

На правах рукописи

ВАШАКМАДЗЕ Теймураз Теймуразович

**УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ФИРМЫ
В ПРОЦЕССЕ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ
НА ОСНОВЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ СО СТЕЙКХОЛДЕРАМИ**

*Специальность 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством
(менеджмент)*

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2013

Работа выполнена на кафедре общего и стратегического менеджмента
Федерального государственного бюджетного образовательного
учреждения высшего профессионального образования «Российская
академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте
Российской Федерации»

Научный руководитель – **Гапоненко Александр Лукич**
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты – **Бобылева Алла Зиновьевна**
доктор экономических наук, профессор
зав. кафедрой финансового менеджмента,
факультет государственного управления
ФГБОУ ВПО «Московский
государственный университет имени М.В.
Ломоносова»
Зубко Виктория Юрьевна
кандидат экономических наук
старший аудитор ЗАО «КПМГ»

Ведущая организация – ФГБУН «Институт экономики Российской
академии наук»

Защита состоится 11 декабря 2013 г. в 11 часов 30 минут на заседании
диссертационного совета Д 504.001.09 по экономическим наукам при
РАНХиГС по адресу: 119606, Москва, Проспект Вернадского, 84, 1-й
учебный корпус, ауд. 2312.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО
«Российская академия народного хозяйства и государственной службы при
Президенте Российской Федерации».

Автореферат разослан и размещен на официальном сайте РАНХиГС
11 ноября 2013 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета

С.В. Раевский

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования определяется необходимостью совершенствования методов управления стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения (M&A). Стратегической целью любого коммерческого предприятия является рост ее стоимости; следовательно, менеджменту компании необходимы эффективные инструменты планирования, координации и контроля, которые позволят своевременно принимать решения с целью максимизации стоимости бизнеса.

В процессе слияния и поглощения возникают специфические проблемы, в частности, столкновение корпоративных культур и их нивелирование, формирование новых организационных структур управления, трансформация прежних мотивационных схем и многие другие. Среди них особое место занимает проблема взаимодействия со стейкхолдерами и выстраивание таких отношений, которые способствовали бы повышению капитализации объединенной компании.

Объединенная компания выстраивает отношения с пятью ключевыми группами стейкхолдеров: потребителями, инвесторами, персоналом, государственными структурами, поставщиками. Игнорирование интересов стейкхолдеров или недостаточное взаимодействие с каждым из них может оказать существенное влияние на стоимость фирмы. Выработка мер по максимизации стоимости предприятия в процессе слияния и поглощения на основе взаимодействия со стейкхолдерами требует методического обоснования. Необходимо создать механизмы, которые позволят планировать и прогнозировать

стоимость объединенной компании, координировать мероприятия по повышению стоимости предприятия и контролировать показатели эффективности управления стоимостью фирмы.

Методы управления стоимостью фирмы достаточно хорошо изучены, существуют компании, которые успешно управляют стоимостью. В то же время специфика управления стоимостью в процессе слияния и поглощения на основе взаимодействия со стейкхолдерами исследована не в полной мере.

Все это говорит об актуальности выбранной темы исследования и необходимости совершенствования методов управления стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения на основе взаимодействия со стейкхолдерами.

Степень изученности проблемы. В исследование вопросов управления стоимостью фирмы существенный вклад внесли такие авторы, как Э. Блэк, М. Браун, Д. Л. Волков, И. В. Ивашковская, Р. Каплан, Т. Коллер, М. Контрада, Т. Коупленд, Б. Мадден, Дж. Муррин, М. Мэлоун, Дж. Найт, Д. Нортон, А. Раппапорт, М. Скотт, Дж. Стерн, Т. Стюарт, Т. В. Теплова, Л. Эдвинсон и ряд других ученых.

