификата будет способствовать увеличению стоимости компании.



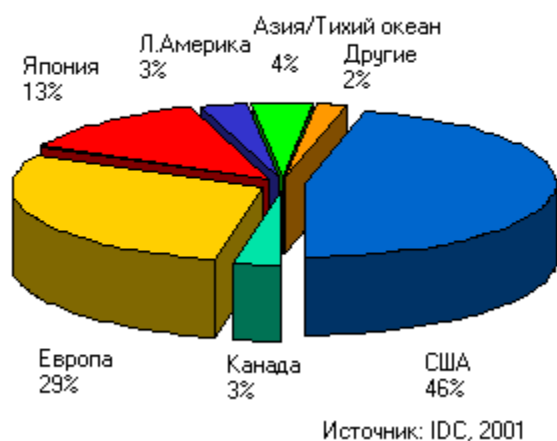
## 2. Применение методологии

### 2.1 «Игрек&К».

#### 2.1.1 Обзор и исследование ИТ рынка

Российская ИКТ-индустрия все еще не сформировалась. В отрасли до сих пор отсутствуют прозрачность, организованность и высокая конкурентность бизнеса. Да и к России отрасль имеет косвенное отношение (значительная часть доходов российских ИТ-компаний находится за рубежом). Из чего следует, что о капитализации российской ИКТ-индустрии и привлечении масштабных инвестиций

Мировой ИТ-рынок, по регионам, 2000



на время придется забыть.

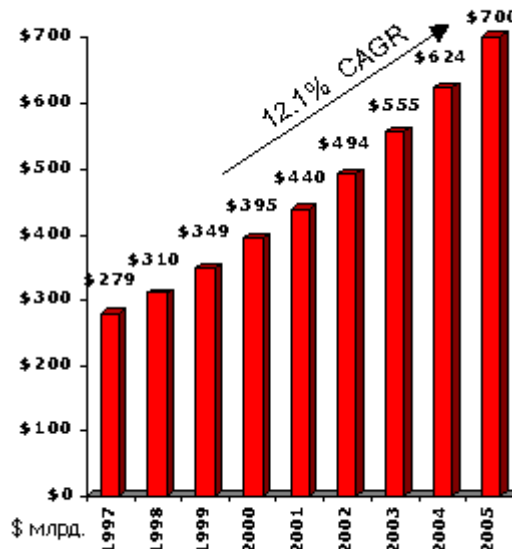
После того, как из доходов компаний-участниц исследования была исключена перепродажа западной

техники, то суммарная выручка пятидесяти крупнейших ИТ-компаний по итогам 2002 г. составила всего 2-2,2 млрд долл. Если к этому добавить результаты деятельности международных компаний в России, то весь объем рынка ИКТ можно оценить в 4-4,5 млрд долл.

По сравнению с 2001 годом его прирост составил 30 %. Основными причинами такого роста ИТ-рынка стали поддержка государства и финансовая помощь Мирового банка.

Самым доходным направлением отрасли являются услуги в области ИТ. На их

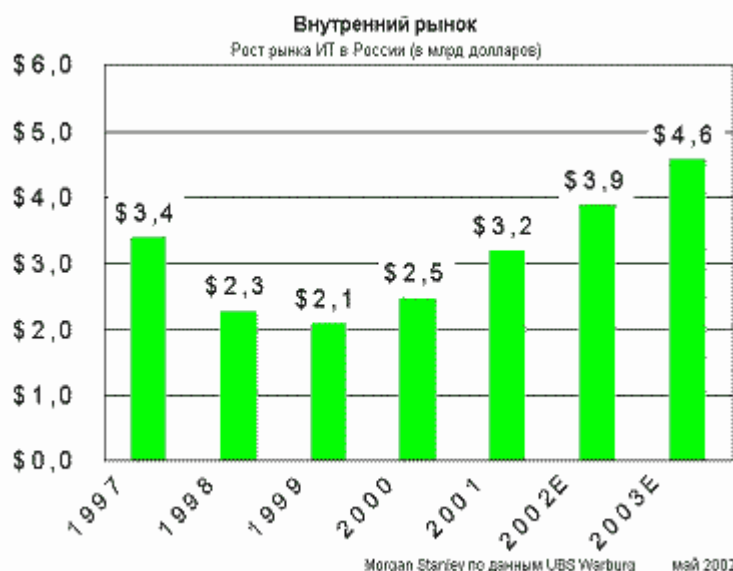
Мировой ИТ-рынок, 1997-2005



Источник: IDC, 2001



долю в общей структуре рынка ИТ пришлось 47 %. Доля компаний-производителей оборудования составила 23 %, а на разработчиков программного обеспечения пришлось 12 % в общем объеме выручки пятидесяти крупнейших ИТ-компаний. Некоторый рост внутреннего рынка ИТ наблюдается по результатам 2001 года и благоприятный прогноз развития внутреннего рынка в 2003 году, а также устойчивое развитие сектора услуг на внешнем рынке, однако, все процессы идут достаточно медленно. Также формируются отраслевые ассоциации (РУССОФТ, АПКИТ, РИТА). Усиливается кадровый дефицит по всей отрасли в целом.



В результате, хотя "Электронная Россия" и не программа развития всей отрасли ИТ, но программа развития государства на основе ИТ, тем не менее, она уже оказывает влияние на внутренний рынок ИТ:

- суммарные затраты государства на "Электронную Россию" в 2002-2010 годах составят 2 млрд долларов;
- к 2010 году предполагается увеличить долю ИТ-сектора в ВВП России до 2%, что составит около 10 млрд. долларов;
- ежегодный объем экспорта ПО и услуг в области ИТ должен составить к 2010 году 1-2 млрд. долларов.

Международная исследовательская корпорация IDG/IDC для определения уровня развития высокотехнологичной отрасли вычисляет сводный индекс ISI (Information



Society Index, сводный индекс развития информационного общества) на основании ряда показателей:

- количества персональных компьютеров на душу населения;
- уровня использования ПК в промышленности, государственных органах и образовании;
- стоимости программного обеспечения на компьютер;
- доли ПК, подключенных к интернету; пропускной способности и стоимости каналов связи.

Сверхзадача любой ИТ-компании, которую она решает по-своему в каждом своем проекте или другом деловом начинании - помочь заказчику **преодолеть фрагментарность информационной и технообеспечивающей среды** его бизнеса; помочь выстроить бизнес на основе устойчивых приемов обращения с деловой информацией, взвешенной и продуманной технической политики, долговременных профессиональных контактов; стать опорой в решении важнейших задач заказчика - задач управления, **обеспечить его бизнес критически важным видом обеспечения - информационно-технологическим**; стать своеобразным телефоном "ИТ-доверия".

**Основные направления деятельности ИТ-компаний.**

## **Дистрибуция**

Широчайший выбор компьютеров, периферийных и коммуникационных устройств, элементов монтажа, готового к использованию базового ПО и любых компонент, обеспечивающих бизнес сетевых интеграторов и розничных продавцов, большой склад, доставка в любые регионы России и стран СНГ

## **Информационно-технологический консалтинг**

Ключевые вопросы организации и развития информационно-технологической среды бизнеса в корпорациях и на предприятиях: финансовый анализ, развертывание систем управления проектами, интеграция унаследованных приложений, управление ресурсами, построение



сквозных систем автоматизированного проектирования и технологической подготовки производства, защита информации, управление техническим документооборотом, управление организационно-распорядительным документооборотом, корпоративные архивы

## **Системная интеграция и разработка ПО**

Проекты создания информационных систем высокой сложности "под ключ", разработка и интеграция специфичных для учреждения или предприятия приложений, комплексные решения в области информационной безопасности, корпоративные порталы, системы электронной коммерции, автоматизация документооборота, прикладные решения на базе компьютерной и IP-телефонии  
Внедрение систем управления финансовыми и производственными ресурсами  
мощные аналитические приложения для бюджетирования, финансового планирования, консолидации финансовой отчетности, инструментальные средства OLAP для сбора, обработки и представления данных, аналитические приложения для электронного бизнеса, специализированное ПО для анализа финансового состояния предприятий, банков, страховых компаний, системы управления ресурсами предприятий (ERP), информационно-справочные системы и каталоги

## **Сетевая и инженерная интеграция**

Инфраструктура коммуникаций любой территориальной распространенности и пропускной способности, инфраструктура вычислений любой производительности, инфраструктура энергообеспечения необходимой надежности, комфортные климатические условия в любых офисах, на любых производствах, в любой климатической зоне, обеспечение комплексной безопасности объектов

## **Автоматизация проектирования**

Проектирование и технологическая подготовка производства самых сложных изделий машиностроения и приборостроения на уровне требований мировых рынков



## Интеграция сетей банкоматов

Полный спектр продуктов и услуг для эффективного бизнеса, связанного с выпуском и обслуживанием платежных карт

### Обучение ИТ

Решение на регулярной основе любых проблем подготовки квалифицированных ИТ-специалистов и пользователей современных информационных систем

Так же большая роль отводится компаниям «Новой экономики», это интернет-компании, а именно интернет-порталы, интернет-магазины и др. Отдельно можно выделить появление финансовых институтов, работающих с клиентами только через интернет. Как правило, к компаниям новой волны относят и Интернет-провайдеров - фирмы, которые обеспечивают доступ к сети интернет и поддерживают ее инфраструктуру. Также к новым компаниям можно отнести те организации, которые занимаются разработкой программного обеспечения работающего с применением интернет-технологий.

### 2.1.2. Описание компании.

Объектом исследования и оценки в нашей курсовой работы была выбрана небольшая компания **ООО "Игрек&К"**<sup>1</sup>, специализирующаяся на предоставлении различных услуг в области ИТ.

Описание компании:

Таблица № 2.1.1

Название компании и реквизиты	ООО "Игрек&К" Краснодарский край, ст. Выселки, ул. Лунева, 56 (86157) 77-9-17, (86157) 76-0-17
Наименование услуг	<ul style="list-style-type: none"><li>• Разработка методологий учетов, программного обеспечения, внедрение</li><li>• Оптово-розничная торговля</li><li>• Провайдерство МТС, Билайн,</li></ul>

<sup>1</sup> Описание и структура компании приведены на основе ответов руководителя компании Качко А.Д.

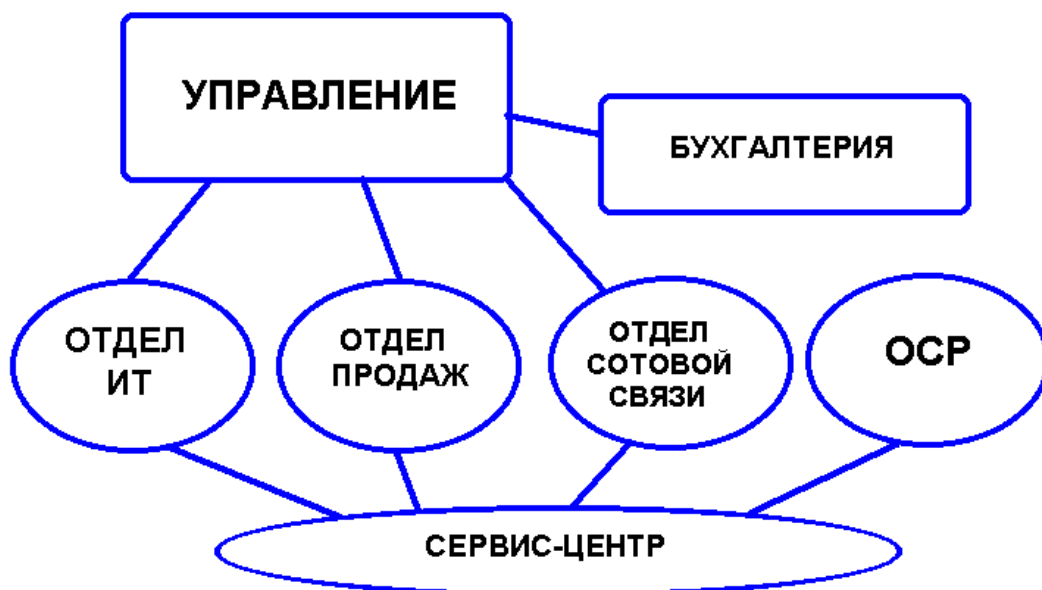


Мегафон

- Монтаж и настройка ЛВС, систем безопасности, офисных АТС
- Ремонт компьютерной и орг. техники, сотовых телефонов

### Организационная структура.

В 2002 году это была одна компания, но в связи с некоторыми обстоятельствами руководство приняло решение о разделении на две. Потому структура усложнилась. Приведем структуру обеих компаний как одной, так как руководство единое и отчетность - объединенной компании ([финансовую отчетность см. в приложении](#)).



ОСР – отдел сетевых решений, телефонии и систем безопасности

Выше приведена организационная структура схематично. Теперь приведём структуру персонала по подразделениям.

#### Управление:

- *Ген. Директор*
- *Фин директор (главный бухгалтер)*
- *Зам ген директора*



- ИТ директор
- Главный инженер
- Начальник отдела сотовой связи
- Начальник ОСР
- Юрист (он же кадровик)

**Отдел информационных технологий. (Руководитель – ИТ директор)**

- методолог – консультант - 2 чел.
- Программист - 5 чел.

5 человек в штате, но еще 8 работают по авторским договорам и есть фирмы-субподрядчики

**Отдел продаж (руководитель – начальник отдела сотовой связи, он же директор второго юр лица, выделенного для торговых операций)**

- Продавец-консультант - 3 человека
- Заведующий складом - 1 человек

**Отдел сетевых решений, телефонии и систем безопасности (ОСР)  
(Руководитель – начальник ОСР)**

- Монтажник - 4 человека
- Инженер-электронщик - 2 человека

**Бухгалтерия (Руководитель – фин директор- главный бухгалтер)**

- Бухгалтер - 1 человек

Зам ген директора и главный инженер отвечают за работу всех подразделений. Главный инженер – за техническую сторону, зам ген директора – за организационную, производственную дисциплину и т.п.

Юрист подчиняется зам ген директора.

У компании существует **долгосрочная цель**. Так как основное направление компании – производство программных продуктов, к долгосрочным целям



относится создание отраслевых решений для сахарной промышленности и сельскохозяйственного производства (в том числе переработка). На сегодняшний день есть соглашение с фирмой 1С о разработке таких решений и о совместном продвижении их на рынке. Т.е. цель можно сформулировать так: от разового решения к тиражируемому программному продукту, который позволит занять нишу на российском рынке

**Нематериальные способы стимулирования сотрудников в компании также существуют.** Коллектив молодой, сплоченный, работать в «Игрек&К» считается престижным. Хорошо оборудованные рабочие места. За счет компании периодически работники проходят обучение, сертификацию, участвуют в семинарах, выставках и др. мероприятиях, позволяющих расти профессионально и работать в приятном обществе единомышленников. Молодые специалисты с помощью администрации участвуют в гос. программах получения льготного жилья. Несколько сотрудников проживают в домах, купленных за счет фирмы и предоставленных работникам с правом выкупа.

**Характеристика услуг:** «Мы предоставляем качественные услуги, цена на которые находится в рамках среднерыночных цен на аналогичные услуги».

#### **Система обучения сотрудников.**

Индивидуальный подход. К новым сотрудникам, принятым с испытательным сроком, прикрепляется опытный специалист, по вердикту которого оценивается проф. пригодность нового сотрудника. Оценивается базовые знания, скорость обучения, аккуратность, ответственность.

Организуются внутрифирменные семинары. Сотрудники участвуют в семинарах, организованных другими компаниями.

**Карьерограмма** в компании существует, особенно для отдела информационных технологий. Есть группа «Сегодняшнего хлеба» и группа «Стратегического развития». Цель новичка – дорасти до руководителя проекта в первой группе (минимум год), затем перейти во вторую группу, в итоге перейдя в разряд топ-



менеджеров. Аналогично и в других подразделениях, оказывающих услуги. Отдел продаж – тут четкая иерархия и не столь продуманная карьерограмма. (Лучшие работники начинают получать процент от реализации)

Сотрудники компании теоретически готовы **перейти к конкуренту** при предложении ему более высокой з/п, однако это должно быть предложение не просто увеличения зарплаты, а реально более интересное дело (должность), нежели сейчас.

#### **О схеме принятия решений в компании.**

Каждому руководителю подразделения определен свой круг решаемых проблем и финансовый бюджет. В рамках компетенции он имеет право принимать решения по организации работ, оплате счетов и т.п. Вопросы более масштабные согласуются с зам. Ген. директора, и только потом при необходимости вопрос рассматривает ген. директор. Вообще принцип таков: чем меньше ген. директор занимается конкретными проблемами служб, тем лучше руководитель подразделения и он достоин поощрения. (Естественно, должен быть нормальный ритм работы). Решения о новых направлениях деятельности, крупных покупках и т.п. принимаются на совете участников.

Сотрудники компании не только имеют право, но и обязаны давать свои рекомендации относительно повышения производительности и качества. Идея «за державу обидно» - близка, думаю, каждому почти работнику. Потому они и участвуют в управлении путем разработки рекомендаций.

В компании существует четкий **план работы подразделений** на определенный период. Для разных подразделений разные сроки. Для ИТ отдела и отдела сотовой связи – год. Для торгового – квартал. Для сетевиков и ремонтников – не существует.



Реальные **показатели операционной** деятельности с запланированными сравниваются не часто. Приблизительно раз в квартал.

Единая **база данных**, с типичными проблемами различных клиентов и методиками их оперативного разрешения не существует

**Обмен информацией** между подразделениями происходит в основном на планерках, в рабочем порядке. Но документирование отношений идет путем электронных писем.

Компанию «Игрек&К» можно считать лучше конкурентов.

В первую очередь вследствие схемы организации работ на предприятии (аналогичной пока нет). Причем, оценивая конечный результат, в большинстве случаев компания укладывается в бюджеты и сроки договоров.

Среди **клиентов** компании существуют такие, которые могут влиять на принятие важных решений для компании. Принимать решения – нет. Доля таких клиентов – около 50 процентов.

Стоимость **торговой марки** пока невысока. Однако в стратегических планах фирмы добиться в определенных отраслях бренда.

**Отчетность** компании достоверна примерно на 80% (по оценке руководителя компании).

**Структура услуг по подразделениям:**\* [Таблица № 2.1.2](#)

№ п/п	Наименование услуги	Доли		
		2001	2002	2003
1	Разработка методологий учета, программного обеспечения, внедрение	1.29	34.01	48.47

\* По оценке руководителя компании Качко А.Д.



2	Оптовой-розничная торговля	91.59	57.51	43.96
3	Провайдерство МТС, Билайн, Мегафон	3.33	4.56	3.19
4	Монтаж и настройка ЛВС, систем безопасности, офисных АТС		3.49	3.69
5	Ремонт компьютерной и орг. техники, сотовых телефонов	3.79	0.43	0.69

**Структура затрат в компании.**

Таблица № 2.1.3

№ п/п	Описание	Доли		
		01	02	03
1	Содержание автопарка	14,87	7,13	1,19
2	Общепроизводственные расходы	1,83	10,71	3,66
3	Расходы на продажу		0,5	3,25
4	Аренда	3,66	1,95	0,94
5	Содержание АУП	53,4	21,89	26,78
6	Коммунальные услуги	25,65	5,64	25,29
7	Налоги	0,59	19,19	18,48
8	Субподрядные заказы		32,99	20,31
9	Представительские расходы			0,1



### 2.1.3. Анализ коэффициентов ООО «Игрек&К».\*

#### Анализ коэффициентов финансового состояния

Рассчитаем наиболее важные коэффициенты, характеризующие финансовое состояние компании:

##### 1. Коэффициент автономии

Одной из важнейших характеристик устойчивости финансового состояния, независимости от заемных источников средств является *коэффициент автономии*. Нормальное минимальное значение коэффициента автономии оценивается на уровне 0,5. Значение  $K_a \geq 0,5$ , показывает, что все обязательства компании могут быть покрыты его собственными средствами. Выполнение ограничения  $K_a > 0,5$  важно не только для самой компании, но и для его кредиторов. Рост коэффициента автономии свидетельствует об увеличении финансовой независимости компании, снижении риска финансовых затруднений в будущие периоды. Такая тенденция, с точки зрения кредиторов, повышает гарантии погашения компанией своих обязательств.

