

УДК 658.5

# Оценочные показатели как ориентир при принятии эффективного решения в минерально-сырьевом бизнесе

**В.Л.Уланов** (Национальный исследовательский университет "Высшая школа экономики", Москва)

Даны рекомендации по разработке эффективной модели управления и построению системы принятия решений исходя из корпоративной стратегии и стратегий конкурентирования бизнес-единиц. Показано, что успешность деятельности компаний может быть обусловлена не только применением эффективной техники и новых технологий, но и принятием управленческих решений методического характера. Продемонстрирована важность учета особенностей бизнеса. Отмечено, что инвестиционная привлекательность минерально-сырьевых активов во многом определяется фундаментальными факторами роста (уровнем запасов, объемами добычи и транспортировки, операционной эффективностью, величиной затрат на капитал). Их значение со временем меняется, но роль как фундамента остается.

**Ключевые слова:** развитие и рост; стратегия; стоимость компании; минерально-сырьевые активы; рейтинги; информационная асимметрия; инвестиционная привлекательность.



**Владимир Леонидович УЛАНОВ,**  
профессор департамента мировой экономики,  
доктор экономических наук

Оценки развития компании могут давать как сами компании, так и внешние аналитические центры, рейтинговые агентства, фондовый рынок. Эти оценки используются для внутренних целей компании, необходимы для принятия инвестиционных решений и т.п.

Важнейшими характеристиками оценок должны быть их объективность и достаточность информации для принятия решений. Но подходы к оценкам отличаются для компаний даже одного сектора экономики, рекомендации часто разрабатываются из разных представлений о задачах экономической политики, критериях. Часть внедряемых моделей, управленческих инструментов не приводит к ожидаемым результатам, традиционный набор показателей не удовлетворяет существующим в экономике ограничениям, а обобщающие оценки требуют пояснений [1, 2]. Это показательно, например, при разработке параметров проекта национальной энергетической стратегии. Так, если либерализация на углеводородном рынке ведет к консолидации активов, то сосредоточенность политики конкуренции на ограничении горизонтальной интеграции – к усилению вертикальной интеграции, а провозглашаемая необходимость перехода к чистым источникам энергии создает предпосылку для более активного вовлечения в экономику государства.

Рыночные оценки и ориентиры государственной политики могут не иметь точек соприкосновения и приводить к разнонаправленным действиям, что в конечном счете пре-

пятствует достижению целей стратегии, повышает риск отступления от декларируемых направлений.

Компании интегрируют внешние условия и параметры государственной политики в свои программы. Но важнейшие показатели не всегда становятся ориентирами для разработки стратегий компаний, принятия эффективных решений. Например, появился достаточно высокий спрос на возобновляемые источники энергии (ВИЭ). В мировой бизнес-практике ВИЭ рассматривают как дополнительный ресурс, энергетические компании считают развитие ВИЭ одним из факторов соперничества за лидерство и наращивают "зеленые" активы. Несмотря на положительные оценки, российские компании демонстрируют небольшую заинтересованность в ВИЭ.

Действующая система составления национальных программ, оценки их выполнения не дает стимулирующих условий выхода на требуемые критерии, подготавливаемые программы не побуждают к поискам, а в условиях существующей обеспеченности ресурсами, энергетической безопасности выработка энергии продолжает осуществляться прежними способами, что не требует привлечения новшеств, креативности управленческих решений. При этом цели программ не достигаются и изначально оцениваются аналитиками как пожелания [3].

В новой редакции "Проекта энергетической стратегии Российской Федерации на период до 2035 года" намечен рост ВИЭ до 2035 г. более чем в 20 раз. Но реализация призрачна из-за малой обоснованности, в развитие зеленой энергетики компании инвестируют скупое. В перспективе это может означать вытеснение российских компаний с позиций лидеров энергетического рынка, риск потери доли на мировом рынке, угроза занятия их места теми, кто активно инвестирует в развитие ВИЭ. Вместе с тем адаптация компаний под меняющиеся условия может спровоцировать факторы, отдаляющие от целей упомянутого проекта программы.