Вопросы управления сделками слияния и поглощения рассматриваются в работах М. Бишопа, Дж. Бовера, М. Букериуса, Т. Галпина, С. В. Гвардина, П. Гохана, Д. Джемисона, П. Моросини, Б. Пешеро Пети, Н. Б. Рудыка, К. Феррис, П. Хаспеслага, К. Хомбурга, М. Хэндона, Ф. Эванса и др.

Общие проблемы стратегического управления организацией исследованы в работах А. Н. Алисова, Р. Бергера, Н. Бикхоффа, О. С. Виханского, А. Л. Гапоненко, У. Кима, Ф. Котлера, Г. Минцберга, Р.

Моборна, В. А. Николаева, А. П. Панкрухина, Дж. Пирса, М. Портера, Р. Робинсона и др.

Формирование теоретических основ управления стейкхолдерами связано с работами таких авторов, как И. Джавахар, Т. Доналдсон, И. В. Ивашковская, Дж. МакЛагин, Дж. Пост, Л. Престон, С. Сакс, Р. Филлипс, Э. Фриман и др.

В последнее время появились исследования, посвященные влиянию взаимоотношений организации со стейкхолдерами на величину ее капитализации. Это работы А. Аргандона, Л. Бечетти, А. Боргерса, О. Гудхами, С. Гула, Дж. Дервала, Ч. Квока, К. Кудека, М. Курана, Н. Кобеисси, Д. Мишра, Д. Морана, Д. Паттена, Р. Цициретти, И. Хасана, Дж. Хорста и др.

Различным аспектам роли стейкхолдеров в сделках слияния и поглощения посвящены статьи Х. Андерсона, Т. Голя, Р. Мадхавана, К. Оберга, М. Паушича, В. Хавила, Дж. Холстрома и др.

Однако в современных исследованиях недостаточно внимания уделяется исследованию того, как взаимодействия со стейкхолдерами влияют на процесс сделок слияния и поглощения, в то время как практика управления стоимостью фирмы требует развития и модернизации инструментов планирования и контроля взаимодействия со стейкхолдерами.

Актуальность и существующее состояние анализа указанных проблем обусловили цель и задачи диссертации.

Цель и задачи диссертационного исследования. Цель работы – развить концептуальные основы управления стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения на основе управления

взаимоотношениями со стейкхолдерами и предложить на данной основе практические методики для их внедрения в компании. При этом поставлены следующие задачи:

- уточнить концепцию управления стоимостью фирмы;
- обосновать использование модифицированной сбалансированной системы показателей (ССП) для управления стоимостью фирмы в процессе сделок слияния и поглощения;
- разработать инструменты анализа сделок слияния и поглощения;
- доказать целесообразность использования стандарта AA1000SES для координации интеграционных процессов в процессе сделки слияния и поглощения;
- предложить показатель оценки взаимодействия со стейкхолдерами в процессе сделки слияния и поглощения.

Объектом исследования выступает процесс управления стоимостью компании в процессе слияния и поглощения.

Предметом исследования является совокупность управленческих и связанных с ними социально-экономических отношений, возникающих в процессе управления слияния и поглощения.

Теоретическая основа и методы исследования. Теоретической основой диссертационного исследования послужили работы отечественных и зарубежных ученых в области управления стоимостью фирмы, результаты прикладных исследований по данной проблеме. В ходе исследования применялись методы эконометрического, экономического и логического анализов, системного подхода. Были использованы графические и табличные приемы представления информации. Для сбора

статистической информации была использована информационная система блумберг (Bloomberg).

Содержание диссертационного исследования соответствует требованиям паспорта научных специальностей ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации по специальности 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством (менеджмент); пункт 10.17. Корпоративное управление. Формы и методы корпоративного контроля. Управление стоимостью фирмы. Роль и влияние стейкхолдеров на организацию. Миссия организации. Корпоративная социальная ответственность. Социальная и экологическая ответственность бизнеса.