$P_3$

$K_a = \frac{\text{Валюта баланса}}{\text{П}_3} \geq 0,5$

Валюта баланса

##### 2. Коэффициент соотношения заемных и собственных средств

Коэффициент автономии дополняет коэффициент соотношения заемных и собственных средств ( $K_3/c$ ), который представляет собой частное от деления всей суммы обязательств по привлеченным заемным средствам на сумму собственных средств. Он указывает, сколько заемных средств привлекла компания на один рубль вложенных в активы собственных средств. Нормальное ограничение для коэффициента соотношения заемных и собственных средств  $K_3/c \leq 1$ . Рост коэффициента означает превышение величины заемных средств над собственными источниками их покрытия.

\* Отчетность в [приложении 2.1.1](#)



$$\text{Кз/с} = \frac{\text{Обязательства (П}_4\text{+П}_5\text{)}}{\text{Собственные ср-ва (П}_3\text{)}} \leq 1$$

### 3. Коэффициент финансовой устойчивости

В соответствии с той определяющей ролью, какую играют для анализа финансовой устойчивости абсолютные показатели обеспеченности компании источниками формирования запасов и затрат, одним из главных относительных показателей устойчивости финансового состояния является коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками формирования (К<sub>о</sub>), равный отношению величины собственных оборотных средств к стоимости запасов и затрат компании. Нормальное ограничение, получаемое на основе статистических усреднений для этого коэффициента имеет следующий вид:

К=1 нормальное состояние

К>1 нормальное или абсолютное

К<1 неустойчивое

$$\text{Кфу} = \frac{\text{П}_3 + \text{П}_4 - \text{А}_1}{\text{Стоимость запасов с НДС}}$$

### 4. Коэффициент абсолютной ликвидности

НЛА

$$\text{Кал} = \frac{\text{Краткосрочные заемные обязательства (П}_5\text{)}}{\text{НЛА}}$$

Показывает, какая часть краткосрочных заемных обязательств может быть погашена за счет имеющейся наличности на расчетных счетах и других счетах, а также в виде краткосрочных высоколиквидных ценных бумаг. Характеризует кредитоспособность компании.



Нормальное значение этого показателя  $\geq 0,2$

5. Коэффициент покрытия (общей ликвидности)

$$\text{Кпок} = \frac{A_2}{П_5}$$

Показывает платежные возможности компании, оцениваемые при условии не только своевременных расчетов со всеми дебиторами и благоприятной реализацией ГП, но и продаж в случае необходимости прочих элементов материальных оборотных средств. Рекомендуемое в литературе значение коэффициента  $\geq 2$ , но на практике вполне допустимо значение 1,1-1,7

6. Коэффициент прогноза банкротства

$$\text{Кп.б.} = \frac{\text{Запасы с НДС + НЛА} - П_5}{\text{Валюта баланса}}$$

Характеризует возможности компании в погашении своих обязательств за счет денежных средств и КФВ и продажи в случае необходимости запасов. Рекомендуемое ограничение – не менее 0. Чем выше значение показателя, тем ниже опасность банкротства.



Рассчитанные коэффициенты представим в виде **Таблица № 2.1.4**

Наименование коэффициента	Нормативное ограничение	Значение		Изменение
		2001	2002	
1.	2	3	4	5
коэффициент автономии	>0,5	0,29	0,75	+0,46
2.				
коэффициент соотношения заемных и собственных средств	<=1	2,5	0,33	-2,17
3.				
коэффициент финансовой устойчивости	>=1	0,74	1,9	+1,16
4.				
коэффициент абсолютной ликвидности	>=0,2	0,92	2	+1,08
5.				
коэффициент покрытия (общей ликвидности)	>=1,7	1,2	2,5	+1,3
6.				
коэффициент прогноза банкротства	>=0	0,2	0,4	+0,2



По данным [Таблицы № 2.1.4](#) можно сделать следующие выводы о финансовом состоянии компании.

*Коэффициент автономии* в 2002 году вырос по сравнению с 2001 и превысил верхнюю границу нормативного ограничения, чего нельзя сказать о 2001 году. Это значение (0,75) свидетельствует о высокой степени финансовой независимости ООО «Игрек&К» от внешних источников финансирования, так как значительно превышает рекомендуемое ограничение. Компания в состоянии выполнить все свои обязательства. За рассматриваемый период коэффициент повысился, что говорит о положительной тенденции.

*Коэффициент соотношения заёмных и собственных средств* также положительно характеризует финансовое состояние компании в 2002 году и отрицательно в 2001. Заёмные средства составляют всего 0,33 от собственных в 2002. Доля заемного капитала снижается (снижение коэффициента на -2.17)

*Коэффициент финансовой устойчивости* показывает, что ООО «Игрек&К» обеспечивает свои запасы и затраты собственными источниками финансирования в 2002 году, чего вновь нельзя сказать о 2001, что связано с большой долей собственных средств в пассиве компании. За рассматриваемый период коэффициент повысился на +1,16 (с уровня 0.74), что является положительным признаком, так как приближает значение показателя к рекомендуемому.

Значение *коэффициента абсолютной ликвидности* 0,92 в 2001 и 2 в 2002 свидетельствует об устойчивой способности компании погасить краткосрочную задолженность в ближайшее время. Видна положительная тенденция (коэффициент вырос на 1.02)

*Коэффициент покрытия* на начало периода составил 1,2. Это означает, что ООО «Игрек&К» имеет возможность покрыть свою кредиторскую задолженность привлекая для этого все оборотные средства. Значение показателя допустимо и не представляет угрозы для деятельности компании, хотя рекомендуемое значение –  $>1,7$ , а иногда и  $> 2$ . Соотношение оборотных активов и краткосрочной задолженности значительно изменилось в 2002 году, составило 2.5. Это значение говорит о возможности компании покрыть все свои обязательства оборотными средствами.



Положительно характеризует компанию коэффициент прогноза банкротства. За оба рассматриваемых года он больше нуля, что соответствует нормативным значениям. Также заметно улучшение. Тенденция положительна.

В целом финансовое состояние ООО «Игрек&К» устойчиво. Коэффициенты удовлетворяют нормативам в 2002 году и некоторые из них являются неудовлетворительными в 2001. Ими оказались показатели, характеризующие независимость компании от внешних источников финансирования и ликвидность ООО «Игрек&К». Но к концу 2002 года наметилась положительная тенденция и все показатели соответствуют нормам.

### **Анализ коэффициентов финансовых результатов деятельности ООО «Игрек&К».**

Задачей анализа коэффициентов финансовых результатов деятельности организации является выявление тенденций изменения деловой активности, определяемой через оборачиваемость и рентабельности компании. Для них нет нормативных ограничений, но считается, что для компании хорошо иметь высокие показатели рентабельности и оборачиваемости и низкие сроки оборачиваемости.

#### Основные коэффициенты рентабельности:

##### *1. Коэффициент рентабельности продаж*

$$R_{\text{пр}} = \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Выручка от продаж}} * 100\%$$

Обобщающий показатель, характеризующий сколько прибыли приходится на 1 рубль реализованной продукции.



2. Коэффициент рентабельности имущества компании

$$\text{Рик} = \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Валюта баланса}} * 100\%$$

Показывает эффективность использования всего имущества и всего капитала авансированного в деятельность предприятия. Снижение коэффициента может свидетельствовать о падении спроса на продукцию или о перенакоплении активов.

3. Коэффициент рентабельности собственного капитала

$$\text{Рск} = \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{П}_3} * 100\%$$

Показывает эффективность использования собственного капитала. Динамика коэффициента оказывает влияние на уровень котировки акций.

4. Коэффициент рентабельности внеоборотных активов

$$\text{Рвоа} = \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{А}_1} * 100\%$$

**Отражает эффективность использования внеоборотных активов.**

Основные коэффициенты деловой активности (оборачиваемости):

5. Коэффициент оборачиваемости имущества компании

$$\text{Оип} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Валюта баланса}}$$



Отражает скорость оборота всего капитала. Рост может означать ускорение кругооборота средств, или инфляционный рост цен.

6. Коэффициент оборачиваемости мобильных средств

$$\text{Омс} = \frac{\text{Выручка}}{A_2}$$

Показывает скорость оборота всех мобильных средств. Рост оценивается положительно.

7. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности

$$\text{Одз} = \frac{\text{Выручка}}{\text{ДЗ} < 1 \text{ года}}$$

Показывает расширение (рост коэффициента) или снижение (уменьшение коэффициента) коммерческого кредита, предоставляемого компанией.

8. Коэффициент среднего срока оборота дебиторской задолженности в днях

$$\text{Кссодз} = \frac{\text{ДЗ} < 1 \text{ года} * 365}{\text{Выручка}}$$

Характеризует средний срок погашения дебиторской задолженности. Снижение коэффициента оценивается положительно.

9. Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности

$$\text{Окз} = \frac{\text{Выручка}}{K_3}$$

Показывает расширение или снижение коммерческого кредита, предоставляемого компании. Рост означает увеличение скорости оплаты задолженности компании, снижение – рост покупок в кредит.



10. Коэффициент среднего срока оборота кредиторской задолженности в днях

$$КЗ \cdot 365$$

$$К_{срокз} = \frac{\text{Выручка}}{\text{КЗ} \cdot 365}$$

Выручка

Отражает средний срок возврата коммерческого кредита компанией.

11. Коэффициент оборачиваемости собственного капитала

Выручка

$$Оск = \frac{\text{Выручка}}{П_3}$$

П<sub>3</sub>

Показывает скорость оборота собственного капитала. Резкий рост отражает повышение уровня продаж. Существенное снижение показывает тенденцию к бездействию части собственных средств.

12. Коэффициент фондоотдачи (оборотности внеоборотных активов)

Выручка

$$ФО = \frac{\text{Выручка}}{А_1}$$

А<sub>1</sub>

Характеризует эффективность использования внеоборотных активов, измеряемую величиной продаж, приходящихся на единицу стоимости средств.

13. Коэффициент оборачиваемости готовой продукции.

Выручка

$$Огп = \frac{\text{Выручка}}{ГП}$$

ГП

Характеризует скорость оборота произведенной продукции. Рост обычно оценивается положительно.

Рассчитанные коэффициенты представим в виде таблицы:



Таблица № 2.1.5.

Наименование коэффициента	Значение		Изменение
	2001	2002	
1	2	3	4
<b>Коэффициенты рентабельности (%)</b>			
1. коэффициент рентабельности продаж	0,4	4	+3,96
2. коэффициент рентабельности имущества компании	1	50	+49
3. коэффициент рентабельности собств. капитала	4	70	+66
4. коэффициент рентабельности внеоборотных активов	9	140	+131
<b>Коэффициенты деловой активности (оборачиваемости)</b>			
5. коэффициент оборачиваемости имущества компании	3,2	12	+8,8
6. коэффициент оборачиваемости мобильных средств	3,66	19	+15,34
7. коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	53	36	-17



8. коэффициент среднего срока оборота дебиторской задолженности	7	10	+3
9. коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	6	49	+43
10. коэффициент среднего срока оборота кред. задолженности	64	7	-57
11. коэффициент оборачиваемости собственного капитала	11	16	+5
12. коэффициент фондоотдачи внеоборотных активов	24,5	33	+8,5
13. коэффициент оборачиваемости готовой продукции	15	61	46

На основе данных [таблицы № 2.1.5.](#) можно сделать следующие выводы о финансовых результатах деятельности компании за отчётный год.

#### Коэффициенты рентабельности

Рентабельность продаж, как видно из *коэффициента рентабельности продаж*, с 0,4% в 2001 повысился до 4% (в 10 раз!). Это явно положительная тенденция. Выручка в 2002 году содержит 4% прибыли.



*Коэффициент рентабельности имущества* возрос на 49 %, значит эффективность использования всего имущества и всего капитала авансированного в деятельность в 2002 году очень высока, чего нельзя сказать о 2001 году.

*Коэффициент рентабельности собственного капитала* повысился на 66%. Следовательно, капитал используется очень эффективно. Показатель 2001 года (4%) также является достаточно положительным.

*Рентабельностью внеоборотных активов:* в 2001 году на каждый рубль внеоборотные активы приносили 9 рублей прибыли, в 2002 году показатель вырос на 131%. Деятельность является прибыльной.

Все показатели рентабельности в 2001 году значительно ниже показателей 2002 года. Но намечен значительный рост. Деятельность ООО «Игрек&К» является высокорентабельной.

#### *Коэффициенты оборачиваемости.*

*Коэффициент оборачиваемости имущества* отражает скорость оборота всего капитала ООО «Игрек&К». Он увеличился с 3,2 до 12. Это связано с ускорением кругооборота средств. За 2002 год обернулись 1200% (в 2001 32%) всего капитала, а это очень высокий показатель.

*Рост оборачиваемости мобильных средств* вырос на 15,34. В 2001 году мобильные средства обернулись 3,6 раза, в 2002 – 19 раз. Этот коэффициент очень высоко оценивает деятельность ООО «Игрек&К».

*Коэффициент оборачиваемости готовой продукции* вырос с 15 до 61%. Показатель не очень высок, поскольку в деятельности ООО «Игрек&К» большую долю составляют профессиональные услуги.

Показатель *оборотности дебиторской задолженности* понизился. Следовательно анализируемая компания ООО «Игрек&К» снизила предоставление услуг в кредит в 2002 по сравнению с 2001 годом.

*Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности* вырос значительно (на 43%). Связано это с тем, что кредиторская задолженность за рассматриваемый период уменьшилась. Компания в 2002 году быстрее расплачивалась по своим задолженностям. Это легко увидеть и по



коэффициенту среднего срока оборота кредиторской задолженности: он уменьшился с 64 дней до 7. Это явно положительная тенденция.

Рост выручки положительно сказался на *фондоотдаче внеоборотных активов* величина продаж на единицу стоимости средств выросла с 24,5 до 33. Это хороший показатель для такого количества внеоборотных средств.

В целом коэффициенты деловой активности характеризуют работу ООО «Игрек&К» положительно. Компания сумела эффективно использовать свои возможности, оперативно работало с кредиторами и дебиторами. Как и коэффициенты финансового состояния, коэффициенты финансовых результатов 2002 года по сравнению с 2001 годом значительно выше характеризуют деятельность компании. 2002 год по всем показателям выглядит более выгодно. Положительная тенденция явно видна.

## 2.1.4. Структурные бизнес - единицы.

По нашей методологии для применения метода дисконтированных денежных потоков в компании нужно выделить бизнес - единицы. Но, рассматриваемая компания «Игрек&К» пока еще мала, и выделить в ней отдельные бизнес – единицы невозможно. Поэтому при оценке будем формировать единые свободные денежные потоки для компании в целом.

## 2.1.5. Оценка стоимости бизнеса ООО «Игрек&К» методом дисконтированного потока денежных средств.\*

Таблица № 2.1.6.

Годы	1998	1999	2000	2001	2002
Выручка, тыс.руб.	123,5	865,9	890,3	1323	5166
Чистая прибыль, тыс.руб.	-1,4	19,6	2,0	4,7	219
Рентабельность, %	-0,01	0,23	0,002	0,004	0,04
Темп прироста прибыли, %	-	1300	-98	135	4500

\* Данные отчетности в [приложении](#)



Для расчета стоимости компании методом DCF:

Обычно в качестве свободного денежного потока берут прибыль за вычетом нетто – инвестиций. Но в компании «Игрек&К» инвестирования не производятся, поэтому для расчета модели возьмем потоки чистой прибыли.

## 1 сценарий. Основной

4. Возьмем временной горизонт **3 года**. На более длительный период сделать достоверный прогноз достаточно сложно, так как видно, что развитие бизнеса довольно непостоянно и непредсказуемо. Так же как и будущее всей отрасли в целом (особенно в Краснодарском крае, где находится компания «Игрек&К»).

5. Темп роста рассматриваемой фирмы очень непостоянен (изменение прибыли от -100% до 4500%). Средний показатель за 5 лет составляет 1400%.

Средние темпы роста по отрасли информационных технологий в ближайшие 4 года в России составляют 36% (по оценкам компании «Атон»). Поскольку компания «Игрек&К» находится в Краснодарском крае, где данная сфера услуг только развивается, и, по оценкам руководителя компании, обладает конкурентными преимуществами, в ближайшие 3 года прогнозируем рост прибыли фирмы. Беря во внимание общий уровень по России 36%, для построения модели возьмем темп роста в **150%**.

6. В качестве ставки дисконта мы принимаем **29%**. Это банковская ставка по потребительским кредитам. В этой цифре банком закладывается максимально возможное количество рисков (при выдаче такого кредита банк не требует никаких документов кроме паспорта, т.е. предполагается возможность даже невозврата кредита – кредитный риск). Бизнес оцениваемой компании является рисковым, организация небольшая, корпоративный риск-менеджмент отсутствует. Поэтому выбор данной ставки мы считаем обоснованным.



Стоимость бизнеса определим как дисконтированную стоимость свободных потоков денежных средств (FCF) в пределах временного горизонта (3 года) плюс дисконтированная стоимость бизнеса, прогнозируемая на конец периода оценки:

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{PV_4}{(1+r)^3}$$

Годы	2003	2004	2005
FCF, тыс.руб.	547.5	1368.75	3421.9

Стоимость компании по завершении прогнозного периода:

$$PV_4 = \frac{FCF_4}{(r-g)}$$

$g$  – ожидаемые темпы роста денежного потока в бессрочной перспективе. Прогнозируемые темпы роста компании «Игрек&К» **20%** (методом экспертной оценки).

Таким образом, стоимость компании по завершении прогнозного периода:

$$PV_4 = \frac{3421.9 * 1,2}{(0,29 - 0,2)} = 45625$$

Стоимость компании:

$$PV = \frac{547.5}{(1+0.29)} + \frac{1368.75}{(1+0.29)^2} + \frac{3421.9}{(1+0.29)^3} + \frac{45625}{(1+0.29)^3} = 24094 \text{ тыс.руб.}$$

## 2 сценарий. Пессимистический.

1. Временной горизонт остается тот же, **3 года**
2. Ставка дисконта **29%**
3. Но предположим более пессимистическое развитие событий, то есть темп роста компании «Игрек&К» в течение 3-х лет **100%**, а по окончании периода (для продленной стоимости – **20%**).

Годы	2003	2004	2005
FCF, тыс.руб.	438	876	1752

Стоимость компании по завершении прогнозного периода:



$$PV_4 = \frac{1752 * 1,2}{(0,29 - 0,2)} = 23360$$

Стоимость компании:

$$PV = \frac{438}{(1 + 0.29)} + \frac{876}{(1 + 0.29)^2} + \frac{1752}{(1 + 0.29)^3} + \frac{23360}{(1 + 0.29)^3} = 12563.8 \text{ тыс. руб.}$$

### 3 сценарий. Оптимистический.

1. Временной горизонт – **3 года**

2. Ставка дисконта – **29%**

3. Но, рассмотрим случай, когда темп роста компании будет равен **200%** в прогнозный период, и **20%** - в постпрогнозный.

Годы	2003	2004	2005
FCF, тыс.руб.	657	1971	5913

Стоимость компании по завершении прогнозного периода:

$$PV_4 = \frac{5913 * 1,2}{(0,29 - 0,2)} = 78840$$

Стоимость компании:

$$PV = \frac{657}{(1 + 0.29)} + \frac{1971}{(1 + 0.29)^2} + \frac{5913}{(1 + 0.29)^3} + \frac{78840}{(1 + 0.29)^3} = 41173.3 \text{ тыс. руб.}$$

Сведем полученные данные по модели DCF в итоговую [таблицу № 2.1.7.](#)

[Таблица № 2.1.7.](#)

Сценарий	Временной горизонт, лет	Ставка дисконта, %	Темп роста компании, %	Темп роста компании в постпрогнозный период, %	Стоимость бизнеса, млн. руб.
Пессимистический	3	29	100	20	12563,8
<b>Основной</b>	<b>3</b>	<b>29</b>	<b>150</b>	<b>20</b>	<b>24094</b>
Оптимистический	3	29	250	20	41173,3



Для дальнейшего рассмотрения и оценки выберем основной сценарий развития событий, поскольку нам он представляется наиболее вероятный (см. параграф – «основной сценарий»).