Рассмотрение оценочных показателей в данной статье на примере минерально-сырьевого сектора обусловлено его ролью для национальной экономики, актуальностью поиска инвесторов для развития, размерами сырьевых активов (например, сделка по приобретению компанией "Роснефть" активов "Башнефть" оценивается почти в 330 млрд р.), а также с нерешенными методическими вопросами построения системы управления на основе стратегического критерия, необходимостью учета при разработке мер повышения привлекательности интересов конкретных инвесторов. Особенности ведения минерально-сырьевого бизнеса также должны находить отражение в подходах к оценке развития и привлекательности активов.

Методические подходы к оценке развития компании и набор показателей постоянно корректируются. Ранее больше внимание уделялось валовым показателям, были попытки перенести упор на качество, на определенной стадии преваляровали показатели прибыли, рентабельности, затрат. На первых этапах современной экономики доминирующими в оценках были финансовые показатели [4], в результате чего имели:

- отражение эффективности только прошлой деятельности;
- ориентацию на внутреннюю среду компании и игнорирование внешних процессов;
- отсутствие количественно оцениваемого риска получения доходов;
- несопоставимость результатов при сравнительном анализе компаний;
- возможность использования различных способов учета для манипулирования и сложности сравнения результатов компаний, отличающихся учетной политикой;
- недоучет значимости интеллектуального капитала.

В кризисных условиях упор был перенесен на текущую деятельность и при принятии решений руководствовались соответствующими оценочными показателями, рост был ограничен наличными производственными факторами, а концентрация на оперативных задачах означала отложенный интерес к долгосрочным делам. На первый план стали выходить подходы к оценке на основе показателей прибыли, в "продвинутых" компаниях – экономической добавленной стоимости. Рекомендации по привлекательности активов скупо дополнялись информацией нефинансового характера (качество менеджмента, способность финансировать намеченную программу), получили распространение управленческие технологии, апробированные в западных компаниях [5-7]. Была востребована (компаниями "Газпром", "Лукойл", "Норильский никель", "Русский алюминий", "Северсталь") идея представления итогового финансового показателя в виде дерева взаимосвязанных показателей, влияющих на результат, которые детализируются до факторов более низких уровней. На практике предпочтение финансовым оценочным показателям без учета отраслевой специфики может дать неверные ориентиры. Известны истории недооценки прорывов в советский период и их роли в трудностях в последующем, или недооценка уже в XXI в. развития технологий сланцевой добычи углеводородов.

Современные управленческие технологии позволяют получать оценки об объекте (результатирующие и упреждаю-

щие о рисках) и реагировать по отдельным участкам производственного процесса. Такие методические подходы позволяют обеспечить связи между финансовыми и нефинансовыми, результирующими и опережающими показателями, стратегическим и оперативным уровнями (по примеру сбалансированной системы показателей).

Опыт сырьевых компаний показывает, что если система оценок выстроена не как дань сложившимся тенденциям, а как управленческая технология, то важнейшим ориентиром будет показатель повышения капитализации компании [8], который должен дополняться отраслевыми данными. Значимыми отличиями минерально-сырьевого бизнеса считаются высокая капиталоемкость для традиционных месторождений (в добыче сланцевой нефти ситуация другая: доля капиталовложений ниже и составляют около 40%), а также большой период отдачи на инвестированный капитал (обусловлено разведочными работами, вводом месторождений в эксплуатацию).

В оценках сырьевого бизнеса финансовые показатели для стратегического инвестора дополняются важнейшей информацией по срокам выдачи лицензии на разработку – 20 лет (без учета разведочных работ) и 25 лет (с учетом разведки). Значимыми для инвестора также являются условия режима недропользования, система налогообложения (включая рентную составляющую). Важнейшая особенность оценки сырьевого бизнеса – методы учета запасов. Несмотря на признанную квалификацию российских специалистов, зарубежные инвесторы хотят подтверждения результатов по оценке недр консультантами иностранных фирм.

Разведанные запасы, обеспеченность, продуктивность, коэффициент извлечения, объем добычи нефти, газа, угля и т.п. – основные факторы, на основе которых формируются денежные потоки сырьевой компании, подтверждение реальности в будущем. Их значение со временем меняется, но роль как основы функционирования минерально-сырьевого бизнеса остается, поэтому для компаний данного сектора экономики такая информация является основополагающей. При сравнении нефтяных гигантов видно, что по ресурсной базе, геологоразведке, добыче – лидерство в мире за российскими компаниями, однако их мультипликаторы (капитализация/запасы и капитализация/добыча) значительно ниже.