Основные новые научные результаты исследования, полученные лично автором и выносимые на защиту, состоят в следующем:

Решена научная проблема, имеющая важное народнохозяйственное значение, – разработаны концептуальные основы управления стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения на основе управления взаимоотношениями со стейкхолдерами и на данной основе предложены практические методики для их внедрения в компании. В концептуальных основах обоснованы теоретико-методологические положения управления стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения на основе управления взаимоотношениями со стейкхолдерами. В их числе:

1. Уточнена концепция управления стоимостью фирмы. В отличие от существующих данная концепция основана на использовании современных управленческих технологий, в частности: модифицированной сбалансированной системы показателей (ССП), формирования управленческих команд, проектном управлении, использования стандарта взаимодействия со стейкхолдерами AA1000SES и

показателя оценки взаимодействия со стейкхолдерами (показатель ESG). Показано, что в основе концепции управления стоимостью фирмы на основе взаимодействия со стейкхолдерами лежат три следующих положения:

- Взаимоотношения со стейкхолдерами непосредственно влияют на стоимость компании, что требует выстраивания системы управления со всеми стейкхолдерами компании;
- Игнорирование интересов стейкхолдеров в стратегических инвестиционных решениях, к каковым относятся сделки слияния и поглощения, ведет к тому, что стоимость компании может быть под угрозой;
- Корпоративная социальная ответственность бизнеса выступает инструментом коммуникации инвесторам о том, как менеджмент управляет стейкхолдерским риском.

2. Обосновано использование модифицированной сбалансированной системы показателей (ССП) для управления стоимостью фирмы в процессе сделок слияния и поглощения. В отличие от классической сбалансированной системы показателей, где выделяются четыре составляющие (финансы, клиенты, бизнес-процессы, развитие и обучение), предлагается расширить клиентскую составляющую, рассматривая в ней не только клиентов, но и всех стейкхолдеров организации. Модифицированный вариант ССП позволит учесть интересы стейкхолдеров при разработке стратегии и, тем самым, максимизировать стоимость объединенной компании в процессе слияния и поглощения.

3. Разработаны инструменты анализа сделок слияния и поглощения:

- Методика оценки областей достижения синергетических эффектов. Предлагаемая методика анализа опирается на использование инструментов стратегического и финансового анализов.
- Аналитическая матрица, которая позволяет ранжировать стейкхолдеров на четыре категории:
 - Комфортные стейкхолдеры. Оказывают минимальное влияние на сделку и демонстрируют к ней позитивное отношение.
 - Создатели синергии. Классифицируются как приоритетные. Имеют максимальное влияние на сделку и позитивно к ней настроены.
 - Опасные стейкхолдеры. Их негативное отношение к сделке создает риски для синергии, однако их влияние на сделку невелико.
 - Разрушители синергии. Негативно относятся к сделке и имеют максимальное воздействие.
- Аналитическая матрица, которая позволяет определить, какой скорости интеграции должен придерживаться менеджмент компании в зависимости от отношения стейкхолдеров к сделке. Матрица строится на основе анализа позитивного и негативного отношения внутренних и внешних стейкхолдеров к сделке.

4. Доказана целесообразность использования стандарта взаимодействия со стейкхолдерами AA1000SES для координации интеграционных процессов в процессе сделки слияния и поглощения, который предусматривает интеграцию социальных аспектов в организацию бизнеса. Использование стандарта позволит организовать

процесс систематического вовлечения стейкхолдеров предприятия и выстроить коммуникацию с ними в процессе слияния и поглощения. Вовлечение стейкхолдеров происходит за счет создания внутренних комитетов, проведения диалогов и консультации со стейкхолдерами.