Следовательно, далее будем использовать стоимость компании ООО «Игрек&К» равную **24094 млн. руб.**

### 2.1.6. Анализ факторов стоимости.

*Фактор стоимости* — это просто любая переменная, влияющая на стоимость компании. Однако, чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, определить, какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость, и возложить ответственность за этот параметр на конкретных людей, участвующих в достижении целей организации.



К внешним факторам стоимости можно отнести факторы, которые связаны непосредственно с деловым окружением фирмы.

На основе заданных вопросов руководителям компаний удалось выявить следующие факторы стоимости:

- **клиенты и бизнес-окружение компании**
- **риски и качество управления**

Про риски нельзя однозначно сказать, что это внутренний фактор стоимости компании, поскольку источник может быть как вне, так и внутри компании. Поэтому мы разделили их на внешние и внутренние и построили схему управления рисками:

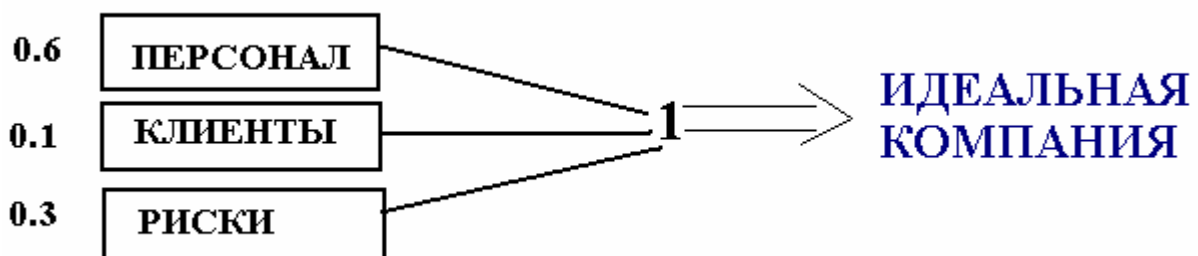


Внутренние факторы это те, которые связаны непосредственно с потенциалом организации. В нашем случае основной фактор, который влияет на стоимость больше, чем какие-либо другие - это персонал. Итак, внутренние факторы стоимости компании это:

- **персонал и система мотивации**

Поскольку мы оцениваем компании, оказывающие профессиональные услуги, финансовый фактор не является для нас ключевым фактором, который может повлиять на изменение стоимости.

Итак, мы разработали методологию оценки стоимости компании, которая позволяет нам создать некую систему показателей, с помощью которой мы можем определить вес каждого фактора стоимости компании и взаимосвязь этих факторов.



Если рассматривать идеальную компанию в качестве примера, ту, которая по результатам деятельности соответствует различным нормативам, то сумма долей всех факторов, определяющих её стоимость будет равна единице. Как правило, когда речь идёт про ИТ компании или про компании, оказывающие профессиональные услуги, то основная ценность для компании это квалифицированный персонал. Наши компании наиболее чувствительны к этому фактору, поэтому он имеет наибольший вес.

Если правильно построить бизнес и постоянно совершенствовать бизнес-процессы, то риски в компании можно свести к минимуму. В ИТ компаниях, наибольшее значение предаётся операционному риску, поэтому следует автоматизировать работу по защитным мерам при различных сбоях, сведя тем самым операционный риск к уровню, близкому к минимальному. Тем более, все факторы между собой взаимосвязаны, а управлять рисками и



совершенствоваться в этой области это задача персонала компании. Поэтому «Управление рисками» и «Персонал», как видно из рисунка имеют больший вес, в сравнении с фактором «Клиенты».

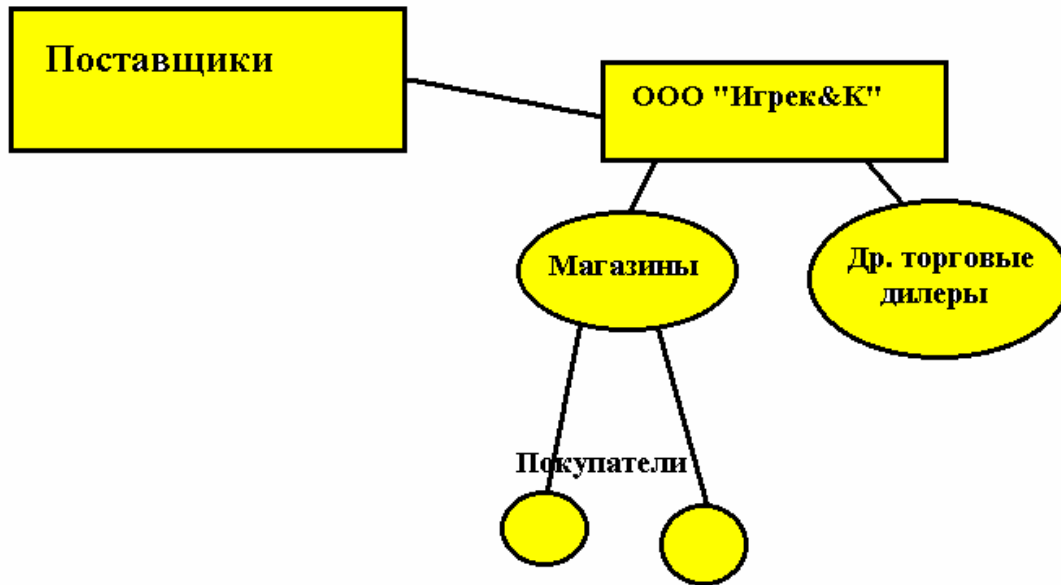
В деятельности компаний, оказывающих профессиональные услуги, первоочерёдные инвестиции – инвестиции в персонал. Под этой фразой понимается как переподготовка сотрудников, так и «покупка» и развитие.

Клиенты в ИТ компаниях (и в компании ООО «Игрек&К») имеют наименьший вес, поскольку в случае разработки уникального продукта, клиенты сами находят его на рынке. На хороший качественный продукт всегда есть покупатель, а отсюда следует, что надо производить то, что действительно будет востребовано в соответствии со всеми пожеланиями потенциальных клиентов на рынке. Опять же вытекает взаимосвязь с Персоналом, поскольку в данном случае производство услуги зависит исключительно от квалификации и склада ума сотрудников.

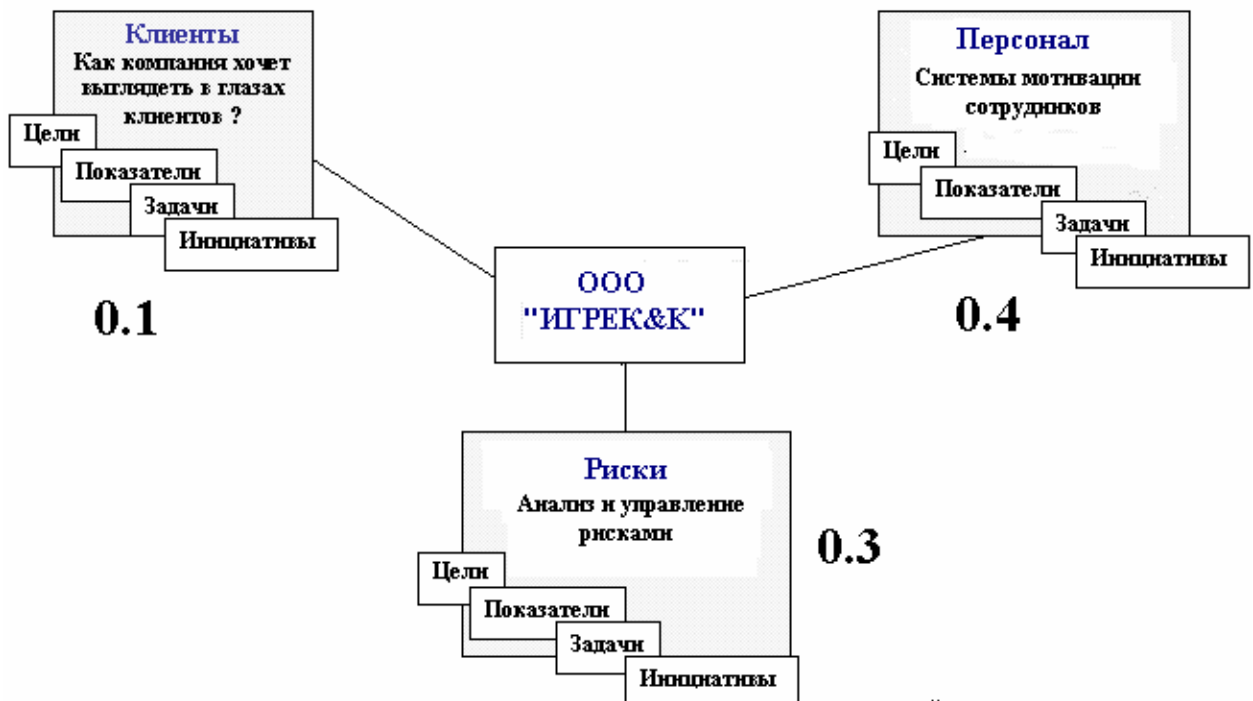
ООО «Игрек&К» мы не рассматриваем как идеальную компанию, поскольку деятельность компании несколько диверсифицирована и некоторые показатели не соответствуют своим необходимым для успешного функционирования значениям. Так же компания находится в удаленном от столице месте (Краснодарский край), поэтому на местном рынке очень низкая конкуренция, а следовательно предоставление услуг этой компании востребовано.

Факторам мы присвоили веса, исходя из ответов на вопросы, которые мы задавали руководителю компании. В процессе беседы мы выяснили, что в ООО «Игрек&К» их рыночная доля по видам услуг следующая:

- оптово-розничная торговля 20% рынка
- ИТ услуги и сервис 60% рынка



Из чего следует, что самый влиятельный фактор стоимости компании – персонал. В компании нет системы интегрированного риск-менеджмента, а существует управление рисками на уровне подразделений, причём решения о комплексном управлении рисками решает руководство.



$$K = 0,3 + 0,4 + 0,1 = 0,8$$



На рисунке показан вес каждого фактора в комплексе факторов, влияющих на компанию.

Если оборот компании варьируется из года в год, то это и отражается на стоимости компании. Если в компаниях, оказывающих профессиональные услуги, эта разница не будет отражаться на стоимости, то в ИТ компаниях ситуация немного иная. Как уже было отмечено многие Интернет-компании являются убыточными, причём убытки исчисляются миллионами, а то и миллиардами долларов, но их стоимость очень велика, даже по сравнению со многими крупными компаниями из реального сектора.

Ниже приведены основные клиенты ООО «Игрек&К»:

Таблица № 2.1.8.

№ п/п	Шифр клиента	Доля клиента в общей выручке за конкретную услугу, %		
		01	02	03
1	<i>Программное обеспечение</i>			
1.1.	<i>Крупные холдинги</i>	0	80	80
1.2.	<i>Предприятия и коммерческие структуры</i>	100	20	20
2.	<i>Торговля</i>			
2.1.	<i>Предприятия и коммерческие структуры</i>	50	50	50
2.2.	<i>Частные лица</i>	50	50	50
3.	<i>Монтажные работы</i>			
3.1.	<i>Предприятия и коммерческие структуры</i>	100	100	100

Из таблицы № 2.1.8. следует, что основные клиенты компании это коммерческие структуры малого и среднего бизнеса.



## Выделение факторов стоимости компании и оценка рисков.

### Финансовые риски

Выделяют следующие основные виды финансовых рисков ИТ компаний:

*Рыночный риск* – возможность отрицательного изменения стоимости активов в результате колебания процентных ставок, курсов валют, цен акций, облигаций и товаров. Для быстрорастущих компаний, значительная часть стоимости которых основана на высоких ожиданиях относительно будущих денежных потоков (как в случае многих Интернет - компаний), данный риск может быть особенно опасным.

Вследствие неблагоприятного поведения рынка может произойти переоценка бизнеса как со стороны инвестора, так и со стороны непосредственного внешнего окружения компании. Таким образом, в случае появления новой компании, предлагающей аналогичные услуги по оптово-розничной торговле в данном регионе, а так же в случае внедрения материнских компаний сотовых компаний (не «Вымпелком» и МТС) новых стандартов связи, которые предоставляют совершенно другие тарифы и услуги и, которые требуют инвестиции в основные средства, появляется риск, который может быть устранён с помощью быстрой реализации оборотных активов. Затем следует сосредоточиться на стратегии мгновенного роста и на время забыть про перспективу в отдалённом будущем. Этот риск уже частично устранён с помощью диверсифицированной деятельности нашей компании, но для того, чтобы полностью избежать потерь, связанных с ситуацией на рынке, следует *создать отдел по маркетингу*, таким образом образовав дополнительный источник затрат, и установить контакт с потенциальным источником финансирования для следующих целей:

1. покупка информации для опережения действий потенциальных конкурентов, в том числе используя системы мотивации, таким образом заранее ограничив возможный уход ключевых сотрудников.
2. контакты с финансовыми учреждениями позволят при необходимости сделать необходимые инвестиции для поддержания и расширения бизнеса.



Рыночный риск здесь не может обернуться резким снижением прибыли или банкротством. Скорее максимум, что может произойти это потеря некоторой доли в определённом сегменте рынка, например в провайдерстве.

Так, можно определить количественную оценку риска. Среднее квадратическое отклонение  $\sigma$  характеризует риск рассматриваемого бизнеса. В странах с развитым фондовым рынком определение  $\sigma$  не вызывает особых затруднений, т.к. в прессе регулярно печатаются показатели, характеризующие риск различных компаний и отраслей. Эксперты, основываясь на сопоставлении российского и американского рынков акций, рекомендует принимать  $\sigma$  в размере 35% и выше.

*Операционный риск* – возможность непредвиденных потерь вследствие технических ошибок при проведении операций, умышленных и неумышленных действий персонала, аварийных ситуаций, сбоев аппаратуры и так далее. Для компаний, которые выходят на новые рынки или увеличивают объемы существующих операций оптимальным способом снижения операционных рисков является механизм управляемого роста. Суть управления ростом заключается в том, чтобы в компании заранее составлялись *сценарные планы развития, а бизнес-процессы и их изменения в результате роста - моделировались и контролировались (путем внедрения регламентов, должностных инструкций и т.д.)*.

Возможные операционные риски в деятельности ИТ-компаний

### **Меры безопасности и программы поддержания деятельности компании в экстремальных ситуациях**

- Многие компании, работающие в России и СНГ, применяют различные технические средства обеспечения безопасности, самым распространенным из которых являются антивирусные программы. Широко используются межсетевые экраны



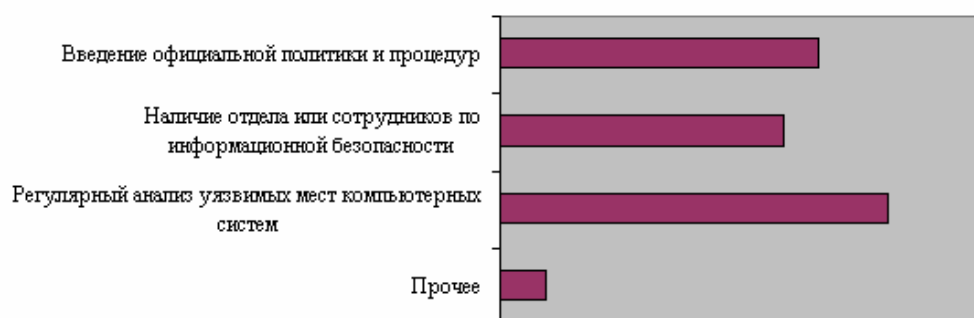
### Виды предпринимаемых технических мер безопасности



В исследуемой компании используются различные самые современные антивирусные программы, как мера защиты от сбоев в компьютерной системе, а так же шифрование и системы обнаружения проникновения различных «резидентов» и хакеров в сеть.

- Менее внимания уделяется организационным мероприятиям по обеспечению безопасности, таким, как создание непосредственно отдела ИТ, разработка официальных правил и процедур использования компьютерной техники и регулярный анализ уязвимых мест.

### Виды используемых организационных мер обеспечения безопасности



Хочется отметить, что у многих компаний имеются программы поддержания деятельности компании в экстремальных ситуациях.

Для того чтобы свести к минимуму *риск нарушения безопасности*, компании должны иметь эффективную стратегию ее обеспечения. Для этого необходимо определить угрозы и уязвимые места, разработать



эффективные меры обеспечения безопасности, в том числе для обнаружения вторжений в информационные системы (если и когда это произойдет), а также хорошо представлять себе последствия такого вторжения для своего бизнеса.

- *Определение угроз и уязвимых мест*

Невозможно переоценить важность регулярного проведения анализа появляющихся в компьютерных системах уязвимых мест. Такие уязвимые места на программном и аппаратном уровне обнаруживаются практически каждый день. Прежде чем принимать какие-либо меры, необходимо выяснить, в чем именно заключается угроза. Тем не менее, всего 64% респондентов, принявших участие в опросе, регулярно проводят такой анализ.

- *Организация соответствующих мер безопасности*

Необходимо иметь сотрудников, ответственных за надлежащую реализацию мер обеспечения информационной безопасности, а также за разработку официальных правил и процедур использования компьютерной техники. Согласно результатам опроса, основными задачами, которые необходимо решить для обеспечения желаемого или требуемого уровня безопасности, является информированность сотрудников в вопросах безопасности и наличие решений и средств обеспечения безопасности.

В компании ООО «Игрек&К» отсутствует отдел информационной безопасности. Руководство принимает периодические решения о покупке той или иной программы либо о разработке необходимых процедур и мер безопасности в критических ситуациях. Часто привлекаются независимые эксперты для выявления возможных уязвимых мест информационных систем и автоматизации процесса их устранения. В основном компания управляет рисками за счёт приобретённых программ и дополнительно установленного оборудования.



### Важнейшие факторы, способствующие обеспечению требуемого уровня безопасности



### Управление рисками

1. При помощи соответствующей процедуры оценки риска для безопасности следует определить потенциальные сферы риска для бизнеса, связанные с информационными системами. Необходимо выявить уязвимые места и разработать методы, при посредстве которых можно оптимальным образом организовать защиту своих активов. Следует убедиться в том, что выбранные решения по обеспечению безопасности соответствуют характеру выявленных уязвимых мест и реализованы надлежащим образом. (Плохая реализация решения аналогична отсутствию решения.)
2. После принятия мер безопасности необходимо организовать их регулярное тестирование. Это позволит обнаружить любые уязвимые места в информационных системах до того, как их обнаружит хакер.
3. Следует проводить регулярный анализ обнаруженных уязвимых мест в компьютерных системах, а также вирусов, которые могут повредить информационные системы. Необходимо следить за постоянным обновлением программного обеспечения и оперативной ликвидацией обнаруженных уязвимых мест.
4. Необходимо иметь в виду, что вопросы обеспечения безопасности должны решаться на уровне руководства. ИТ-риски представляют собой коммерческие риски, поэтому для того, чтобы бизнес можно было вести спокойно, без



неожиданных вторжений извне, необходимо иметь эффективную стратегию обеспечения безопасности. Следует повышать уровень информированности по вопросам безопасности: даже самые лучшие технические средства не могут обеспечить полноценную защиту, если отсутствуют правила и процедуры по обеспечению безопасности и если пользователи не знают своих обязанностей или не выполняют их.

5. При нарушении безопасности необходимо сразу же провести комплексную оценку возможных последствий для бизнеса. Следует в кратчайшие сроки принять меры по минимизации ущерба для финансового положения или репутации компании и профилактические меры по недопущению подобных инцидентов в будущем.

6. Следует определить, какие именно последствия для бизнеса могут повлечь за собой сбои в работе информационных систем. Необходимо составить программу поддержания деятельности компании в экстремальных ситуациях, направленную на минимизацию этих последствий. Следует проводить регулярное тестирование и доработку этой программы в целях устранения любых обнаруженных недочетов.

Таким образом, анализ факторов стоимости компании «Игрек&К» выявил, что текущая стоимость компании составляет 80% от PV (т.е.  $K=0,8$ ). Следовательно, стоимость компании в текущий момент времени (на конец 2002 года) равна:

$$PV * 0,8 = 24094 * 0,8 = 19275,2 \text{ млн.руб.}$$

#### 2.1.7. Анализ чувствительности.

Рассчитаем чувствительность стоимости компании к основным факторам: персоналу, рискам, клиентам.