Видение тенденций развития [9] тех или иных активов, их оценки взаимосвязаны. Опыт крупных компаний, где интегрированы различные отраслевые сферы ("Газпром", "Норильский никель", "Лукойл"), показывает, что важна реализация единой концепции, которая позволяет создать систему исходя из единой стратегии и стратегий конкурирования бизнес-единиц с учетом особенностей разведки, добычи, переработки, транспорта:

- нацеленность на долгосрочные показатели с учетом показателей разведанности недр, высокой капиталоемкости, объема добычи руды, нефти, газа и т.п.;
- взаимосвязь корпоративного центра и структурных подразделений компании со стратегическими целями и учетом расположения месторождений;
- разработка корпоративной стратегии и стратегий конкурирования для бизнес-единиц, а также функциональных стратегий с учетом подразделений компании.

Построение системы управления на основе стоимостной концепции позволяет решить задачи по достижению целей, распределения функций и полномочий между подразделениями, создания модели компании [10], наделяния менеджеров правами и ответственностью за выполнение целей.

Областью применения оценочных ориентиров также является информирование бизнес-сообщества. Для выбранного типа потенциального инвестора готовится информация с учетом его политики: учет требований поможет ускорить решение. Финансовый спекулянт не видит необходимости в долговременном развитии приобретаемых активов, для него необходима прибыль в ближайшее время. Пенсионные фонды закладывают в расчеты продажу купленных активов через несколько лет по более высокой цене. Оценки для институциональных портфельных инвесторов (финансовые инвесторы, заинтересованные в диверсификации портфеля, в вопросы управления бизнесом не вмешивающиеся) отличаются от стратегических инвесторов из отраслей и тем более от индивидуальных мелких инвесторов. Это обстоятельство в 2016 г. продемонстрировано в условиях Минэкономразвития РФ при покупке "Башнефть" – участие в конкурсе только стратегических инвесторов. Private equity фонды (инвесторы, претендующие на роль стратегических партнеров на среднесрочный период в 3-5 лет), готовы принимать участие в решении операционных вопросов, приобретают блокирующие пакеты.

На уровень и динамику оценочных показателей все заметнее влияет информационная открытость: расширение границ прозрачности снижает информационную асимметрию [11, 12]. Неполнота информации обобщающих критериев заставляет компании продвигаться к большей открытости, подстегивает инвесторов к поиску дополнительных данных. Для сырьевых компаний повышение информационной открытости связано с уязвимостью и определенными проблемами на рынке, так как компании-конкуренты могут использовать открытые коммерческие данные в своих интересах. На практике такие компании, как "Газпром", "Лукойл", "Норильский никель", заключают конфиденциальные соглашения, предусматривающие раскрытие дополнительной информации инвестору. Кроме того, информацией для инвесторов служат оценки из открытых документов.

Анализ показывает, что несмотря на различия в подходах к разработке корпоративных программ, компании во многом схожи в их выработке. Если компанией ВР преследуются исключительно коммерческие цели, то в программах ПАО "Газпром нефть" отражаются интересы государства, и в них должным образом находят отражение положения концепции развития ТЭК России до 2035 г., структура разграничена по видам деятельности: добыча, нефтепереработка и сбыт, вне зависимости от затрат прослеживается привязанность к конкретному региону (ЯНАО), присутствует определенная статичность – сохранение постоянного соотношения запасов к добыче, но не упоминается финансовая составляющая. Направлением расширения ресурсной базы определяется шельф, добыча на котором существенно дороже, т.е. основа будущего развития – сохранение и наращивание объемов, несмотря на рост затрат. А компания ВР допускает сокращение добычи нефти, реализует только проекты со стоимостью извлечения нефти ниже текущей.