5. Предложен показатель оценки взаимодействия со стейкхолдерами в процессе сделки слияния и поглощения. В качестве количественного показателя предложено использовать интегрированный индикатор ESG (environmental, social and governance). Индикатор ESG показывает качество взаимодействия со стейкхолдерами и с его помощью компания сможет регулярно отслеживать динамику в области взаимоотношений со стейкхолдерами. Доказано, что индикатор ESG имеет положительную корреляцию с будущей рыночной капитализацией компании. На основе проведенного эмпирического исследования автор утверждает, что инвесторы учитывают факторы ESG в оценочных моделях для определения фундаментальной стоимости компании. Чем больше компания дает информацию о том, как она взаимодействует со стейкхолдерами, тем больше у инвесторов возможность оценить устойчивое развитие предприятия.

Практическая значимость работы состоит в том, что полученные в ней результаты формируют целостный комплекс управленческих воздействий в рамках управления стоимостью фирмы в процессе сделок слияния и поглощения на основе взаимоотношения со стейкхолдерами. Выработаны рекомендации по построению системы управления интеграционными процессами в процессе сделки слияния и поглощения с учетом интересов стейкхолдеров. Теоретические выводы могут быть использованы как база для создания учебных курсов и консалтинговых

проектов. Теоретические и практические результаты могут быть использованы в дальнейших исследованиях проблем управления стоимостью фирмы.

Апробация результатов исследования. Положения и выводы диссертации апробированы в ходе практической деятельности автора, докладывались и обсуждались на различных конференциях в России и в Европе, а также на методологических семинарах кафедры общего и стратегического менеджмента Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ. Различные аспекты исследования изложены в девяти публикациях автора общим объемом 3,5 п.л., в том числе в двух статьях в изданиях, входящих в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК РФ. Также автор является соавтором в пяти публикациях общим объемом 2,3 п.л., в том числе в одном издании, которая входит в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК РФ.

Структура и содержание работы определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложения.

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ

1. Уточнена концепция управления стоимостью фирмы.

Концепция управления стоимостью фирмы на основе взаимодействия со стейкхолдерами заключается в том, что максимизация стоимости для акционеров происходит при условии, что результаты

деятельности фирмы приводят к максимизации стоимости для всех стейкхолдеров. В классической концепции управления стоимостью фирмы вся система управления направлена на максимизацию акционерного капитала и, следовательно, управленческие решения, в том числе и такие стратегические, как сделки слияния и поглощения могут быть приняты, игнорируя интересы всех стейкхолдеров компании-приобретателя и компании-цели. Игнорирование интереса стейкхолдеров компании может привести к снижению стоимости компании, особенно когда рыночная капитализация компании более чем на 50% формируется за счет интеллектуального капитала. В управлении интеллектуальным капиталом очень важно учитывать интересы всех стейкхолдеров фирмы, так как они и выступают его носителями. То, каким образом происходит взаимодействие с каждым из стейкхолдеров, определяет уникальность бизнес-модели компании. Как известно, существует прямая взаимосвязь между стоимостью компании и ее бизнес-моделью, так как в зависимости от используемой бизнес-модели напрямую зависит то, какими будут будущие денежные потоки компании. Таким образом, то, как менеджмент компании выстраивает взаимоотношения со стейкхолдерами и коммуницирует это инвесторам, оказывает непосредственное влияние на стоимость компании.

Получается, что в основе концепции управления стоимостью фирмы на основе взаимодействия со стейкхолдерами лежат три следующих положения:

- взаимоотношения со стейкхолдерами непосредственно влияют на стоимость компании, что требует выстраивания системы управления со всеми стейкхолдерами компании;

- игнорирование интересов стейкхолдеров в стратегических инвестиционных решениях, к каковым относятся сделки слияния и поглощения, ведет к тому, что стоимость компании может быть под угрозой;
- корпоративная социальная ответственность бизнеса выступает инструментом для коммуникации инвесторам о том, как менеджмент управляет стейкхолдерским риском.

2. Обосновано использование модифицированной сбалансированной системы показателей (ССП) для управления стоимостью фирмы в процессе сделок слияния и поглощения.