Как мы выявили ранее, факторы стоимости для компании в настоящее время имеют следующие веса:



Факторы	Персонал	Риски	Клиенты
Вес	0,4	0,3	0,1
% от стоимости компании, (млн.руб.)	40% PV = 0.4*24094=9637,6	30% PV = 0.3*24094=7228,2	10% PV = 0.1*24094=2409,4
<b>Итого (млн.руб.):</b>	<b>19275,2</b>		

Рассчитаем чувствительность стоимости компании к каждому из факторов.

1. **Персонал.** Предположим, что в компании «Игрек&К» улучшится мотивация персонала. Тогда вес в общей стоимости компании данного фактора повысится. Изменим (увеличим) его на 1% и рассчитаем чувствительность.

$$\text{Повышение на 1\%} \quad 9637,6 * 1,01 = 9733,976$$

$$\text{Тогда стоимость компании станет} = 19371,576$$

$$\text{или} \quad (19371,576 - 19275,2) / 19275,2 * 100\% = 0,5\%$$

2. **Управление рисками.** Рассмотрим ситуацию, когда «Игрек&К» введет систему управления рисками и, следовательно, снизит их негативное влияние. Увеличим значение для рисков в стоимости компании на 1%, и посмотрим, как при этом изменится стоимость компании:

$$\text{Повышение на 1\%} \quad 7228,2 * 1,01 = 7300,482$$

$$\text{Тогда стоимость компании станет} = 19347,482$$

$$\text{или} \quad (19347,482 - 19275,2) / 19275,2 * 100\% = 0,375\%$$

3. **Клиенты.** В случае, если клиенты для компании приобретут большее значение, например, решения менеджмента «Игрек&К» в большей степени будут зависеть от клиентов, тогда:

$$\text{Повышение на 1\%} \quad 2409,4 * 1,01 = 2433,494$$

$$\text{Тогда стоимость компании станет} = 19299,294$$

$$\text{или} \quad (19299,294 - 19275,2) / 19275,2 * 100\% = 0,125\%$$

Факторы	Персонал	Риски	Клиенты
Чувствительность стоимости компании «Игрек&К», %	0,5	0,375	0,125



### 2.1.8. Расчет стоимости компании с помощью опциона.

Исходные данные необходимые для применения опционной модели в оценке стоимости компании лежат на поверхности - они те же, что и для любой другой оценки: стоимость базового актива, дисперсия стоимости, время истечения опциона, цена исполнения, безрисковая ставка и эквивалент дивидендной доходности. Однако, фактическая оценка этих параметров для оценки компании может оказаться нелегким делом.

1. *Оценка базового актива.* В случае оценки компании базовый актив является сам по себе продуктом и текущая стоимость этого актива является приведенной стоимостью ожидаемых денежных потоков. Как данность является то, что при оценке стоимости компании существует большая вероятность получения существенного шума при оценке денежных потоков и их текущей стоимости. Эта неопределенность должна рассматриваться как причина того, почему опцион имеет стоимость. Если бы ожидаемые денежные потоки были известны с большой степенью определенности и не ожидалось их изменения, то и не возникала бы необходимость адаптации к чертам опционного ценообразования, поскольку опцион как таковой отсутствовал бы.

2. *Дисперсия стоимости актива.* Как было отмечено ранее, существует значительная неопределенность оценки денежных потоков и их приведенной стоимости частично из-за неизвестности потенциального размера рынка, частично из-за технологических сдвигов, могущих изменить себестоимость структуры и прибыльность компании. Дисперсия приведенной стоимости денежных потоков проекта может быть оценена следующим способом. Прибыльность может рассматриваться при (для) различных рыночных сценариях, денежные потоки могут оцениваться для каждого сценария и дисперсия может быть оценена посредством оценки приведенной стоимости.

Стоимость опциона сильно зависит от дисперсии денежных потоков - чем выше дисперсия, тем выше стоимость продуктового патента. Поэтому стоимость компании при стабильном бизнесе будет ниже, чем стоимость патента в обстановке, когда происходят быстрые изменения в технологии, конкуренции и других рыночных составляющих.



3. *Цена исполнения опциона.* Опцион на стоимость компании исполняется, когда фирма владеющая опционом решает инвестировать в бизнес. Стоимость таких инвестиций эквивалентна цене исполнения опциона. Лежащей в основе предпосылкой является то, что эта стоимость (стоимость инвестиций в развитие компании) остается постоянной в текущих денежных единицах и что любая неопределенность связанная с компанией отражается в приведенной стоимости компании.

4. *Срок истечения опциона.* Время жизни опциона заканчивается вместе с окончанием срока оценки.

В 1973 году Фишер Блэк и Мирон Шоулз разработали формулу для определения стоимости опциона:

$$\text{Колл-опцион} = P * N(d1) - EX * \exp(-r * t) * N(d2),$$

$$\text{где } d1 = [\ln(P / EX) + (r + \sigma^2 / 2) * t] / (\sigma * t^{0,5})$$

$$d2 = d1 - \sigma * t^{0,5}$$

$N(d1)$ ,  $N(d2)$  - кумулятивная нормальная вероятность функции плотности;

$P$  - цена базового актива;

$EX$  - цена исполнения;

$r$  - безрисковая процентная ставка;

$\sigma$  - среднее квадратическое отклонение;

$t$  - период до исполнения опциона



## ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Наименование показателя	Единица измерения	Значение
Текущая стоимость активов компании на дату определения стоимости бизнеса (P)	тыс RUR	387.6
Номинальная стоимость непогашенного долга со сроком погашения, равным дюрации (EX)	тыс RUR	106.5
Срок (T)	лет	3 года
Безрисковая процентная ставка (r)	% годовых	9.8%
Стандартное отклонение стоимости активов компании ( $\sigma$ )	%	55%
<b>Стоимость бизнеса</b>	<b>тыс RUR</b>	<b>1307.4352</b>

### Оценка стоимости бизнеса ООО «Игрек&К» по данным бухгалтерской отчетности за 2002г.

Бухгалтерская отчетность компании говорит о ее удовлетворительном финансовом состоянии. \* В частности:

1. Дебиторская задолженность (167.5 тыс руб) в 1.6 раз превышает кредиторскую (106.5 тыс руб)
2. Продажи (1880.2т.р.) превышают кредиторскую задолженность в 17.5 раз
3. Компания устойчиво прибыльна - себестоимость проданных товаров и услуг на 7.6% ниже чем продажи (4778 против 5166.4).

Анализ показателей деловой активности показал, что срок оборачиваемости кредиторской задолженности меньше срока оборачиваемости дебиторской задолженности - продолжительность операционного цикла. Это позволяет сделать вывод о том, что компания находится под стабильным внутренним управлением.

\* см. финансовую отчетность в приложении 2002 и коэффициентный анализ



## СЦЕНАРИЙ ОЦЕНКИ

Оценка производилась с точки зрения потенциального покупателя рассматриваемого бизнеса, желающего определить его объективную стоимость.

## ФОРМИРОВАНИЕ ИСХОДНЫХ ДАННЫХ

Оценка стоимости производилась в российских рублях.

Стоимость активов по состоянию на 2002 год принимается равной 387.6.2 тыс руб.

Эта цифра формировалась следующим образом.

1. Из общей суммы активов (427.0 тыс руб) необходимо вычесть нематериальные активы, т.к. их можно считать практически неликвидными в случае удовлетворения требований инвестора. НМА «Игрек&К» в балансе не отражается.
2. Стоимость основных средств по балансу составляет 157.2 тыс руб, из них здания, машины и оборудование (стр. 122 баланса) – 117.8 тыс руб. Что представляют из себя остальные основные средства, из баланса неясно. Можно предположить, что это объекты социальной сферы. Т.к. они мало интересуют потенциального покупателя, то основные средства были уменьшены на  $157.2 - 117.8 = 39.4$  тыс. руб.
3. Долгосрочные финансовые вложения и НДС не отражены в балансе за исследуемый период.

Таким образом, используемые для расчета активы составили

$427.0 - 39.4 = 387.6$  тыс. руб.

Безрисковая процентная ставка принималась равной доходности государственных облигаций по состоянию на 15 декабря 2002 г (данные были взяты из газеты *Ведомости*) со сроком погашения в январе 2007 года (9.8% годовых). Этот период максимально близок к исследуемому периоду, который составляет 3 года.

В странах с развитым фондовым рынком определение  $\sigma$  не вызывает особых затруднений, т.к. в прессе регулярно печатаются показатели, характеризующие риск различных компаний и отраслей. Эксперты, основываясь на сопоставлении российского и американского рынков акций, рекомендуют принимать  $\sigma$  в размере 35% и выше. Но, поскольку компания «Игрек&К» ведет бизнес в условиях



нестабильного российского рынка, более того в Краснодарском крае, стандартное отклонение стоимости активов компании принималось равным 55%.

### Долг

Обязательства компании (кредиторская задолженность) составляют 106.5 тыс. руб.

Ставка дисконтирования принималась равной 29% годовых (как и при подсчете DCF),

### РЕЗУЛЬТАТ РАСЧЕТА

$$D1=4.6053$$

$$D2=3.6527$$

$$N(d1)=4.0039$$

$$N(d2)=3.0128$$

$$\text{Премия по CALL-опциону} = 387.6 * 4.0039 - 106.5 * e^{0.098 * 3} * 3.0128 = 1307.4352 \text{ тыс. руб.}$$

$$\text{Итоговая стоимость ООО «Игрек&К»} = 24094 + 1307.4352 = 25401.435 \text{ тыс. руб.}$$

## 2.1.9. Применение безрискового метода продажи в рассрочку компании

### ООО «Игрек&К».

#### Исходные данные:

Ставка реинвестирования	12%
Стоимость компании	24094
Фонд поощрения ключевых сотрудников	15%
Темп роста	150%
Прогнозный исходный показатель (прибыль)	219

Ставка реинвестирования принимается равной средней ставке по депозитам в рублях в коммерческих банках России, поскольку весь полученный доход в наличной форме мы кладем на депозит в банк. Предполагается, что менеджеры компании, получив свои 5% за выполненную работу, реинвестируют средства,



положив их в банк. Точно так же страховые депозиты в течение 3 лет при благоприятном сценарии реинвестируются.

Ставка дисконтирования принимается в размере 29%. Как и при расчете DCF. Это банковская ставка по потребительским кредитам. В этой цифре банком закладывается максимально возможное количество рисков (при выдаче такого кредита банк не требует никаких документов кроме паспорта, т.е. предполагается возможность даже невозврата кредита – кредитный риск). Бизнес оцениваемой компании является рисковым, организация небольшая, корпоративный риск-менеджмент отсутствует. Поэтому выбор данной ставки мы считаем обоснованным.

Стоимость компании берем из предыдущих расчетов методом DCF, из выбранного нами основного сценария прогноза развития событий, и корректируем ее на коэффициент 0,8, определенный при оценке основных факторов стоимости, то есть 19275,2 тыс. руб.

Фонд поощрения ключевых сотрудников 15% (по нашей методологии и модели).

Темп роста равен 150% в год, как рассмотрено в основном сценарии при построении модели DCF.

Прогнозный исходный показатель (прибыль) - прибыль, равная свободному денежному потоку денежных средств компании в нулевом периоде ( $FCF_0$ ), то есть чистая прибыль 2002 года (из отчета о прибылях и убытках, см. приложение 2.1.1.).

Денежные потоки на весь период рассрочки платежа по нашей модели выглядят следующим образом.

Ставка реинвестирования	12%					
Стоимость компании	19275					
Фонд поощрения ключевых сотрудников	15%					
Темп роста	150%					
Период	0	1	2	3	4	5
Темп прироста	250%	250%	250%	250%	250%	250%
Прогнозный показатель (прибыль)	219	547,5	1368,75	3421,875	8554,6875	21386,7188

**Вариант 1 (компания работает по прогнозным показателям)**

<b>Инвестор</b>	<b>-4772,2625</b>	<b>-5164,3685</b>	<b>-5172,1246</b>	<b>-2730,54635</b>	<b>8554,6875</b>	<b>21386,7188</b>	<b>12102,104</b>
приход	46,5375	232,6875	872,578125	4039,5207	8554,6875	21386,7188	
расход	-4818,8	-5397,056	6044,70272	-6770,06705	0	0	
<b>Акционер (продавец)</b>	<b>4818,8</b>	<b>5397,056</b>	<b>6044,70272</b>	<b>6966,21256</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>23226,771</b>
приход	4818,8	5397,056	6044,70272	6966,21256	0	0	



расход	0	0	0	0	0	0	
Страховой депозит	139,6125	232,6875	290,859375	0	0	0	
Фонд поощрения ключевых сотрудников	32,85	82,125	205,3125	513,28125	1283,20313	3208,00781	
Менеджеры (ключевой персонал) премия за текущий год 5% за предыдущий 10%		12,264	58,13136	145,3284	307,96875	769,921875	1293,6144

Следовательно, при соблюдении всех условий всеми сторонами договора и при реализации всех прогнозных показателей компанией (прибыли и темпы роста), то есть при благоприятном стечении обстоятельств, и инвестор, и акционер, и ключевые менеджеры ООО «Игрек&К» оказываются в благоприятном положении (в прибыли).

Но, в случае дефолта (в любой момент времени), стороны терпят убытки. Поскольку для показателей анализируемой нами компании необходимо брать более долгий период рассрочки платежа. В случае построения модели на большее число периодов – все стороны будут застрахованы от рисков.

## 2.1.10. Выводы.

Итак, в данной главе курсового проекта была проанализирована и оценена компания ООО «Игрек&К».

В первую очередь, мы провели анализ рынка ИТ с целью выявления основных особенностей, тенденций, развития, темпов роста и прогнозов по России.

Затем, по данным руководителя компании Качко А.Д., было составлено описание компании.

Поскольку в данном курсовом проекте среди оцениваемых компании ООО «Игрек&К» единственная предоставила финансовую отчетность, только по ней был проведен

коэффициентный анализ. Он выявил текущее финансовое состояние фирмы, в сравнении с предыдущим периодом, а также дал возможность проанализировать динамику финансовых результатов ООО «Игрек&К».

Затем нами была построена модель дисконтированных денежных потоков. Valuemangement Group рассмотрела 3 возможных сценария развития событий в



зависимости от различных факторов. Но в результате предпочтение было отдано одному, по которому стоимость компании ООО «Игрек&К» мы оцениваем в 24094 млн.рублей.

Затем был проведен анализ факторов стоимости компании, в результате которого была определена реальная текущая стоимость компании, равная 19275,2 млн. руб.

После этого мы определили чувствительность стоимости компании к основным факторам (персонал, клиенты, управление рисками), из чего следует, что стоимость ООО «Игрек&К» наиболее чувствительна к фактору «персонал».

Также мы применили наш метод безрисковой продажи компании ООО «Игрек&К» в рассрочку, выводы и потоки платежей по которому представлены в таблице Excel.

#### **Рекомендации:**

Исходя из проведенной оценки и анализа компании, Valuemangement Group предлагает следующие рекомендации компании ООО «Игрек&К»:

- В деятельности компаний, оказывающих профессиональные услуги, первоочерёдные инвестиции – инвестиции в персонал. Поэтому в компании ООО «Игрек&К» для успешной деятельности необходима как переподготовка сотрудников, так и «покупка» и развитие (частично это уже применяется компанией).
- Так как в ИТ компаниях, наибольшее значение предаётся операционному риску, поэтому следует автоматизировать работу по защитным мерам при различных сбоях, сведя тем самым операционный риск к уровню, близкому к минимальному. Управлять рисками и совершенствоваться в этой области - это задача персонала компании. Поэтому факторы «Управление рисками» и «Персонал» должны совершенствоваться как менеджментом, так и самим персоналом ООО «Игрек&К».
- Для того, чтобы полностью избежать потерь, связанных с изменениями ситуации на рынке, следует *создать отдел по маркетингу*, образовав дополнительный источник затрат, и установить контакт с потенциальным источником финансирования для следующих целей:



1. покупка информации для опережения действий потенциальных конкурентов, в том числе используя системы мотивации, заранее ограничив возможный уход ключевых сотрудников.

2. контакты с финансовыми учреждениями позволят при необходимости сделать необходимые инвестиции для поддержания и расширения бизнеса.

- В компании нет системы интегрированного риск-менеджмента, а существует управление рисками на уровне подразделений, причём решения о комплексном управлении рисками решает руководство. Рекомендуем постепенно развивать такую систему.
- С целью управления операционными рисками в компании надо заранее составлять
  - сценарные планы развития,
  - моделировать и контролировать бизнес-процессы и их изменения в результате роста - (путем внедрения регламентов, должностных инструкций)
- Создание непосредственно отдела ИТ, разработка официальных правил и процедур использования компьютерной техники, регулярный анализ уязвимых мест.



## 2.2. Оценка стоимости компании

### «Креативный консультант»

#### 2.2.1. Анализ рынка консалтинговых и аудиторских услуг.

Минувший 2002 год войдет в историю как год разлучения аудиторов и консультантов. После скандала с энергетической компании Enron конгресс США принял закон Сарбанеса-Оксли. Конгрессмены запретили одной компании предоставлять своим клиентам одновременно аудиторские и консультационные услуги.

Аудиторам запретили проводить внутренний аудит у своих клиентов (система получения текущей финансовой информации для руководства) и одновременно проверять данную отчетность. Кроме того, появился запрет на совмещение организации бухгалтерского или налогового учета и проверки качества отчетности. То есть теперь аудиторам нельзя формировать отчетность, проверяя при этом качество собственной работы.

На практике компании "большой четверки" просто поделили в США своих клиентов на тех, кого они консультируют, и тех, для кого они выступают аудиторами годовых отчетов.

Спад на фондовом рынке США ударил и по другому бизнесу консультантов в сфере управления персоналом. Им пришлось отказаться от традиционной с середины 1990-х гг. идеи опционов, которую они постоянно рекомендовали в качестве рецепта по поощрению руководства и рядовых работников фирм и предприятий. Большинство акционеров крупных американских и европейских компаний считают, что стремление повысить стоимость акций любой ценой привело к тому, что топ-менеджеры хорошо заработали на опционных схемах, а рядовые акционеры ничего не получили. Под давлением акционеров некоторые менеджеры даже отказались от крупных компенсаций, которые они получили после увольнения. В частности, так поступил бывший президент концерна ABB. Сейчас, когда многие компании урезают свои штаты, прежние идеи по поводу опционов вообще не актуальны.



Согласно прогнозам в 2003 г. компании "большой четверки" сосредоточатся на поиске новых клиентов в традиционных сферах деятельности. Никто не планирует продвигать на рынок совершенно новые услуги или технологии. Этот год должен стать годом возврата доверия к аудиторам и консультантам, роль которых в бизнесе подверглась переосмыслению. Особую ставку международные аудиторы и консультанты делают на российский рынок. Это связано не только с экономическим ростом, но и с развитием российских компаний в самых различных отраслях, которые сливаются в холдинги и проводят реструктуризацию собственного бизнеса.

Компании "большой пятерки" начали работать в России еще в начале 1990-х гг., когда только возникали первые российские аудиторские и консалтинговые фирмы. Работа иностранных компаний была востребована не только российским бизнесом, но и государством. Со временем рынок был поделен между иностранцами и россиянами: сегодня "большая четверка" обслуживает компании-экспортеры и крупные российские фирмы, которые нанимают их для аудита отчетности, в то время как вопросы по налогообложению или реструктуризации местных предприятий решают местные аудиторы и консультанты. Кроме того, национальные компании обслуживают средний бизнес, который не интересует международные компании из-за низкой платежеспособности (российские компании берут за работу одного своего сотрудника 40-50 долл. в час, иностранные - 150-210). В свою очередь именитые консультанты и аудиторы пользуются предпочтением иностранных инвесторов, практически не обращающихся за помощью к российским компаниям.