ПАО "Газпром нефть" пытается занять место на высокомаржинальных рынках моторных масел и других высоко rentабельных продуктов, где уже существует большая конкуренция на мировом рынке и более реально занять соответствующее место на национальном рынке. Компания ВР стремится сохранить устойчивость в меняющихся условиях, создавая новые продукты и осваивая новые сегменты. Примером может послужить ее кооперация с автопроизводителями, которая позволит компании более тонко ощущать новые тенденции функционирования основных потребителей своей продукции.

Компания "Газпром нефть" ставит цели до 2025 г., а ВР ежегодно пересматривает стратегию на 5 лет. В отличие от стратегии "Газпром нефти" программа компании ВР уделяет больше внимания потенциальным угрозам и возможным ответам на них. Стратегию компании "Газпром нефть" можно назвать сбалансированной и наполненной количественными показателями по каждому направлению деятельности, но вместе с тем статичной и не учитывающей риски. Достижение целей могло бы привести к повышению финансовых показателей компании "Газпром нефть", но при развитии в последнее время негативных тенденций финансовое благополучие ставится под сомнение. Отсюда: получение высокого финансового результата за определенный период не ведет к аналогичной ситуации в будущем.

Мировая практика показывает, что для объективной оценки требуется информация не только от собственника актива, но и от информационных посредников. Инвестору интересны оценки независимых экспертов рейтинговых агентств (Fitch Ratings, Moody's, Standat&Poor's) [13]. Наиболее значимыми при построении рейтингов для сырьевых компаний являются условия режима недропользования, система налогообложения (включая рентную составляющую). Выставляемые рейтинги позволяют сформулировать прогнозы, дают информацию с позиции риска и таким образом влияют на выбор инвестора [14].

Для развития институтов рынка, большей объективности оценок необходимо развитие национальных агентств. Присвоение кредитного рейтинга по российской шкале предоставляет преимущества участникам отечественной системы рейтингования: получение компетентной оценки риска инвестирования/кредитования относительно других российских заемщиков; улучшение условий привлечения ресурсов, рост ликвидности рублевых долговых обязательств; усиление позиций в конкурентной борьбе за кредитные ресурсы на российском рынке.

Создание отечественной системы (в 2016 г. приступило к работе Аналитическое кредитное рейтинговое агентство является шансом для развития. Многообразие подходов к построению рейтингов приведет к меньшей ангажированности и повысит объективность результатов. Сейчас у компаний и потенциальных инвесторов существует потребность не в спекулятивной оценке рисков, востребована оценка без политической составляющей.

Нерешенной при построении оценочных показателей остается проблема количественного определения влияния иррационального поведения инвестора, информационной асимметрии, ограниченного характера раскрываемой компанией информации. Трудно рассчитать меру влияния, но

с названием таких процессов сложностей не возникло – это управление настройками инвесторов, регулируемое политикой по управлению доходами и политикой по раскрытию информации. В рыночную оценку могут вмешаться и внешние обстоятельства, как при "народном" IPO компании "Роснефть".

\* \* \*

Оценочные показатели (их системы) апробированы мировой практикой, но нуждаются в достаточно трудоемкой работе по применению в конкретных условиях с соблюдением общих методических принципов. Востребованными являются оценки как подготовленные собственными специалистами, так и внешними экспертами. "Цена" и объективность оценок разнятся, но для полноценной картины нельзя исключить какую-либо часть. Потребность в объективности оценок неуклонно повышается, они закладываются в прогнозы, лежат в основе управленческих решений. Проблемами реализации разрабатываемых программных документов являются недостаточность для принятия решений оценки только обобщающих показателей, необходимость дополнительных оценок, разъясняющих обобщающие, игнорирование общих методических подходов. Отраслевые программы и стратегии не декомпозируются, недостаточным является наличие как стоимостных, так и производственных показателей. Такие программы порой не находят отражения в корпоративных стратегиях.

Объективная оценка перспектив развития, потенциала российских компаний сырьевого сектора связана не столько с определением обобщающих показателей, сколько с необходимостью раскрытия оценок по отдельным показателям. В условиях нестабильности общей макроэкономической ситуации, неопределенности геополитической обстановки возрастает роль производственных показателей: обеспеченность запасами, разведанность недр, коэффициент извлечения, выработанность месторождений, объем добычи угля, объем переработки нефти и газа, продуктивность скважин и др.