В отличие от классической сбалансированной системы показателей, где выделяются четыре составляющие (финансовая составляющая, клиентская составляющая, бизнес-процессы, развитие и обучение), предлагается расширить клиентскую составляющую, рассматривая в ней не только клиентов, но и всех стейкхолдеров организации. Подобная СПП позволит учитывать интересы всех стейкхолдеров при разработке стратегии и тем самым максимизировать стоимость компании.

Ниже представлен алгоритм разработки СПП для управления стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения.

Шаг 1. Разработка стратегических целей

В таблице 1 представлены стратегические цели в разрезе перспектив для типовой сделки слияния и поглощения.

Шаг 2. Построение стратегической карты

На рис. 1 представлена типовая стратегическая карта, где для максимизации стоимости объединенной компании в процессе слияния и поглощения на передний план выходит удовлетворенность стейкхолдеров.

Как видно из стратегической карты, увеличение стоимости компании, а следовательно, и удовлетворение акционеров предприятия достигается после удовлетворения стейкхолдеров объединенной компании.

Таблица 1. Универсальные стратегические цели в разрезе перспектив для управления стоимостью компании в процессе слияния и поглощения на основе взаимодействия со стейкхолдерами

Перспектива	Стратегическая цель
Финансы	<ul style="list-style-type: none"> - Увеличить стоимость объединенной компании (Ф1). - Снизить стоимость капитала объединенной компании (Ф2). - Увеличить свободные денежные потоки фирмы объединенной компании (Ф3).
Стейкхолдеры	<ul style="list-style-type: none"> - Увеличить показатель эффективного взаимодействия со стейкхолдерами объединенной компании от сделки в глазах инвесторов (С1). - Повысить удовлетворённость стейкхолдеров объединенной компании (С2).
Процессы	<ul style="list-style-type: none"> - Организовать эффективный диалог со всеми стейкхолдерами объединенной компании на регулярной основе (П1). - Создать проектный офис по управлению интеграцией (П2).
Обучение и развитие	<ul style="list-style-type: none"> - Предоставить доступ к стратегической информации объединенной компании (О1). - Привести в соответствие систему вознаграждений объединенной компании (О2).

Шаг 3. Выбор показателей

Для каждой стратегической цели необходимо разработать показатель. Например, для стратегической цели Ф1 используется показатель стоимость объединенной компании, а для стратегической цели С1 используется показатель ESG.