Впрочем, до конца "равными" иностранным компаниям российские специалисты себя все-таки не считают. Прежде всего потому что "большая четверка" имеет большой опыт работы за рубежом и если речь идет о выходе компании на новые рынки или создании какого-то нового продукта или услуги, то здесь за плечами некоторых западных фирм более чем вековая история, в России же подобный бизнес развивается всего несколько лет. По словам руководителя "Топ-Аудита", иностранцы в России имеют сильные позиции в международном аудите, а так же при решении прикладных задач, когда клиент ставит узкую четкую



цель и просит найти способы ее достижения. Российские фирмы берут свое знание местной специфики - особенно если компания-клиент ведет бизнес в регионах - а также "работой на стыке", когда требуется экспертиза по юридическим, налоговым и организационным вопросам одновременно. "И западные компании активно нанимают российских консультантов, вкладывая средства в их дальнейшее развитие и обучение, открывая перед ними возможности участия в международных проектах. И это вполне оправданно, поскольку, если международные компании хотят успешно работать на российском рынке, им необходимо знание его специфики и особенностей, этим и обусловлено привлечение российских консультантов", - говорит Томас Штюмер, генеральный директор ООО BearingPoint (бывшая KPMG Consulting). Необходимость решать сложные вопросы привела к тому, что сегодня российские компании признаются равными иностранным в проведении реструктуризации бизнеса: "большая четверка" имеет богатый арсенал разных инструментов и опыт их внедрения, зато российские фирмы научились просчитывать экономические и юридические последствия таких сложных решений.

Российские компании обыгрывают конкурентов и тем, что более тщательно учитывают запросы клиента и готовы чаще предлагать нестандартные решения вопросов. "Нередко за рамки аудиторской "существенности" выходят проблемы, решение которых наиболее актуально для менеджеров самих компаний, и полезность услуги, оказываемой компаниями "большой четверки", не всегда соответствует их ожиданиям. Сервисная модель "большой четверки" в аудите не позволяет им полностью повернуться лицом к клиенту и сделать ставку на комплексное вскрытие проблем бизнеса. Наконец, существует еще один фактор, влияющий на выбор. Услуги компаний "большой четверки" наиболее эффективны для крупных корпораций и на стабильных западных рынках. Организация работы в "большой четверке" менее ориентирована на работу в условиях быстрого изменения бизнес-среды компании, развивающейся системы контроля, что характерно для большинства компаний, работающих в России", - говорит Александр Сироус, гендиректор ООО "Русаудит Дорнхоф, Евсеев и партнеры".

### **Основные тенденции развития в аудите и консалтинге.**



Отдельный сегмент бизнеса - это работа со средними компаниями, которым нужен аудит именно для проверки отчетности. Ежегодная проверка интересует эти компании, потому что вместе с заключением аудиторов они также получают рекомендации по корректировке своей отчетности. Фактически это бесплатная консультация от аудитора. "Иностранные аудиторы более регламентированы составом выполняемых работ и внутренними регламентами, которые опять же во многом обусловлены организацией бизнеса аудиторов. Между тем российские аудиторы в этом плане более гибки. В отчетах российских аудиторских компаний, как правило, более развернутая аналитическая часть, содержащая помимо замечаний еще и рекомендации по их устранению", - утверждает Александр Сироус, генеральный директор ООО "Русаудит Дорнхоф, Евсеев и партнеры". Кроме того, аудитор боится свою ответственность перед клиентами, в случае если у налоговых органов возникнут претензии к цифрам в отчете, клиент не пострадает, - это также привлекает середняков.

По итогам 2002 г., говорят аудиторы, выросла доля средних компаний с оборотом в 5-6 млн долл. Эти компании только начинают работать с аудиторскими фирмами. По-прежнему значительный объем работы компании выполняют для крупных клиентов. Они предъявляют спрос на специальный аудит внутренних подразделений и новоприобретенных бизнесов. Кроме того, крупные компании активно занимают средства внутри России и на внешних рынках, что дает работу и российским аудиторам.

### **Основные тенденции, оказывающие влияние на аудиторскую деятельность:**

Приток клиентов, которым необходим международный аудит и помощь в переходе на МСФО. Повышение требования правительства к отчетности банков, а затем и предприятий гарантирует рост спроса на эти услуги.



Ежегодные изменения в налоговом законодательстве также прибавят работы российским консультантам и аудиторам.

По-прежнему будет расти спрос государства на услуги аудиторов. Помимо ГУП аудиторов предполагается привлекать для независимой оценки финансового положения такие секторы, как спорт. "Сейчас государство занимается развитием спортивной отрасли. Логично начинать с анализа эффективности расходования средств, идущих на развитие спорта. По крайней мере, некоторые частные владельцы футбольных клубов уже привлекают аудиторов для анализа их работы", - говорит Елена Лоссь из "Топ-Аудита". То, что аудит спортивных команд уже востребован, РБК подтвердили и в "Росэкспертизе".

Аудиторы также считают, что популярной останется услуга специального аудита. Многие компании готовятся к реструктуризации или внутренней перестройке, а также покупке новых предприятий. Любой операции предшествует подробное исследование текущего состояния дел. "Перед покупкой предприятия компании хотят провести due diligence (осмотрительность), чтобы выяснить, стоит ли его покупать, есть ли кредиторы, как предприятие вписывается в структуру холдинга или промышленной группы. Кто-то приобрел предприятия ранее и теперь смотрит, как вписать их в свою структуру", - объясняет логику компаний Валерия Полякова, директор департамента финансового и управленческого консультирования ФБК.

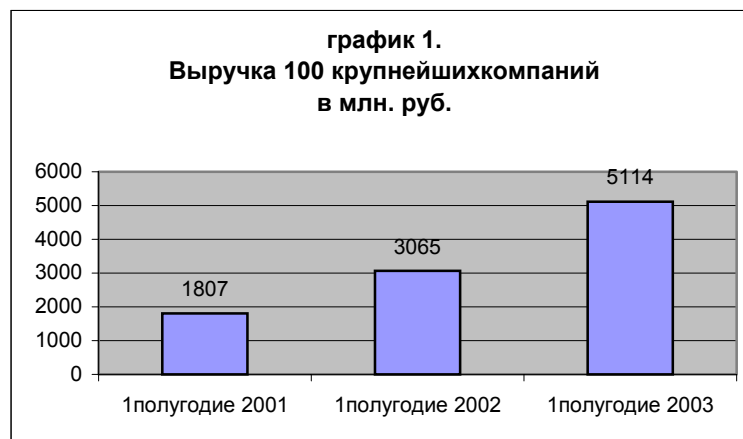
Кроме того, готовятся и новые услуги, такие как экологический аудит. Сейчас Министерство природных ресурсов вырабатывает новые критерии оценки использования месторождений сырьевыми компаниями. В будущем новые методики будут использоваться для оценки эффективности использования месторождений. В то же время аудиторы уже сегодня предлагают оценить эффективность разработки месторождений и ущерб, наносимый окружающей среде. Компаниям это выгодно не только для того, чтобы избежать штрафов и санкций Минприроды, но и для обоснования льгот или проверки экономического эффекта от их использования.

### **Консалтинг.**



Три года подряд консалтинговый бизнес сохраняет рекордные темпы роста. Объем выручки ста крупнейших консультационных компаний за первые шесть месяцев 2003 года достиг 5,1 млрд. рублей, а ее прирост по отношению к аналогичному периоду прошлого года составил 67% (см. график 1.). Причиной такого роста стали человеческие ресурсы, тогда как в 2001г. этой причиной явился спрос на комплексные услуги, в 2002г. – постепенный переход к поэтапным технологиям и индивидуальному проектированию бизнеса.

Объем выручки за последние три года вырос в восемь раз – только за последний год на 188%.



Услуги по консультированию делятся на те, которые предоставляются крупными компаниями, и те, что пользуются спросом у среднего бизнеса. В первом случае это весь спектр возможных услуг от стратегического консультирования до налогового планирования и сделок по слиянию и поглощению. Причем консалтинг востребован не только частными компаниями, но предприятиями ВПК. Во втором случае тенденцией минувшего года стал аутсорсинг - средние предприниматели предпочитали передавать ведение бухгалтерского и налогового учета в специализированные компании. Другие услуги средний бизнес не интересовали, потому что-либо не нужны ему, либо не по карману.

В 2002 г. заметно выросла роль налогового консультирования. Изменения в Налоговом кодексе, когда вступила в силу 25 глава налогового кодекса, где



говорится о налоговом учете, создала услугу "постановка налогового учета". Таким образом, появился налоговый учет, который теперь надо вести параллельно бухгалтерскому учету, однако как его надо вести никто не прописал.

### **Основные направления в консалтинге:**

Прежде всего, это постановка международной отчетности в российских компаниях и банках. Уже с 2004 г. кредитные организации должны сдавать отчетность по международным правилам. Причем по сложившейся практике лучше иметь отчетность сразу за несколько лет, то есть вместо 2004 г. начать переход на МСФО уже сегодня. Однако таким образом поступили только банки первой сотни и крупнейшие компании, работающие на внешних рынках либо имеющие иностранных акционеров или разместившие свои акции на бирже за рубежом. Остальные компании и банки только начинают работу в этом направлении. На руку иностранцам сыграла и неопределенность с тем, какое ведомство должно готовить стандарты для банков (они будут первыми, кто начнет регулярно публиковать отчетность по МСФО) и определить точные требования к международным правилам. Сначала эту работу вел Центральный Банк РФ, но в 2002 г. ему запретили заниматься данной проблемой и передали его полномочия Министерству финансов, которое приступило к выработке требований по стандарту отчетности только в январе 2003 г. Таким образом, только иностранные аудиторы могут дать стопроцентную гарантию качественного аудита по МСФО. Конкуренты же из числа российских фирм должны ждать, пока Минфин окончательно определится с требованиями для национальных специалистов.

На рынке других услуг, например налогового планирования, международные и российские компании конкурируют на равных. Понимая, что россияне не переиграть в знании налоговой специфики или в сфере бухучета, иностранные консультанты порой предлагают совсем неожиданные услуги. Так, Deloitte&Touche оказывает услуги "финансовых расследований". По сути, это сбор информации о контрагентах своих клиентов или о состоянии предприятий и их владельцев, которые их продают. Кроме того, компания готова обезопасить клиента от работы с "грязными деньгами". Такой сервис обычно предлагают



российские компании, но в России его начали осваивать и в "большой четверке". Причем, ссылаясь на международный опыт, Deloitte&Touche готова браться и за расследования на внешних рынках, когда ее клиенты стали жертвами зарубежных мошенников или не уверены в партнерах за рубежом.

По прогнозам в 2003 г. международные консультанты будут активно работать по внедрению МСФО и по консультированию в сфере IPO. Эти услуги очень часто предоставляются вместе, потому что компании готовы занимать средства на внешнем и внутреннем рынке через выпуск акций и нуждаются в международном аудите для займов за рубежом. "Узнаваемость нашей марки и брендов наших российских коллег пока несопоставимы. Не секрет, что крупные российские компании и представительства иностранных компаний предпочитают работать с компаниями соответствующего им уровня, например Accenture, BearingPoint (formerly KPMG Consulting), IBM Global Services и т.д. Российские компании среднего уровня уверенно работают в основном внутри страны, они редко выходят на внешние рынки и обращаются к консультантам с именем эпизодически", - считает Томас Штюмер, генеральный директор BearingPoint. Ведущие российские компании могли бы консультировать своих клиентов по этим вопросам не хуже иностранцев, однако торговая марка фирм "большой четверки" пока пользуется большим признанием за рубежом. Данная ситуация изменится только через несколько лет, когда российские аудиторы начнут проверять отчетность российских предприятий по международным стандартам (первыми будут коммерческие банки), а отечественные компании будут в обязательном порядке вести бухгалтер по общепринятым стандартам.

## 2.2.2. Описание компаний

### Компания «Креативный консультант»

Молодая, здоровая компания, темпы роста которой составили за 2002г. -2003 г.– 339%. Стратегическая задача – попасть в 20 крупнейших консалтинговых компаний.

Данная компания занимается предоставлением следующих услуг: в области аудита; ведение и постановка системы бухгалтерского учета; постановка



управленческого учета; установка и обслуживание программного обеспечения; консультирование в области управления кредиторской и дебиторской задолженностью; в области привлечения ресурсов; разработка дизайна и коммерческих web страниц и т.д.

Особенность данной компании состоит в том, что корпоративное управление в ней осуществляется по средствам т.н. «сетевого партнерства», т.е. партнеры получают доход не с общей выручки, а в соответствии с долей каждого партнера в конкретном подразделении компании. На данном этапе развития компании данная структура, на наш взгляд – оптимальна, т.к. больше мотивирует отдельного партнера, нежели схема обычного партнерства, когда каждый партнер получает доход с общей выручки компании. Но, к сожалению, в данной схеме работы кроется один важный недостаток – при увеличении компании будут увеличиваться внутренние конфликты между партнерами. Поэтому в будущем данная компания собирается переходить на «единую акцию» (головная компания будет иметь статус некоммерческой организации)

Данная компания постоянно ищет новые незанятые рыночные ниши и открывает новые или использует существующие подразделения для оказания новых услуг. Кроме того, в компании серьезно следят за мотивацией сотрудников.

Ниже приведена схема организации работы компании «Креативный консультант»

Оценка данной компании будет происходить следующим образом:

- На основе оптимистического сценария компания будет оценена с помощью DCF, что на наш взгляд будет являться «идеальным» состоянием развития компании в будущем.
- Затем на основе факторного анализа будет определена стоимость компании, которая отражает ее объективную стоимость на сегодняшний момент.
- Оценка компании по методу минимизации рисков, при продаже компании в рассрочку.



## НЕКОММЕРЧЕСКАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ

сетевое

партнерство

### ООО «КРЕАТИВНЫЙ КОНСУЛЬТАНТ»

- стратегия развития;
- взаимодействие с клиентами;
- разработка новых продуктов;
- решение ключевых вопросов

### ООО «ИТ - КК»

- построение сетей ;
- интернет-магазины;
- дизайн;
- все, что не связано с бухгалтерией

### ООО «АУДИТ - КК»

- сезонный аудит
- аккордные работы
- подбор персонала
- оперативное управление

### ООО «АПГ АУДИТ»

- аудит

### ООО «ИС- КК»

- ИТ решения в области бухгалтерии

### ООО «RCM - КК»

- дебиторская задолженность
- кредиторская задолженность
- работа с кредитными учреждениями
- консультация в области привлечения ресурсов

### ООО «ФАКТОРИНГ - КК»

Факторинговые услуги (от 10000 руб.)

### ООО «ЛИЗИНГ - КК»

Лизинговые услуги



### 2.2.3. Структурные Бизнес Единицы.

По нашей методологии для применения метода дисконтированных денежных потоков в компании нужно выделить бизнес - единицы.

В компании «Креативный консультант» можно выделить пять отдельных бизнес – единиц.

1- Аудиторские бухгалтерские, и консультационные услуги.

2- Оказание услуг по IT – консультированию.

3 – Услуги по разработке и обслуживанию систем корпоративной информатизации.

4- Риск-кредит менеджмент.

5 – Дизайн и маркетинговые технологии.

К сожалению, компания не предоставила необходимую информацию в полном объеме по каждой бизнес единице, поэтому дальнейшей анализ компании будет проводиться в целом по компании. Это вполне возможно, так как мы имеем информацию о денежных потоках в целом, по всему бизнесу. А так же руководство компании воспринимает бизнес не как отдельные бизнес единицы, а управляет компанией в целом. Поэтому при оценке будем формировать единые свободные денежные потоки для компании в целом.



## 2.2.4. Оценка стоимости бизнеса «Креативный консультант» методом дисконтированного потока денежных средств.

Отчет о денежных потоках за 2002-2003 год находится в приложении № 2.2.4.

Таблица 1.

Прибыль за 2002 год Поквартально	1-ый квартал	2-ой квартал	3-ий квартал	4-ый квартал	Итого
	<b>-1642,09</b>	<b>19361</b>	<b>74359,9</b>	<b>62380,13</b>	<b>154459,3</b>

Таблица 2.

Прибыль за 2003 год Поквартально	1-ый квартал	2-ой квартал	3-ий квартал	4-ый квартал	Итого
	<b>67932,37</b>	<b>126759,34</b>	<b>120043</b>	<b>55847- только октябрь</b>	<b>370581,7</b>

**Темп роста прибыли за квартал = Прибыль последующего квартала / Прибыль предыдущего квартала**

Таблица 3.

Темп роста за 2002 год Поквартально	1-ый квартал	2-ой квартал	3-ий квартал	4-ый квартал
	<b>-----</b>	<b>11,79</b>	<b>3,84</b>	<b>0,83</b>

Таблица 4.



Темп роста за 2003 год Поквартально	1-ый квартал	2-ой квартал	3-ий квартал	4-ый квартал
	<b>1,08</b>	<b>1,86</b>	<b>0,94</b>	-----

Найдем средней темп роста за 2 года.

Средний темп роста = Сумма темпов роста / количество периодов (квартал)

Ср. Тр =  $(11,79 + 3,84 + 0,83 + 1,08 + 1,86 + 0,94) / 6 = 3,39$  или 339 %

Среднерыночный темп роста за последний год равен 67 %.

Для расчета стоимости компании методом DCF:

Возьмем временной горизонт **3 года**. На более длительный период сделать достоверный прогноз достаточно сложно, так как компания существует на рынке всего 2 года и на данном этапе имеет ярко выраженный растущей тренд, с таким высоким темпом роста сложно сделать долгосрочный прогноз.

На сегодняшний момент темп роста компании за 2 года составляет 339 %, а среднерыночный рост ( по оценки «эксперт») составляет 67%., изменение прибыли за 2 года колеблется в пределах от 83% до 1179%. Такой бурный рост объясняется тем, что компания динамично развивается и находится на стадии роста (своего жизненного цикла), а так же ведет разработку новых продуктов, которое вскоре выпустит на рынок, тем самым привлечет еще большей операционный поток. На основе этого прогнозируем рост стоимости компании.

В своем **основном** сценарии мы будем рассматривать средней рост, в размере 67 % в год (предположим, что компания будет расти по рынку). В **оптимистическом** сценарии возьмем темп роста - 100 % в год. В **пессимистическом** сценарии возьмем темп роста – 30 % в год.

В качестве ставки дисконта мы принимаем **29%**. Это банковская ставка по потребительским кредитам. В этой цифре банком закладывается максимально возможное количество рисков (при выдаче такого кредита банк не требует никаких



документов кроме паспорта, т.е. предполагается возможность даже невозврата кредита – кредитный риск). Бизнес оцениваемой компании является рисковым, организация небольшая, корпоративный риск-менеджмент отсутствует. Поэтому выбор данной ставки мы считаем обоснованным.

Стоимость бизнеса определим как дисконтированную стоимость свободных потоков денежных средств (FCF) в пределах временного горизонта (3 года) плюс дисконтированная стоимость бизнеса, прогнозируемая на конец периода оценки:

**1- По основному сценарию, при ставке – 67%:**

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{PV_4}{(1+r)^3}$$

Таблица 5

Годы	2004	2005	2006
FCF, тыс.руб.	479,745.3	481,446.2	374,657.58

Стоимость компании по завершении прогнозного периода:

$$PV_4 = \frac{FCF_4}{(r - g)}$$

$g$  – ожидаемые темпы роста денежного потока в бессрочной перспективе.

Прогнозируемые темпы роста компании «Креативный консультант» **20%**  
(методом экспертной оценки).

Таким образом, стоимость компании по завершении прогнозного периода:

3

$$PV = DCF_3 * 1,2 / (1+r)$$

$$PV = 2,327,788.6$$



$$DCF = FCF_1 + FCF_2 + FCF_3 + PV$$

$$DCF = 3,663,637.7$$

**2- По оптимистическому сценарию, при ставке – 100%:**

а. Временной горизонт – 3 года

б. Ставка дисконта – 29%

в. Но, рассмотрим случай, когда темп роста компании будет равен 100% в прогнозный период, и 20% - в постпрогнозный.

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{PV_4}{(1+r)^3}$$

Таблица 6

Годы	2004	2005	2006
FCF, тыс.руб.	574,545.27	690,517.72	643,539.35

Стоимость компании по завершении прогнозного периода:

$$PV_4 = \frac{FCF_4}{(r - g)}$$

Таким образом, стоимость компании по завершении прогнозного периода:

3

$$PV = DCF_3 * 1,2 / (1+r)$$

$$PV = 3,972,465.12$$

$$DCF = FCF_1 + FCF_2 + FCF_3 + PV$$

$$DCF = 5,881,067.46$$

**3- По пессимистическому сценарию, при ставке – 30%:**



а. Временной горизонт остается тот же, **3 года**

б. Ставка дисконта **29%**

в. Но предположим более пессимистическое развитие событий, то есть темп роста компании в течение 3-х лет **30%**, а по окончании периода (для продленной стоимости – **20%**).