Объективная оценка итогов и перспектив обусловлена и решениями методического характера. Оценочные показатели отечественных компаний могут быть скорректированы при использовании зарубежных подходов построения программных документов. Оценка привлекательности отечественных сырьевых активов на мировом рынке повышается при оценке запасов и ресурсов по признанным международным стандартам.

Компании достигают лучших результатов по привлечению инвестиций, если производят оценку интересов и намерений групп инвесторов, разрабатывают мероприятия, повышающие привлекательность, под конкретную группу. Помимо расчетов эффективности инвестиций, аналитикам нужна информация по рискам, важны данные независимых экспертов, рейтинговых агентств. Волатильность оценок рейтинговых агентств подтверждает необходимость владения не только обобщающей информацией. Информационную асимметрию участники рынка сглаживают путем анализа данных как из открытых программных документов, так и путем заключения соглашений о раскрытии дополнительной информации.

## Л и т е р а т у р а

1. Авдашева С.Б., Корнеева Д.В. Оценка эффектов конкурентной политики в российской металлургии // В кн.: XV Апрельская международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества: в 4-х кн. / Отв. ред. Е.Г.Ясин. – Кн. 1. – М.: Издательский дом НИУ ВШЭ, 2015. – С. 455-464.
2. Пономарев А.К., Дежина И.Г. Оценки и подходы к формированию приоритетов развития России // Форсайт. – 2016. – № 1. – С. 7-15.
3. Уланов В. Л. О достижении отраслями ТЭК новых рубежей // Нефтяное хозяйство. – 2015. – № 11. – С. 76-77.
4. Алешина А.В., Булгаков А.Л. Системный риск и финансовый кризис // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2017. – Т. 3, № 4. – С. 62-73.
5. Achievements and Strategic Options Evaluation of the Extractive Industries Transparency Initiative Final Report Oslo. – 2011. – 229 p.
6. Akhonorbay H. Saudi Arabia's Energy Policy a disciplined approach to forward-looking policymaking, Washington, DC: CSIS. – 2012. – P. 2.
7. Cagwin D., Bouwman M.J. The Association between Activity-Based Costing and Improvement in Financial Performance, Management Accounting Research. – 2002. – Vol. 13, № 1 (March).
8. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2008. – 576 с.
9. Rautava J. Oil Prices. Excess Uncertainty and Trend Growth: A Forecasting Model for Russia's Economy. Focus on European Economic Integration. – 2013. – Q4/13. – P. 77-87.
10. Каплан Роберт С., Нортон Дейвид П. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию: пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", – 2010. – 282 с.
11. Уланов В.Л. Инициатива прозрачности в добывающих отраслях и расширение границ информационной открытости компаний // Международная экономика. – 2017. – № 1. – С. 44-52.
12. Hilson G. Corporate Social Responsibility in the extractive industries: Experiences from developing countries. Reading. Resources Policy. – 2012. – P. 131-137.
13. Турсунов Т.М. Рейтинговые агентства и их роль на рынке структурированных финансовых инструментов // Корпоративные финансы. – 2010. – № 3 (15). – С. 79-83.
14. Володин С.Н., Емелькина А.И. Борьба с рыночным манипулированием в развивающихся странах: используемые методы и их применимость в России // Управление финансовыми рисками. – 2017. – Т. 51. – № 3. – С. 190-201.

© Уланов В.Л., 2018

Уланов Владимир Леонидович, VULANOV@HSE.RU

## Performance Indicators as a Guide to Making Effective Solutions in Mineral Commodities Business

V.L. Ulanov (National Research University Higher School of Economics)

The author gives recommendations on developing an effective model of management, building a decision-making system based on corporate policies and competing strategies of business units. It is shown that success of the companies can be determined not only by the use of effective techniques and new technologies, but also by adoption of management decisions of methodical nature. The importance of taking into account business peculiarities is demonstrated. Investment attractiveness of mineral assets is largely determined by the fundamentals of growth (stock levels, production and transport volumes, operating efficiency, size of cost of capital). Their value varies over time, but their role as the foundation remains.

**Key words:** development and growth; strategy; value of the company; mineral raw assets; ratings; informational asymmetry; investment attractiveness.