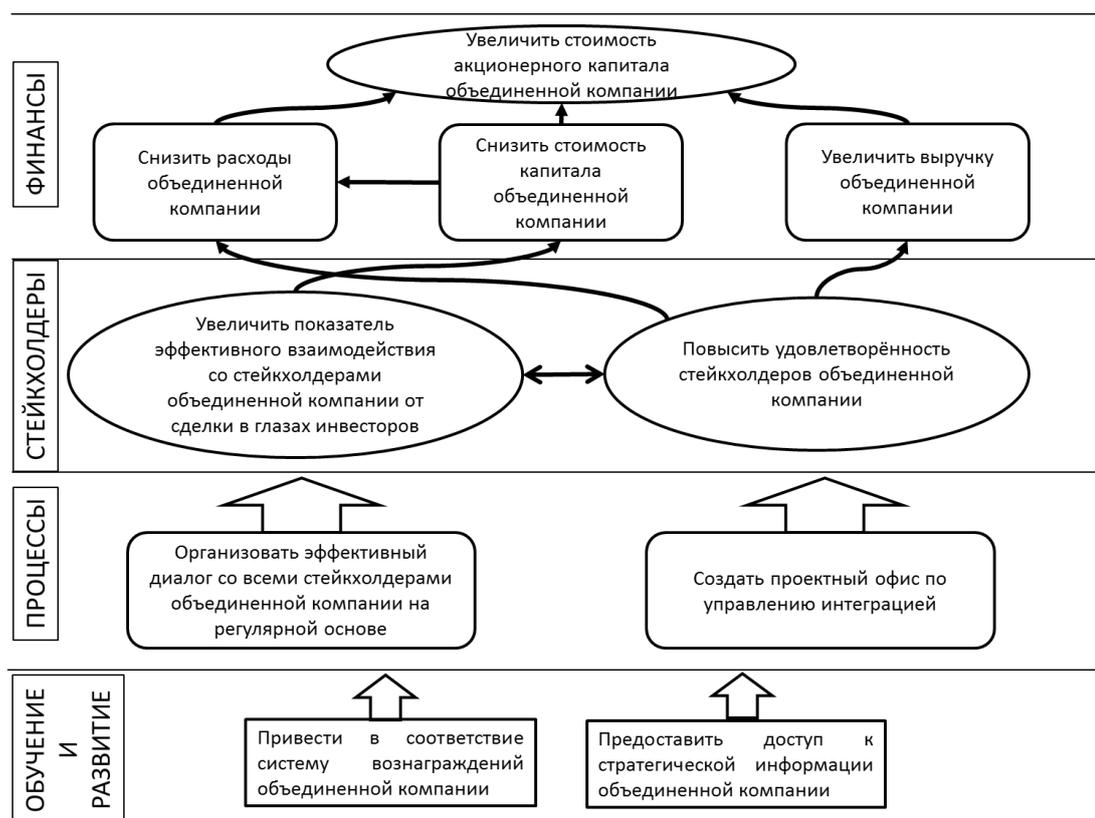


Рисунок 1. Типовая стратегическая карта, где на увеличение стоимости объединенной компании влияет удовлетворенность ее стейкхолдеров

Шаг 4. Определение целевых показателей

Целевые показатели должны быть установлены еще до начала интеграционного процесса. Формированием целевых показателей занимается менеджмент компании-приобретателя.

Шаг 5. Разработка стратегических мероприятий

Каждое стратегическое мероприятие необходимо воспринимать как проект и придерживаться принципов проектного менеджмента. Необходимо по каждому стратегическому мероприятию назначить ответственного, сформировать команды проектов, определить последовательность реализации стратегических мероприятий, выделить бюджет для каждого стратегического мероприятия, вести отчетность, контролировать достижения цели по каждому мероприятию.

3. Разработаны инструменты анализа сделок слияния и поглощения.

Методика оценки областей достижения синергетических эффектов.

На взгляд автора, менеджменту компании-приобретателя требуется аналитический инструмент, позволяющий быстро оценивать и проводить сравнительный анализ бизнес-моделей компании-приобретателя и компании-цели и на основе анализа определять области достижения синергетических эффектов.

Для этого предлагается 12 факторов ROE компании-приобретателя и компании-цели нанести на лепестковую диаграмму, чтобы определить области достижения синергии. Подобный подход визуального анализа получил название модели эрцгамма¹ (рис. 2).

Модель эрцгамма можно использовать вместе с 9-элементным подходом к анализу бизнес-модели, который был предложен Остервальдером и Пинье в книге «Построение бизнес-моделей».

При анализе синергетических эффектов сделок слияния и поглощения предлагаемая методика анализа опирается на использование инструментов стратегического и финансового анализ. На основе финансового анализа определяются области, где возможно достижение синергетических эффектов, и далее, используя инструменты стратегического анализа, а именно методику анализа бизнес-модели, определяются элементы бизнес-модели, которые в первую очередь отвечают за достижение синергетических эффектов. Определив элементы

¹Эрцгамма – название 12-конечной звезды.

бизнес-модели, менеджмент компании может идентифицировать группы стейкхолдеров, которые напрямую связаны с ними.