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{PV_4}{(1+r)^3}$$

Таблица 7

Годы	2004	2005	2006
FCF, тыс.руб.	373,454.42	291,743.73	176,731.99

Стоимость компании по завершении прогнозного периода:

$$PV_4 = \frac{FCF_4}{(r - g)}$$

Таким образом, стоимость компании по завершении прогнозного периода:

3

$$PV = DCF_3 * 1,2 / (1+r)$$

$$PV = 1,098,055.25$$

$$DCF = FCF_1 + FCF_2 + FCF_3 + PV$$

$$DCF = 1,939,985.39$$

Сведем полученные данные по модели DCF в итоговую таблицу.8.

Таблица 8

Сценарий	Временной горизонт, лет	Ставка дисконта, %	Темп роста компании, %	Темп роста компании в постпрогнозный период, %	Стоимость бизнеса, млн. руб.



Пессимистический	3	29	30	20	1939985,39
<b>Основной</b>	<b>3</b>	<b>29</b>	<b>67</b>	<b>20</b>	<b>3663637,7</b>
Оптимистический	3	29	100	20	5881067,46

В зависимости от прогнозного сценария стоимость компании будет варьироваться от 1,939,985.39 до 5,881,067.46.

Для дальнейшего рассмотрения и оценки выберем **основной сценарий** развития событий, поскольку нам он представляется наиболее вероятный.

Следовательно, далее будем использовать стоимость компании ООО «Креативный консультант» равную 3663637,7 млн. руб.

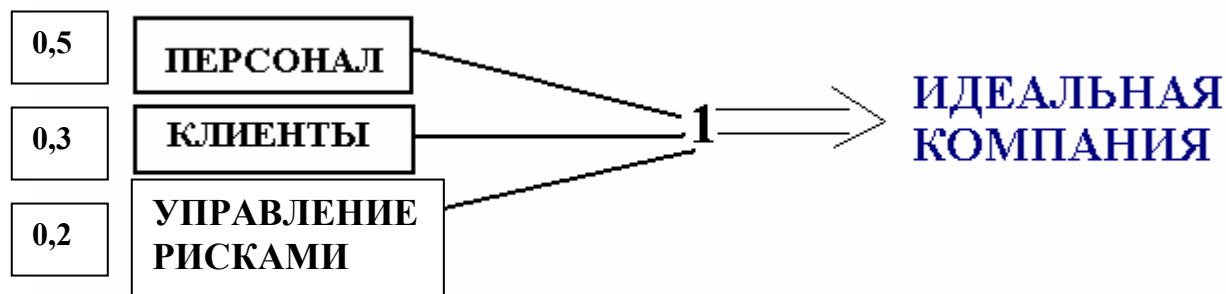
**Вывод:**

Основные исходные предположения, использованные для построения модели DCF, были сделаны на основании исторических данных, прогнозов руководства, интервью с менеджментом «Креативный консультант» и наших собственных прогнозов относительно основных тенденций развития рынка. Насколько это представлялось возможным, мы подтвердили и проверили все основные исходные данные, представленные менеджментом. Однако результаты, полученные на основе модели DCF, все равно сильно зависят от предположений относительно темпов роста и ставки дисконтирования. Эти показатели могут колебаться из-за различных факторов, воздействующих на компанию (экономических, политических, сезонных). Мы попытались использовать консервативный подход к оценке темпов роста и затрат, и дополнительно приводим результаты анализа чувствительности к основным факторам стоимости компании

### **2.2.5. Анализ факторов стоимости.**

*Фактор стоимости* — это просто любая переменная, влияющая на стоимость компании. Однако, чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, определить, какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость, и возложить ответственность за этот параметр на конкретных людей, участвующих в достижении целей организации.





Если рассматривать идеальную компанию в качестве примера, а именно ту, которая по результатам деятельности соответствует различным нормативам, то сумма долей всех факторов, определяющих её стоимость будет равна единице. Как правило, когда речь идёт про консалтинговую компанию или про компании, оказывающие профессиональные услуги, то основная ценность для компании это квалифицированный персонал. Наша компания наиболее чувствительна к этому фактору, поэтому он имеет наибольший вес.

#### Фактор - управление рисками.

Если правильно построить бизнес и постоянно совершенствовать бизнес-процессы, то риски в компании можно свести к минимуму. В консалтинговых компаниях наибольшее значение предаётся операционному риску, поэтому следует автоматизировать работу по защитным мерам при различных сбоях, сведя тем самым операционный риск к уровню, близкому к минимальному.

В ходе анализа компании «Креативный консультант», членами команды **Valuemanagement Group**, были выявлены следующие наиболее существенные риски:

№	Вид риска	Возможный ущерб (+10;-10)	Вероятность возникновения (основываясь на экспертной оценке в виду отсутствия статистики)
1	Операционные риски: 1) ошибка персонала; 2) технологические	-5	0,5
2	Кредитные риски: риск невыполнения обязательств контрагентом	-4	0,1
3	Риски концентрации традиционных ресурсов	-5	0,2
4	Рыночные риски: ценовой	-3	0,5



5	Риски ликвидности	-1	0,3
---	-------------------	----	-----

Существующая обстановка в компании.

- Операционные риски страхуются в страховой компании.
- Имеются определенные рычаги воздействия на данную компанию. Так как есть доступ к «инсайду» контрагента.
- Риски концентрации традиционных ресурсов отсутствуют – нет крупных клиентов, т.е. нет клиентов, которые занимают существенную долю в клиентской базе организации.

В ближайшие несколько лет, данный риск не будет являться существенным в целом для отрасли консалтинга и аудита, поскольку спрос на такие услуги будет оставаться очень высоким. Однако существует риск изменения цены продуктов IT-технологий (1-С), которые используются как основа конечной продукции компании «Креативный консультант».

**Выводы.** Анализ компании показал, что основным риском компании является операционный. Управление данным риском в компании осуществляется посредством страхования ответственности перед контрагентами. Также ведется активная работа с персоналом – мотивация как материальная, так и нематериальная, что в свою очередь снижает риск возникновения ошибок при осуществлении конкретных работ.

Некоторые трудности, с которыми компания столкнется в будущем:

В настоящее время компания больше ассоциируется с владельцем компании, т.е. на первом месте стоит человек, а затем торговая марка. На лицо риск «персонификации», который с ростом компании вызовет определенные сложности.

Рекомендации по управлению данным риском:

- унификация стандартных услуг;
- постепенное отдаление от работы с клиентами (имеется в виду руководитель, т.к. он общается с клиентами).



В настоящее время организационная структура компании представляет собой так называемое «сетевое» партнерство (ситуация описанная выше).

Однако в будущем компания собирается переходить на «единую» акцию. К сожалению, решение этого вопроса не имеет однозначного ответа и уже сейчас следует задуматься каким образом будет осуществляться этот переход, чтобы удовлетворить все стороны.

### **Фактор – Клиенты.**

Клиенты в консалтинговых компаниях играют важную роль. На примере нашей компании мы можем сказать следующее, что все 5 основных стадий в управление отношений с клиентами хорошо проработаны (5 стадий, см. методологию по клиентам.)

- с каждым клиентом работают индивидуально, учитывая все особенности бизнеса и характера.
- компания работает без предоплаты и детально исследует все процессы, происходящие в фирме заказчика.
- начиная работать в одном направлении компания оказывает дополнительные услуги с учетом потребности клиента.
- клиенты, пришедшие некоторое время назад, которые заказывали только аудит для своей компании сейчас используют более широкий перечень услуг, а это значит, что клиент сверхудовлетворен и желает работать с этой компанией в будущем.

**Рекомендации по работе с клиентами:** желательно, чтобы компания организованно и методично проводила опросы клиентов, посещала отраслевые собрания вместе со своими клиентами и слушала, а не говорила или продавала свои продукты. Так же необходимо наладить работу с новыми клиентами : проведение различных семинаров, написание статей, издание информационных бюллетеней и публичные выступления, что, естественно подразумевает наличие массового потребителя информации.

Но в целом, по нашей оценки, работа с клиентами поставлена на высоком уровне.



**Фактор – персонал.**

Это важнейшей фактор в бизнесе компании «Креативный консультант».

- В этой компании высокая степень мотивации сотрудников, как материальные, так и нематериальные.
- Руководство компании держит уровень заработной платы выше уровня рынка.
- Поощряется и оплачивается профессиональное развитие сотрудников.
- Персонал увеличивает свой актив знаний, за счет работы в различных отраслях (в зависимости от бизнеса клиента).
- Внутренняя среда компании достаточно дружелюбная, поэтому персонал комфортно чувствует себя внутри этой оболочки.
- Каждый в компании может проявить свои способности и тем самым продвинуться по карьерной лестнице.
- Руководство компании проявляет интерес к мнению персонала.

**Рекомендации:**

- Создание более благоприятных условий работы внутри оболочки компании (просторный офис, светлое помещение...).
- Обеспечение непрерывного профессионального роста сотрудников.
- Возможно, предоставление «страховых и социальных пакетов».



значит, что клиент сверхудовлетворен и желает работать с этой компанией в будущем.

**Рекомендации по работе с клиентами:** желательно, чтобы компания организованно и методично проводила опросы клиентов, посещала отраслевые собрания вместе со своими клиентами и слушала, а не говорила или продавала свои продукты. Так же необходимо наладить работу с новыми клиентами : проведение различных семинаров, написание статей, издание информационных бюллетеней и публичные выступления, что, естественно подразумевает наличие массового потребителя информации.

Но в целом, по нашей оценки, работа с клиентами поставлена на высоком уровне.

#### **Фактор – персонал.**

Это важнейшей фактор в бизнесе компании «Креативный консультант».

- В этой компании высокая степень мотивации сотрудников, как материальные, так и нематериальные.
- Руководство компании держит уровень заработной платы выше уровня рынка.
- Поощряется и оплачивается профессиональное развитие сотрудников.
- Персонал увеличивает свой актив знаний, за счет работы в различных отраслях (в зависимости от бизнеса клиента).
- Внутренняя среда компании достаточно дружелюбная, поэтому персонал комфортно чувствует себя внутри этой оболочки.
- Каждый в компании может проявить свои способности и тем самым продвинуться по карьерной лестнице.
- Руководство компании проявляет интерес к мнению персонала.

#### **Рекомендации:**

- Создание более благоприятных условий работы внутри оболочки компании (просторный офис, светлое помещение...).
- Обеспечение непрерывного профессионального роста сотрудников.
- Возможно, предоставление «страховых и социальных пакетов».



Факторам мы присвоили веса, исходя из ответов на вопросы, которые мы задавали руководителям компаний.



$$K = 0,25 + 0,4 + 0,15 = 0,8$$

На рисунке показан вес каждого фактора в комплексе факторов, влияющих на компанию.

Если оборот компании варьируется из года в год, то это и отражается на стоимости компании. Но в компаниях, оказывающих профессиональные услуги, эта разница не будет отражаться на стоимости.

Таким образом, анализ факторов стоимости компании «Креативный консультант» выявил, что текущая стоимость компании составляет 80% от PV (т.е.  $K=0,8$ ). Следовательно, стоимость компании в текущий момент времени (на конец 2003 года) равна:

$$PV * 0,8 = 3663637,7 * 0,8 = 2930910.16 \$$$



## 2.2.6. Анализ чувствительности.

Рассчитаем чувствительность стоимости компании к основным факторам: персоналу, управлению рисками, клиентам.

Как мы выявили ранее, факторы стоимости для компании в настоящее время имеют следующие веса:

Факторы	Персонал	Риски	Клиенты
Вес	0,4	0,15	0,25
% от стоимости компании, \$,	40% PV = $0.4 * 3663637,7$ =1465455,08	15% PV = $0.15 * 3663637,7 =$ 549545,655	25% PV = $0.25 * 3663637,7$ =915909,425
Итого \$	<b>2930910,155</b>		

Рассчитаем чувствительность стоимости компании к каждому из факторов.

4. **Персонал.** Предположим, что в компании «Креативный консультант» улучшится мотивация персонала. Тогда вес в общей стоимости компании данного фактора повысится. Изменим (увеличим) его на 1% и рассчитаем чувствительность.

Повышение на 1%  $1465455,08 * 1,01 = 1480109,6308$

Тогда стоимость компании станет = 2945564,7058

или  $(2945564,7058 - 2930910,155) / 2930910,155 * 100\% = 0,5\%$

5. **Риски.** Рассмотрим ситуацию, когда «Креативный консультант» введет систему управления рисками и, следовательно, снизит их негативное влияние. Увеличим значение для рисков в стоимости компании на 1%, и посмотрим, как при этом изменится стоимость компании:

Повышение на 1%  $549545,65 * 1,01 = 555041,1065$

Тогда стоимость компании станет = 2936405,6115

или  $(2936405,6115 - 2930910,155) / 2930910,155 * 100\% = 0,18\%$



**Клиенты.** В случае, если клиенты для компании приобретут большее значение, например, на рынке услуг сложится такая ситуация, когда будут бороться за каждого клиента, тогда:

Повышение на 1%  $915909,425 * 1.01 = 925068,52$

Тогда стоимость компании станет = 2940069,25

или  $(2940069,25 - 2930910,155) / 2930910,155 * 100\% = 0,31\%$

Факторы	Персонал	Риски	Клиенты
Чувствительность Стоимости компании «Креативный консультант» , %	0,5	0,18	0,31

### 2.2.7. Продажа компании «Креативный консультант» в рассрочку методом минимизации риска



## Кафедра «Управления финансовыми рисками»

### СЧИТАЕМ НА ПЯТЬ ЛЕТ

Исходные данные (изменять, только выделенные бирюзовым)

Ставка реинвестирования

7%

Стоимость компании

3663638

Фонд поощрения ключевых сотрудников

15%

Темп роста

67%

Период	0	1	2	3	4	5
Прогнозный исходный показатель (прибыль)	370581	618870,3	1033513	1725967	2882365	4813550
Темп роста	167%	167%	167%	167%	167%	167%
Прогнозный показатель (прибыль)	370581	618870,3	1033513	1725967	2882365	4813550

### Вариант 1 (компания работает по прогнозным показателям)

<b>Инвестор</b>	<b>-837161</b>	<b>-717003</b>	<b>-389760</b>	<b>1140065</b>	<b>2882365</b>	<b>4813550</b>	<b>6892057</b>
приход	78748,46	263019,9	658864,8	2262094	2882365	4813550	
расход	-915910	-980023	1048625	1122029	0	0	
<b>Акционер (продавец)</b>	<b>915909,5</b>	<b>980023,2</b>	<b>1048625</b>	<b>1411439</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4355997</b>
приход	915909,5	980023,2	1048625	1411439	0	0	
расход	0	0	0	0	0	0	
Страховой депозит	236245,4	263019,9	219621,6	0	0	0	
Фонд поощрения ключевых сотрудников	55587,15	92830,54	155027	258895,1	432354,8	722032,5	
<b>Менеджеры (ключевой персонал) премия за текущий год 5% за предыдущий 10%</b>		<b>19826,08</b>	<b>75537,38</b>	<b>126147,4</b>	<b>189649,7</b>	<b>316715</b>	<b>727875,6</b>

### Вариант (дефолт после первого года)

<b>Инвестор</b>	<b>-837161</b>	<b>-717003</b>	<b>693240,8</b>	<b>0</b>	<b>-860924</b>		
приход	78748,46	263019,9	693240,8	0			
расход	-915910	-980023	0	0			
<b>Акционер (продавец)</b>	<b>915909,5</b>	<b>980023,2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1895933</b>		
Приход	915909,5	980023,2	0	0			
Расход	0	0	0	0			
Страховой депозит	236245,4	263019,9	0	0			
Фонд поощрения ключевых сотрудников	55587,15	92830,54	0	0			



Кафедра «Управления финансовыми рисками»

Менеджеры (ключевой персонал) премия за текущий год 5% за предыдущий 10%		33109,56	0	0	<b>33109,56</b>
<b>Вариант (дефолт после второго года)</b>					
Инвестор	<b>-837161</b>	-717003	-389760	1051419	<b>-892506</b>
Приход	78748,46	263019,9	658864,8	1051419	
Расход	-915910	-980023	1048625	0	
Акционер (продавец)	915909,5	980023,2	1048625	0	<b>2944557</b>
Приход	915909,5	980023,2	1048625	0	
Расход	0	0	0	0	
Страховой депозит	236245,4	263019,9	219621,6	0	
Фонд поощрения ключевых сотрудников	55587,15	92830,54	155027	0	
Менеджеры (ключевой персонал) премия за текущий год 5% за предыдущий 10%		19826,08	73371,33		<b>93197,42</b>

**бывший акционер (продавец) при исполнении опциона получает всю сумму гарантийного депозита нулевого периода**

**страховку и компенсационный фонд отдаем в случае банкротства инвестору**

В данной модели мы взяли: Ставка реинвестирования – 7 %, равную, ставке по депозиту в валюте.

Стоимость компании – 3633637,7 \$ и темп роста – 67%, мы взяли из основного сценария расчета стоимости компании по методу DCF.

Исходный показатель прибыли – 370581,7, прибыль за 2003 год..

В случае, если дефолта не произойдет и компания будет работать по прогнозным показателям, то инвестор и акционер получают прибыль в соответствии с полученными результатами по методологии.

Если же дефолт произойдет, то модель работать не будет, а инвестор понесет убытки, но эти убытки будут меньше, чем, если бы инвестор заключил договор на покупку в рассрочку, с этими же условиями, но не по нашей методологии. Продавец же в любом случае получает прибыль от сделки.



*Кафедра «Управления финансовыми рисками»*

---

Модель может работать, если увеличить период рассрочки или управлять темпом роста.



### 2.2.8. Выводы.

Компания «Креативный консультант» была оценена по методу DFC, а также, был проведен сценарный анализ, анализ чувствительности компании к факторам, оценка компании с помощью опциона и применение методологии минимизации риска при продаже компании.

Для расчета DCF нам было необходимо найти средней темп роста компании, который равен 339 %. Мы посчитали 3 сценария:

- основной
- пессимистический
- оптимистический

Таблица 8

Сценарий	Временной горизонт, лет	Ставка дисконта, %	Темп роста компании, %	Темп роста компании в постпрогнозный период, %	Стоимость бизнеса, млн. руб.
Пессимистический	3	29	30	20	1939985,39
<b>Основной</b>	<b>3</b>	<b>29</b>	<b>67</b>	<b>20</b>	<b>3663637,7</b>
Оптимистический	3	29	100	20	5881067,46

В зависимости от темпов роста компании в каждом сценарии меняется стоимость бизнеса.

По итогам анализа факторов стоимости мы выделили 3 главных фактора, определяющих стоимость нашей компании:

- персонал
- клиенты
- управление рисками

По методологии мы решили, что в идеальном состоянии вес этих факторов должен быть равен 1.

Но проанализировав факторы в нашей компании у нас получился коэффициент 0,8.

$$K = 0,25 + 0,4 + 0,15 = 0,8$$

Соответственно, стоимость компании изменилась:

$$PV * 0,8 = 3663637,7 * 0,8 = 2930910.16 \$$$

**Мы дали следующие рекомендации:**



- **Управление рисками.** Анализ компании показал, что основным риском компании является операционный. Управление данным риском в компании осуществляется посредством страхования ответственности перед контрагентами. Также ведется активная работа с персоналом – мотивация как материальная, так и нематериальная, что в свою очередь снижает риск возникновения ошибок при осуществлении конкретных работ.

Некоторые трудности, с которыми компания столкнется в будущем:

В настоящее время компания больше ассоциируется с владельцем компании, т.е. на первом месте стоит человек, а затем торговая марка. На лицо риск «персонификации», который с ростом компании вызовет определенные сложности.

Рекомендации по управлению данным риском:

- унификация стандартных услуг;
- постепенное отдаление от работы с клиентами (имеется в виду руководитель, т.к. он общается с клиентами).
- **Рекомендации по работе с клиентами:** желательно, чтобы компания организованно и методично проводила опросы клиентов, посещала отраслевые собрания вместе со своими клиентами и слушала, а не говорила или продавала свои продукты. Так же необходимо наладить работу с новыми клиентами : проведение различных семинаров, написание статей, издание информационных бюллетеней и публичные выступления, что, естественно подразумевает наличие массового потребителя информации. Но в целом, по нашей оценки, работа с клиентами поставлена на высоком уровне.
- **Рекомендации по фактору - персонал:** Создание более благоприятных условий работы внутри оболочки компании (просторный офис, светлое помещение...).
- Обеспечение непрерывного профессионального роста сотрудников.
- Возможно, предоставление «страховых и социальных пакетов».

Так же нами был проведен анализ чувствительности вышеописанных факторов:

Факторы	Персонал	Риски	Клиенты
Вес	0,4	0,15	0,25



<b>% от стоимости компании, \$,</b>	40% PV = $0.4 * 3663637,7$ =1465455,08	15% PV = $0.15 * 3663637,7 =$ 549545,655	25% PV = $0.25 * 3663637,7$ =915909,425
<b>Итого \$</b>	<b>2930910,155</b>		

<b>Факторы</b>	<b>Персонал</b>	<b>Риски</b>	<b>Клиенты</b>
Чувствительность Стоимости компании «Креативный консультант» , %	0,5	0,18	0,31

Наиболее важным и чувствительным фактором является персонал. Рекомендации по управлению фактором персонал были описаны выше.

#### **Общие рекомендации:**

Компания хорошо, динамично развивается. Прогнозируемые денежные потоки, при основном сценарии развития продолжают расти.

Для управления стоимостью компании и увеличением этой стоимости , компании необходимо раскручивать свой бренд, который увеличит ее стоимость, а так же выпускать на рынок новые услуги и расширяться.

При переходе от сетевого партнерства к «единой акции» для компании желательно четко разработать систему мотивации ключевых сотрудников.

В целом, «Креативный консультант» сейчас ведет грамотную политику в отношении клиентов и персонала.

В случае продажи компании «Креативный консультант» может воспользоваться нашей методологией минимизации риска при продаже в рассрочку.



## 2.3. Компания «Рекламный агент»

### 2.3.1. Анализ рынка рекламы

Согласно прогнозам международного рекламного агентства ZenithOptimedia, в этом году мировой расход на рекламу увеличится на 3% и достигнет \$324,5 млрд. Это связано, в частности, с растущими доходами американских телестудий и журнальных издательств. А в 2005 году, по оценке экспертов ZenithOptimedia, расходы на рекламу во всем мире составят \$355,3 млрд.

Предполагается, что американские корпорации в текущем году затратят на рекламу \$148,3 млрд. (в прошлом - \$144,4 млрд.). Рост объема рекламы в США, помимо всего прочего, связывается с летними Олимпийскими играми 2004 года и предстоящими президентскими выборами.

Что касается Западной Европы, то здесь ситуация неопределенная. Рекламный рынок в странах Европейского Союза сокращается три года подряд. Аналитики полагают, что с учетом стабильности цен уменьшение объема рекламы будет в пределах от 0,7% до 2,6% во Франции, Германии, Италии, Испании и Британии. При этом хуже всего будет обстоять дело с рекламой в Соединенном Королевстве. Сейчас Британия переживает самый сильный кризис в этой сфере с 1999 года. В Германии, по данным ZenithOptimedia, в следующем году объем рекламы вырастет на 3,5% - это уровень 1997 года.

В Японии рынок рекламы в этом году практически останется на прежнем уровне - \$33,5 млрд. Устойчиво будут расти расходы на рекламу в Китае, Гонконге, на Тайване и в Южной Корее - на 6,6% до \$17,3 млрд.

С 1999 года отечественный рекламный рынок переживал настоящий бум. Согласно оценкам экспертов Российской ассоциации рекламных агентств (РАРА), в прошлом году оборот российского рекламного рынка превысил \$2,6 млрд., рост рынка составил 52%. За год до этого рекламодатели увеличили свои расходы на 54%, а в 2000 году рекламный рынок вырос примерно на 80%.

Объем российского рынка медийной рекламы в первом квартале 2003 года составил 520-540 млн. долларов США. Прирост в среднем составил 35% по сравнению с аналогичным периодом 2002 года. Однако в течение ближайших трех лет российский

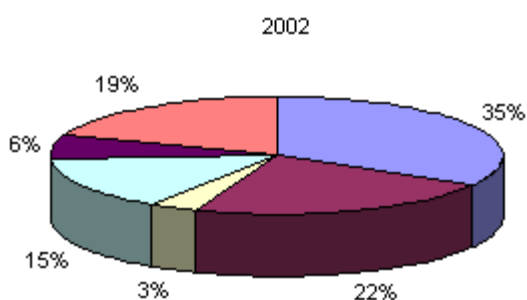


рынок будет расти самыми быстрыми темпами в Восточной Европе, хотя эти темпы и будут снижаться. По прогнозам ZenithOptimedia, в этом году объем рекламного рынка увеличится на 32%, в следующем – примерно на 23%, а в 2005 году рост замедлится до 16%. Объем российского рынка рекламы в средствах массовой информации в 2005 г. достигнет показателя \$3,75 миллиарда. По различным прогнозам объем закупок рекламы в России (около \$2,65 млрд.) превысит аналогичный показатель Польши (около \$2,7 млрд.) в 2003, самое позднее в 2004 году.

Увеличение расходов на рекламу отмечается практически во всех сегментах медиарынка, констатируют маркетологи. Как отмечает РАРА, объем рекламы на телевидении в 2002 году увеличился на 76%, на радио – на 29%, в прессе на 28%. Самым динамичным сегментом рекламного рынка стал Интернет, где прирост составил 83%. Также интенсивно развивалась реклама в кинотеатрах, ее объемы выросли на 60%.

Наибольшая динамика роста ожидается на телевидении - с 900 млн. в 2002 году до \$1.3 млрд. в текущем. На втором месте газеты, в том числе специализированные рекламные издания - с 600 млн. до \$790 млн. Значительный рост эксперты прогнозируют в области журнальной рекламы - с \$220 до 340 млн. Прирост ожидается также в секторе наружной рекламы - с \$400 до 520 млн. А вот рынок радио-рекламы в 2003 году обещает остаться неизменным - \$90 млн.

Россия. Структура затрат на рекламу в 1997-2002гг. (млн. USD)

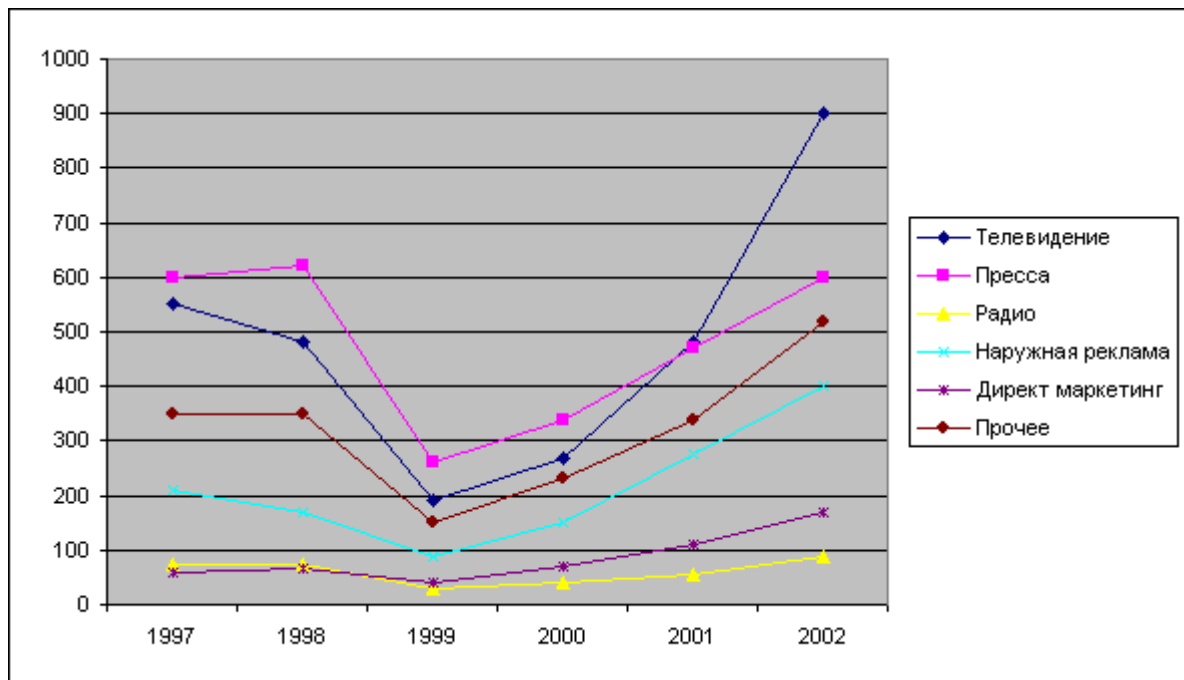


	2002 г.
ТВ	900
Пресса	600
Наружная реклама	400
Радио	90
Директ маркетинг	170
Прочее	520

Источник: РАРА



Россия. Динамика изменения рекламных бюджетов 1997-2002 гг. (млн. USD)



Рекламные группы

В настоящее время на российском рынке существует 5-6 крупных рекламных групп. Через их счета проходит львиная доля рекламных бюджетов основных клиентов. Практически все международные компании и большинство крупных российских рекламодателей обслуживаются в этих группах. Остальную долю рынка занимают средние и мелкие рекламные структуры (их сотни, а может быть, и тысячи). Впрочем, примерно такая же картина сейчас наблюдается во всем мире. Лидеры рынка в нашей стране - это группы, в состав которых входят как агентства, представляющие в России транснациональные компании, так и российские агентства. В свою очередь, представительства международных структур в России могут быть двух типов: являющиеся собственностью международных компаний и аффилированные.

В октябре 2003 года РАРА был опубликован имиджевый рейтинг рекламных агентств России, основанный на мнениях представителей средств массовой информации, пишущих по тематике бизнеса и рекламы.

Для составления данного рейтинга использовалась следующая методика: более 100 агентств – членов РАРА ответили на вопросы анкеты, в которой они должны были перечислить 5 наиболее авторитетных, по их мнению, органов СМИ. В результате



появился список более 40 СМИ, из которого были выбраны наиболее часто упомянутые (более 3-х раз): Коммерсант, Деньги, и Ведомости, Известия, Комсомольская Правда, ИД Гребенникова, Sostav.ru, Наружка, Профиль, Эксперт, Компания, Итоги, Деловой Петербург, Независимая Газета.

*По итогам опроса СМИ и подсчета баллов родился рейтинг популярности российских рекламных агентств:*

1. BBDO Marketing
2. Video International
3. Adventa Lowe
4. Starcom Media Vest Group (Starcom, Media Vest, DMB&B и Родная речь)
5. КГ «Maxima»
6. Media Arts FCB, ADV
7. Leo Burnett Moscow
- 8 – 10. Bates VIAG Saatchi&Saatchi, Приор, СПН-Гарант (СПб)
11. McCann Erickson
- 12 – 16. Navigator DDB, APR Optimum Media, Grey, IQ Marketing, Depot WPF
- 17 – 19. NFQ, Иммедиа Холдинг, РГ Мелехов и Филюрин
- 20 – 23. News Outdoor, Publicis, Карат Рус, Михайлов и партнеры.

### **2.3.2. Описание компании «Рекламный агент»**

***По словам менеджмента компании:***

Миссия агентства:

- Предоставлять услуги высокого качества клиентам;
- открыть возможности для карьерного роста и профессионального удовлетворения сотрудникам;
- достичь финансового успеха и роста агентства.

Опыт - основное преимущество нашего агентства. Как единый коллектив мы работаем на рынке с апреля 1995 г. За это время было проведено около 500 различных информационных и рекламных кампаний, среди которых:



- Российский центр приватизации при Госкомимуществе РФ "Денежная приватизация" 1995 г.
- Выборы президента РФ "Голосуй или проиграешь!" 1996 г. (На 45 региональных телеканалах)
- Центральный банк РФ "Деноминация рубля" 1997 г. (В 112 общественно-политических региональных изданиях, на 141 региональной телекомпании, на 116 региональных радиостанциях)
- Министерство путей сообщения РФ 1999-2000 г.г.
- 55-летию юбилей создания компании Ингосстрах 2002 г. (В 44 городах России: на региональных ТВ - 89 телеканалов, в региональной прессе - 68 изданий, на рекламных конструкциях формата 3\*6 м, а также 65-ти транспарант-перетяжек.)

Стабильность и эффективность нашей работы позволили нам стать эксклюзивными партнерами:

- "Фонда федеральных проектов и целевых программ телевидения" 1996-1998 г.г. - некоммерческой организации, учрежденной Федеральной службой России по телевидению и радиовещанию специально для обеспечения региональных ГТРК (58 ГТРК) российской телепродукцией, имеющей общенациональную тематику (детскую, военную, экологическую и т.д.)
- ЗАО "ОРТ- реклама" 1996-97 г. - в области заполнения рекламой специальных, согласованных с ОРТ промежутков в межпрограммном пространстве, при региональной ретрансляции ОРТ ( в 53 городах )
- Телеканала "Муз-ТВ" - по распространению видеоматериалов на региональные телекомпании (40 телекомпаний) 1995-1998 г.г.
- "Премьер СВ" - по дистрибьюции на регионы телеканалов "Fashion-TV", "MCM", "MUZZIC" 1998 г.

Начиная с 2001 года "Рекламный агент" работает, как рекламное агентство полного цикла.



В сферу деятельности агентства входит:

- [разработка стратегии проведения рекламной кампании](#) в соответствии с маркетинговыми целями рекламодателя;
- [организация проведения социологических \(маркетинговых\) исследований](#);
- [разработка креативной составляющей рекламной кампании](#) (проведение тестирования рекламных материалов);
- [подготовка медиа-плана](#) размещения материалов в СМИ и на наружных рекламносителях на основании данных медиа-исследований (*TNS Gallup Media* и других исследовательских компаний);
- [мониторинг рекламной кампании](#) с предоставлением отчетных материалов заказчику;
- анализ эффективности проведенной кампании.

*Мы работаем в 89 регионах России.* В проведении рекламных кампаний мы используем самый широкий спектр рекламносителей: печатные издания, телевидение, радио, наружную рекламу.

Наше агентство является официальным подписчиком данных *TNS Gallup Media*.

Большой охват центральных и региональных средств массовой информации - более 1000 изданий, 200 телеканалов - позволяет нам при проведении рекламной кампании максимально полно удовлетворять требования рекламодателей по достижению маркетинговых целей.

### ***Анализ компании членами команды Valuemanagement Group***

Основной деятельностью «Рекламного Агента» является покупка клиенту рекламного пространства за фиксированную комиссию (которая составляет 15% от стоимости рекламного пространства).

Основная стратегическая цель – увеличение количества коммерциализированных обращений. В компанию поступает огромное количество запросов, ~12% которых в будущем перерождаются в контракты. Стратегическая цель – максимально увеличить данный процент.

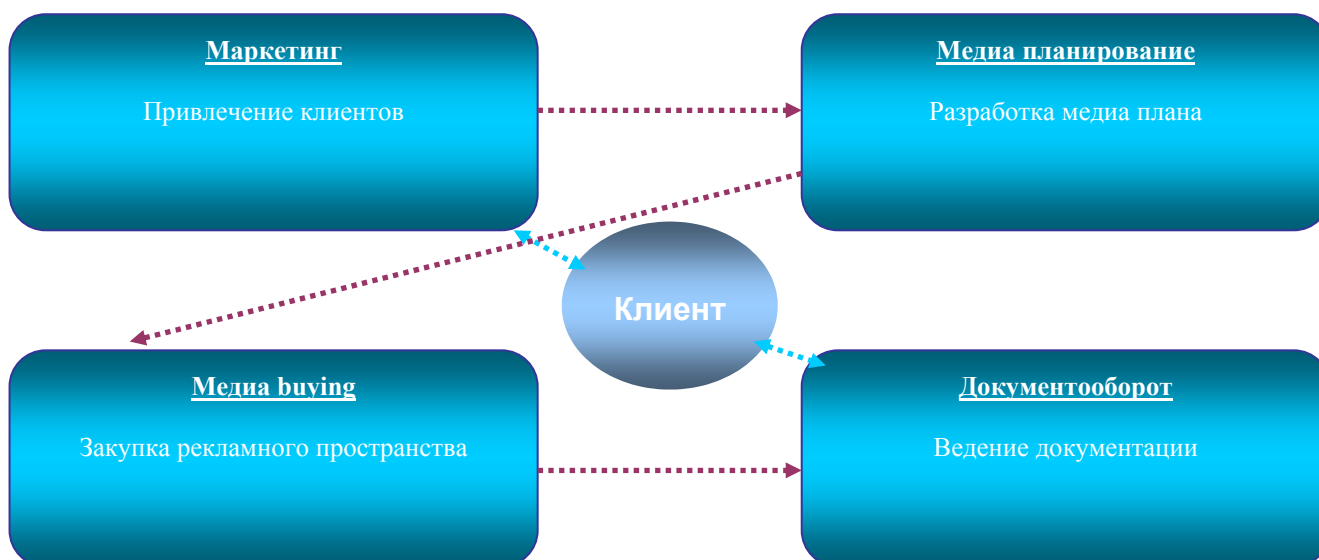


Корпоративное управление в компании основано на классическом партнерстве. Есть четыре партнера, у каждого своя доля, в соответствии с которой производится вознаграждение партнеров.

Первичный анализ компании показал следующее:

- в работе компании используются передовые информационные технологии, для обмена данными между подразделениями;
- компания полностью зависит от рынка рекламы в целом, нет четкого направления тренда развития компании (сезонность);
- у компании существует клиент, который приносит около 50% выручки;
- периодически происходят случаи переманивания сотрудников конкурентами, вследствие чего компании наносится существенный ущерб.

### Схема работы данной компании





Имеются следующие данные о деятельности компании:

	Период работы компании				
	1999	2000	2001	2002	2003
Выручка, USD	1500000	1800000	2500000	3000000	5000000
Торговая наценка	15%	15%	15%	15%	15%
Кол-во персонала, чел	10	12	15	18	20
Зар. плата, USD	60000	72000	90000	108000	120000
Аренда, USD	40000	40000	40000	40000	40000
Связь, , USD	24000	24000	24000	24000	24000
МБП, USD	12000	12000	12000	12000	12000
ОС (мебель и компьютеры) , USD	45000	20000	15000	10000	10000
Прибыль до налогов	44000	102000	194000	256000	544000
Налоги, USD	10000	15000	20000	25000	30000
Прибыль после уплаты налогов, USD	34000	87000	174000	231000	514000
Отчисления партнерам, USD	6800	17400	34800	46200	102800
Нераспределенная прибыль, USD	27200	69600	139200	184800	411200

Влияние сезонных факторов на выручку показано на диаграмме





### 2.3.3. Стратегические бизнес - единицы.

В соответствии с описанной выше методологией для применения метода дисконтированных денежных потоков в компании нужно выделить стратегические бизнес - единицы. Но исследуемая компания «Рекламный агент» не разделяет свой бизнес на отдельные бизнес - единицы. Поэтому будем использовать единые свободные денежные потоки для компании в целом.

### 2.3.4. Модель дисконтированных денежных потоков (DCF)

Основные исходные предположения, использованные для построения модели DCF, были сделаны на основании исторических данных, прогнозов руководства, интервью с менеджментом «Рекламного Агента» и наших собственных прогнозов относительно основных тенденций развития рынка. Насколько это представлялось возможным, мы подтвердили и проверили все основные исходные данные, представленные менеджментом. Однако результаты, полученные на основе модели DCF, все равно сильно зависят от предположений относительно темпов роста и ставки дисконтирования. Эти показатели могут колебаться из-за различных факторов, воздействующих на компанию (экономических, политических, сезонных). Мы попытались использовать консервативный подход к оценке темпов роста и затрат, и дополнительно приводим результаты анализа чувствительности к основным факторам стоимости компании.