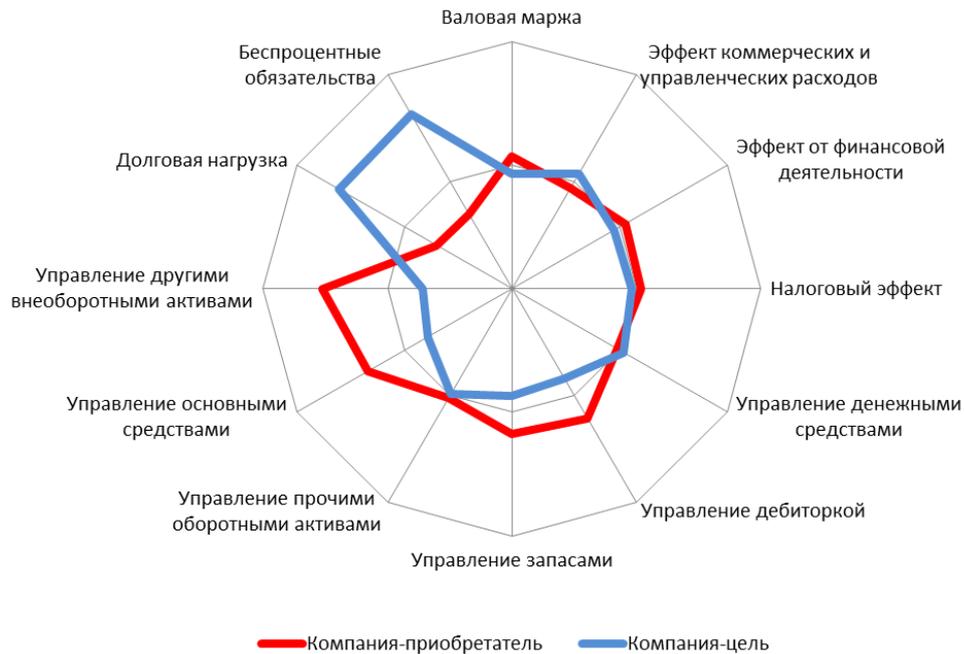


Рисунок 2. Модель эрцгамма

Важно не только определить группы стейкхолдеров, влияющие на синергетические эффекты, но также определить отношение внутренних и внешних стейкхолдеров к сделке. Как показывают исследования, на достижение синергетических эффектов непосредственно влияют скорость интеграции объединенной компании и стратегия коммуникации со стейкхолдерами. Согласование, коммуникация, поиск платформ консенсуса для стейкхолдеров выходят на передний план в управлении стоимостью компании в процессе сделок слияния и поглощения.

Аналитическая матрица, которая позволяет ранжировать стейкхолдеров.

Для того чтобы определить, какие стейкхолдеры являются создателями и разрушителями стоимости объединенной компании, и

правильно разработать коммуникационную стратегию, предлагается модифицированная матрица Менделоу. Для комплексного понимания уровня власти и степени заинтересованности стейкхолдеров в рамках процессов слияний и поглощений целесообразно использовать модифицированную матрицу, определяющую стейкхолдеров, имеющих потенциально высокое влияние на сделку. Кроме того, матрица модифицирована за счет добавления параметра, характеризующего отношение стейкхолдеров к сделке (рис. 3).

Отношение стейкхолдеров к сделке	Позитивное	Комфортные стейкхолдеры Оказывают минимальное влияние на сделку и демонстрируют к ней позитивное отношение.	Создатели синергии Классифицируются как приоритетные. Имеют максимальное влияние на сделку и позитивно к ней настроены.
	Негативное	Опасные стейкхолдеры Их негативное отношение к сделке создает риски для синергии, однако их влияние на сделку невелико.	Разрушители синергии Негативно относятся к сделке и имеют максимальное воздействие.
		Негативное	Позитивное
		Влияние стейкхолдера на сделку	

Рисунок 3. Матрица стейкхолдеров, создающих и разрушающих синергию

Аналитическая матрица, которая позволяет определить, какой скорости интеграции должен придерживаться менеджмент компании в зависимости от отношения стейкхолдеров к сделке.