*Ставка дисконтирования.* Свободные денежные потоки были дисконтированы по ставке 29%. Мы полагаем, что это очень консервативный подход. По данной ставке на данный момент происходит потребительское кредитование физических лиц. Мы полагаем, что данная ставка учитывает все возможные риски, связанные с деятельностью компании «Рекламный Агент». Мы выбрали данный подход, потому что работа компании «Рекламный Агент» строится в основном за счет некоего административного ресурса, за счет которого имеет постоянного клиента, который приносит ~50% выручки компании.

*Темпы роста в постпрогнозный период.* Придерживаясь консервативного подхода, мы приняли темпы роста компании «Рекламный Агент» в постпрогнозный период равными всего 10%, что по нашему мнению, является очень низким



уровнем для компании, среднегодовые темпы роста которой до сегодняшнего дня составляли не менее чем 30%.

Стоимость бизнеса обычно определяется как дисконтированная стоимость свободных потоков денежных средств (FCF) в пределах временного горизонта оценки (3 года, так как на более длительный период сделать достоверный прогноз достаточно сложно) плюс дисконтированная стоимость бизнеса, прогнозируемая на конец периода оценки.

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{PV_4}{(1+r)^3}$$

Стоимость компании по завершении прогнозного периода:

$$PV_4 = \frac{FCF_4}{(r-g)}$$

где  $g$  – ожидаемые темпы роста денежного потока в бессрочной перспективе.

Таблица 2.3.1

Годы	2004	2005	2006	2007
FCF, USD	452.320	497.552	547.307,2	547.307,2

Таким образом по методу DCF получаем следующую стоимость компании:

$PV = 3.741.703,58 \text{ USD}$ .

Также, на наш взгляд, стоит рассмотреть сценарий роста доходов и затрат при более низкой ставке дисконтирования – например 24%, и более высоких темпах роста в постпрогнозный период – 15%. Будучи более оптимистичными, такие предложения, тем не менее, вполне реалистичны.

Результаты нашего анализа дают  $PV = 5700225,01 \text{ USD}$ .

Последний из полученных результатов не используется далее в настоящей работе – мы приводим его лишь в качестве иллюстрации потенциала стоимости, в случае более оптимистичных предположений. Основной же наш анализ, которому мы отдаем предпочтение, показывает, что стоимость компании составляет  $3.741.703,58 \text{ USD}$ .



### 2.3.5. Определение факторов стоимости и их весов

В соответствии с изложенной методологией решено выделять четыре фактора стоимости компаний, оказывающих профессиональные услуги:

- **Управление персоналом;**
- **Работа с клиентами;**
- **Торговая марка;**
- **Идентификация, анализ и управления рисками.**

Для компании «Рекламный агент» наиболее весомым является фактор работы с клиентами, так как исчезновение имеющегося административного ресурса наиболее вероятно приведет к катастрофическому падению прибылей компании и, если не будет задействована какая-либо другая схема работы или освоено новое направление, даже банкротству. С другой стороны, только примерно 12% обратившихся в компанию клиентов в последующем заключают с ней договор. Следовательно, можно заключить, что вес данного фактора в стоимости компании значителен, но может быть увеличен путем улучшения работы с клиентами по тем параметрам, которые описаны в пункте 1.3.2. Таким образом, с помощью метода экспертной оценки было задано значение 0,5.

Фактор управления персоналом, безусловно, является наиболее важным для подобного рода организаций, но в данной фирме пока не разработаны достойные системы мотивации персонала, и даже по уровню заработных плат можно определить, что у сотрудников нет четкой заинтересованности в работе именно в этой компании. Следовательно, зададим вес 0,1.

Относительно торговой марки можно констатировать, что к данному моменту компания не имеет бренда как такового, следовательно вес этого фактора в стоимости равен 0.

Компания подвержена целому ряду рисков, описанных в пункте 1.3.4, таким как рыночный риск, кредитный риск, операционный риск и риск ликвидности. Они оказывают значительное влияние на ее деятельность, но организация никак не выявляет факторы этих рисков, не идентифицирует основные виды рисков, а также не оценивает и не управляет ими. Таким образом, вес этого фактора в стоимости компании примем за 0,2.



### 2.3.5. Корректировка стоимости и анализ чувствительности.

Рассчитаем чувствительность стоимости компании к основным факторам ее стоимости: управление персоналом, работа с клиентами, идентификация, анализ и управления рисками

Как мы выявили ранее, факторы стоимости для компании в настоящее время имеют следующие веса:

Таблица 2.3.2

Факторы	Управление персоналом	Работа с клиентами	Управление рисками
Вес	0,1	0,5	0,2
% от стоимости компании, (USD)	10%PV= $0,1 \cdot 3.741.703,58 =$ 374.170,36	50%PV= $0,5 \cdot 3.741.703,58 =$ 1.870.851,79	20%PV = $0,2 \cdot 3.741.703,58 =$ 748.340,72
Итого (USD):	<b>2.993.362,87</b>		

Рассчитаем чувствительность стоимости компании к каждому из факторов.

**6. Управление персоналом.** Предположим, что в компании «Рекламный агент» улучшится мотивация персонала, тогда вес в общей стоимости компании данного фактора повысится. Изменим (увеличим) его на 1% и рассчитаем чувствительность.

Повышение на 1% ( $374.170,36 \cdot 1,01 = 377912,06$ USD) вызовет увеличение стоимости компании до 2.997.104,57 USD. Таким образом, процент чувствительности составит  $(2.997.104,57 - 2.993.362,87) / 2.993.362,87 \cdot 100\% = 0,12\%$

**7. Работа с клиентами.** В случае если клиенты для компании приобретут большее значение и возрастет число исполняемых запросов, тогда повышение на 1% ( $1.870.851,79 \cdot 1,01 = 1.889.560,31$ ) приведет к стоимости компании 3.012.071,39USD.

То есть процент чувствительности равен  $(3.012.071,39 - 2.993.362,87) / 2.993.362,87 \cdot 100\% = 0,63\%$

**8. Управление рисками.** Рассмотрим ситуацию, когда «Рекламный агент» введет систему управления рисками и, следовательно, снизит их негативное влияние. Увеличим значение для рисков в стоимости компании на 1%, и посмотрим, как при этом изменится стоимость компании.



Повышение на 1% ( $748.340,72 * 1,01 = 755824,13$ ) приведет к увеличению стоимости до 3.000.846,28 USD. Следовательно,  $(3.000.846,28 - 2.993.362,87) / 2.993.362,87 * 100\% = 0,25\%$ .

Таблица 2.3.3

Факторы	Персонал	Клиенты	Риски
Чувствительность стоимости компании «Рекламный агент», %	0,12	0,63	0,25

### 2.3.6. Метод реальных опционов

Использование данного метода для компании «Рекламный Агент» считаем нецелесообразным, так как компания работает «по рынку», не использует стратегию интенсивного роста и не имеет в планах разработок каких-либо инновационных проектов. Безусловно, в случае изменения стратегии компании, будет необходимо применить метод реальных опционов для оценки ее стоимости, как показано в пункте 1.2.2.

### 2.3.7. Метод минимизации рисков при продаже компании в рассрочку

Если бы в настоящий момент владельцы компании «Рекламный Агент» захотели бы ее продать они вполне могли бы использовать продажу фирмы в рассрочку тем способом, который представлен в пункте 1.2.3.

Владельцы компании считают, что стоимость компании составляет 2.993.362,87USD. Согласно их расчетам, инвестиции в покупку их компании вернутся в течение 5 лет с обеспечением 30% доходности на вложенный капитал.

Владельцы предполагают следующий вариант развития компании, предусматривающий 30% ежегодный рост ее прибыли в течение 5 следующих лет:

Период	0	1	2	3	4	5
Прогнозный исходный показатель (прибыль)	411200	534560	694928	903406,4	1174428	1526757



**Вариант 1 (компания работает по прогнозным показателям)**

<b>Инвестор</b>	<b>-660961</b>	<b>-573537</b>	<b>-413759</b>	<b>274719,9</b>	<b>1174428</b>	<b>1526757</b>	<b>1327649</b>
приход	87380	227188	443016,6	1191469	1174428	1526757	
расход	-748341	-800725	-856775	-916750	0	0	
<b>Акционер (продавец)</b>	<b>748340,7</b>	<b>914318,6</b>	<b>856775,3</b>	<b>1237882</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3757317</b>
приход	748340,7	914318,6	856775,3	1237882	0	0	
расход	0	0	0	0	0	0	
Страховой депозит	262140	113594	147672,2	0	0	0	
Фонд поощрения ключевых сотрудников	61680	80184	104239,2	135511	176164,2	229013,5	
<b>Менеджеры (ключевой персонал) премия за текущий год 5% за предыдущий 10%</b>		<b>21999,2</b>	<b>75677,25</b>	<b>98380,42</b>	<b>114663,1</b>	<b>149062,1</b>	<b>459782</b>

**Вариант (дефолт после первого года)**

<b>Инвестор</b>	<b>-660961</b>	<b>-573537</b>	<b>554074,1</b>	<b>0</b>	<b>-680423</b>
приход	87380	227188	554074,1	0	
расход	-748341	-800725	0	0	
<b>Акционер (продавец)</b>	<b>748340,7</b>	<b>914318,6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1662659</b>
приход	748340,7	914318,6	0	0	
расход	0	0	0	0	
Страховой депозит	262140	113594	0	0	
Фонд поощрения ключевых сотрудников	61680	80184	0	0	
<b>Менеджеры (ключевой персонал) премия за текущий год 5% за предыдущий 10%</b>		<b>28598,96</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>28598,96</b>

**Вариант (дефолт после второго года)**

<b>Инвестор</b>	<b>-660961</b>	<b>-573537</b>	<b>-413759</b>	<b>774636,8</b>	<b>-873619</b>
приход	87380	227188	443016,6	774636,8	
расход	-748341	-800725	-856775	0	
<b>Акционер (продавец)</b>	<b>748340,7</b>	<b>914318,6</b>	<b>856775,3</b>	<b>0</b>	<b>2519435</b>
приход	748340,7	914318,6	856775,3	0	
расход	0	0	0	0	
Страховой депозит	262140	113594	147672,2	0	
Фонд поощрения ключевых сотрудников	61680	80184	104239,2	0	
<b>Менеджеры (ключевой персонал) премия за текущий год 5% за предыдущий 10%</b>		<b>21999,2</b>	<b>73806,29</b>		<b>95805,49</b>

Расчеты показали, что при планируемом развитии событий в конце прогнозного периода продавец получает за компанию большую стоимость, чем мог бы получить в



начале. Это возможно за счет отчислений на страховой депозит. К тому же, уже в третьем периоде инвестор начинает получать доход от своих вложений, что возможно за счет того, что часть прибыли передается инвестору по итогам года. Также можно отметить, что ключевой персонал мотивируется при помощи этого метода.

Мы видим, что инвестор действительно уменьшает свой риск в случае дефолтов, так как его убыток равен не вложенным затратам, а гораздо меньшей сумме. Для того, чтобы инвестору удалось получить положительный результат в случаях неблагоприятного исхода в первом и втором временном промежутках, нужно увеличить горизонт планирования и, соответственно, количество платежей.

### **2.3.8. Рекомендации по управлению стоимостью**

Компания имеет высокий потенциал роста, так как, во-первых, российский рынок рекламы растет высокими темпами, а во-вторых, компания уже на протяжении семи лет демонстрирует рост 200-250% за исключением только 2002 года (130%). Однако, как выяснено в ходе анализа, компания существует в основном благодаря административному ресурсу. Следовательно, в качестве рекомендаций можно выделить улучшение по всем выделенным факторам стоимости, которые изложены выше, а также внедрение проектов, которые положительно отразятся на стоимости компании.



## Заключение

В представленной работе были использованы несколько методов оценки стоимости компаний, оказывающих профессиональные услуги (ИТ – компания, рекламное агентство и консалтинговая фирма), а так же была разработана своя методология оценки стоимости бизнеса и модель продажи бизнеса в рассрочку. Главное здесь, что компании не имеют основных фондов, и мы, по сути, оцениваем человеческий потенциал, то есть интеллектуальную собственность. Оценку интеллектуальной собственности можно обозначить как процесс установления (в денежном выражении) полезности результатов интеллектуальной деятельности. При оценке компаний, оказывающих профессиональные услуги нужно учитывать не только текущую ее ситуацию, перспективы роста, развитие рынка, но и потенциальные возможности компании, а они, как правило, являются уникальными. Прежде всего речь здесь идет о грамотном менеджменте и масштабируемости технологий, на которых основаны бизнес-модели компании.

Мировая тенденция к слияниям и поглощениям заставляет ввести такие новые для Российской Федерации профессии, как «оценщик имущества», «оценщик бизнеса». В сложившейся тенденции, когда крупные холдинги стремятся приобрести более мелкие компании и СБЕ, всегда возникает вопрос, как оценивать ту или иную компанию, каким методом. В оценочной деятельности есть много камней преткновения, таких как отсутствие необходимого объема достоверной информации о компании, балансовая и рыночная стоимость активов, приобретение сопутствующих бизнес-единиц и т.д. При оценке компаний, оказывающих профессиональные услуги тяжело понять из баланса положение компании. Поэтому независимым оценщикам часто приходится опираться на субъективные данные, что в последствии приводит к искажению реального результата.

На Западе существует множество приемов для определения стоимости действующей фирмы, однако, большинство из них может быть ограничено тремя подходами: доходным, затратным и сравнительным. Оставаясь в рамках того или иного подхода, профессиональные оценщики могут использовать один или несколько оценочных методов. Целью использования более одного метода является достижение наибольшей обоснованности и очевидности выводов оценочного заключения.



Затратный метод нам подходит не во всех случаях. Данный подход предполагает оценку компании с точки зрения определения чистых активов компании, которые равны разнице между валютой баланса и обязательствами компании.

Доходный метод включает два варианта: балансовый (мы его не рассматривали) и DCF. Недостаток метода DCF: метод дисконтированного потока денежных средств косвенно предполагает, что фирмы держат реальные активы пассивно. В нем не учитываются опционы, заложенные в реальных активах, - опционы, которыми опытные менеджеры могут воспользоваться, чтобы получить преимущества.

С появлением опционов инвесторы получили право принимать решения, благодаря которым они могли с выгодой для себя воспользоваться удачным стечением обстоятельств или уменьшить потери. Безусловно, такое право в условиях неопределенности обладает стоимостью. Пример применения опционов был рассмотрен в курсовой работе. Но компания не отражает реальную свою стоимость, посчитанную методом опционов. Это добавочная стоимость, в основе которой лежат дополнительные условия.

Целью данной курсовой работы было не только оценить данные компании, но и разработать методологию оценки компаний. Для этого необходимо было получить как можно больше информации, чтобы выделить основные факторы, влияющие на стоимость бизнеса и дать последующие рекомендации для оценки и управления стоимостью.

В ходе подготовки курсового проекта нами была разработана модель безрисковой продажи компании в рассрочку. Преимущество модели заключается не в том, что вся сумма выплачивается в течение определенного периода, а в минимизации рисков при прогнозируемом уровне доходов приобретаемой компании, причём как для приобретателя (инвестора) так и для продавца (акционера). Как было сказано, это было достигнуто при помощи страхового депозита в банке.

Исследуемые компании работают на разных рынках. Следовательно, исследования проводились независимо друг от друга. Но при помощи разработанной методики удалось достигнуть некоторой практической автоматизации, что в некотором плане облегчило задачу и нам и руководителям компаний. Масштабы деятельности всех трёх компаний невелики и примерно одинаковы в денежном выражении.

Как уже говорилось, мы оцениваем не здания и не машины, и даже не денежные потоки, а интеллект и работу ключевых сотрудников, поэтому персонал компании для



нас является ключевым фактором стоимости, но к сожалению и здесь мы столкнулись с проблемой, а именно с ротацией кадров. Системы мотивации и стимулирования во всех компаниях оказались разными. Хуже всего в рекламном агентстве, поскольку руководство не хочет бороться с проблемой ухода сотрудников на более привлекательные условия. В вот в ООО «Креативный консультант» всё происходит с точностью до наоборот. Зарплата рядового сотрудника выше рыночной плюс сетевое партнёрство и чёткая карьерограмма. Так же разработана целая система переманивания высококвалифицированных людей, что также повышает стоимость бизнеса, и что необходимо на развивающихся рынках. Так же valuemangement group были разработаны некоторые рекомендации для каждой компании по управлению т повышению стоимости бизнеса.

Оценка своей же компании позволяет руководителям совершенствовать бизнес, поскольку интуитивная стоимость может отличаться от реально посчитанной, что способствует менеджерам ориентироваться не только на технологии развития, но и на управление стоимостью.



**Литература:**

1. Комаров Л.А. ПРИМЕНЕНИЕ МЕТОДА РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ ПРИ УПРАВЛЕНИИИ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИЙ ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНОГО СЕКТОРА.
2. Пирогов Никита Константинович “Реальные опционы и реальность”, [npirogov@yahoo.com](mailto:npirogov@yahoo.com)
3. В.Ю. Лашхия, “Применение теории опционов для оценки стоимости бизнеса” [option@fromru.com](mailto:option@fromru.com)
4. Amram, M & Kulatilaka, N 1999. *Real options: Managing strategic investments in an uncertain world*. Boston, MA: Harvard Business Scholl Press.
5. Black, F & Scholes, M. 1973. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81: 637-654.
6. Busby, J. S. & Pitts, C.G.C. 1997. Real options in practice: An exploratory survey of how finance officers deal with flexibility in capital appraisal. *Management Accounting Research*, 8: 169-186.
7. Das, T. & Elango, B. 1995. Managing strategic flexibility: Key to effective performance. *Journal of General Management*, 20(3): 60-75.
8. Dixit, A. & Pindyck, R. 1994 *Investment under uncertainty*. Princeton, NJ: Princeton University press.
9. Garud, R Kumaraswamy, A & Nayyar, P. 1998. Real options or fool’s gold? Perspective makes difference. *Academy of Management Review*, 23(2): 212-217.
10. Luehrman, T.A. 1998. Strategy as a portfolio of real options. *Harvard Business Review*, Sep-Oct: 89-99.
11. Prahalad, C.K. & Hamel, G. 1990. The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, May-Jun: 79-91. Trigeorgis, L. 1996. *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation*. Cambridge, MA: MIT Press.
12. «Ведомости», 8.10.2003 г., А7
13. «Эксперт» №34 стр. 39-46
14. «Эксперт» №36 стр. 42-48
15. Опционный кусочек от сладкого пирога *Дмитрий Богдановский*
16. Хорошильцева Наталья “Системы оплаты труда персонала: новые подходы”
17. «Что нужно знать про BSC?» Марк Федин, Президент ВКГ, Ведомости, 18 сентября 2003г.



18. Савчук В.П. Управление финансами предприятия. – М.: Бинوم. Лаборатория знаний, 2003.
19. Майстер Дэвид. Управление фирмой, оказывающей профессиональные услуги/Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2003.
20. Ф. Джозеф Ле Пла «Интегрированный брендинг» НЕВА-ЭКОНОМИКС 2003
21. Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Мурин. Стоимость компаний: оценка и управление- М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002.
22. Р. Брейли, С. Майерс. Принципы корпоративных финансов: - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.
23. Жилкина А.Н. Курс лекций по финансовому анализу. ГУУ. Кафедра «Финансы, денежное обращение и кредит». 2002.
24. Бартон, Томас, Шенкир, Уильям, Уокер, Пол. «Комплексный подход к риск-менеджменту: стоит ли этим заниматься?» М: Издательский дом «Вильямс», 2003
25. [www.cfin.ru](http://www.cfin.ru)
26. [www.unionmedia.ru](http://www.unionmedia.ru)
27. [www.rara.ru](http://www.rara.ru)
28. [www.admarket.ru](http://www.admarket.ru)
29. [www.nap.ru](http://www.nap.ru)
30. [www.art-navigator.ru](http://www.art-navigator.ru)
31. [www.cnews.ru](http://www.cnews.ru)
32. [www.aton.ru](http://www.aton.ru)
33. [www.cfin.ru](http://www.cfin.ru)
34. [www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)
35. [www.ra-expert.ru](http://www.ra-expert.ru)