Дополнительно к матрице, представленной на рис. 3, автор разработал аналитическую матрицу, позволяющую определить, какой скорости интеграции должен придерживаться менеджмент компании в зависимости от отношения стейкхолдеров к сделке (рис. 4). Матрица

строится на основе анализа позитивного и негативного отношения внутренних и внешних стейкхолдеров к сделке.

Отношение внешних стейкхолдеров к сделке	Позитивное	Медленная скорость интеграции	Быстрая скорость интеграции
	Негативное	Интеграцию необходимо отложить	Средняя скорость интеграции
		Негативное	Позитивное
		Отношение внутренних стейкхолдеров к сделке	

Рисунок 4. Матрица определения скорости интеграции на основе идентификации отношения стейкхолдеров к сделке

4. Доказана целесообразность использования стандарта взаимодействия со стейкхолдерами AA1000SES для координации интеграционных процессов в процессе сделки слияния и поглощения, который предусматривает интеграцию социальных аспектов в организацию бизнеса.

Стандарт взаимодействия с заинтересованными сторонами (Стандарт AA1000SES) – это общеприменимая общедоступная нормативная база для планирования, исполнения, оценки, информирования и нефинансовой аудиторской проверки качества взаимодействия с заинтересованными сторонами. Стандарт AA1000SES предусматривает интеграцию социальных аспектов в организацию бизнеса и призван помочь в организации процесса систематического привлечения стейкхолдеров предприятия к разработке показателей, целей и контрольных систем,

необходимых для обеспечения эффективности общей деятельности организации.

Согласно содержанию стандарта AA1000SES, он может применяться для осуществления как внутреннего, так и внешнего взаимодействия, а также для взаимосвязи между ними. Любое взаимодействие со стейкхолдерами должно осуществляться при соблюдении трех принципов: существенности, полноты и готовности реагирования.

Использование стандарта AA1000SES в процессе слияний и поглощений позволит предприятиям корректно выстроить отношения со всеми стейкхолдерами объединенного предприятия и снизить стейкхолдерский риск. Снижение стейкхолдерского риска позволит провести интеграцию таким образом, что запланированные синергетические эффекты будут достигнуты. Достижение запланированных синергетических эффектов позволит увеличить стоимость объединенной компании.

На основе стандарта AA1000SES и руководства к стандарту разработан алгоритм по созданию процесса взаимодействия со стейкхолдерами в процессе сделок слияния и поглощения (таблица 2).

Таблица 2. Алгоритм по созданию процесса взаимодействия со стейкхолдерами в процессе сделок слияния и поглощения на основе стандарта AA1000SES

Ключевые шаги	Инструменты и ресурсы
Выявление ключевых стейкхолдеров объединенной компании.	Карта стейкхолдеров.
Выявление и оценка стратегических рисков вовлечения стейкхолдеров на этапе интеграции.	Перечень выгод и побудительных мотивов для взаимодействия со стейкхолдерами.
Определение стратегической цели объединенной компании.	Тест на существенность. Матрица влияния и

	зависимости стейкхолдеров. Матрица стейкхолдеров, создающих и разрушающих синергию
Анализ текущего состояния отношений со стейкхолдерами у компании-приобретателя и компании-цели.	
Составление профиля стейкхолдеров	Профиль стейкхолдера – ключевые вопросы.
Разработка стратегического плана взаимодействия со стейкхолдерами.	
Осмысление того, какие индивидуальные навыки и характеристики нужны для взаимодействия со стейкхолдерами.	Карта навыков и характеристик для взаимодействия со стейкхолдерами.
Выбор лучшего способа диалога со стейкхолдерами.	Уровни и методы взаимодействия
Взаимодействия со стейкхолдерами.	
Конвертация знаний в действие.	

5. Предложен показатель оценки взаимодействия со стейкхолдерами в процессе сделки слияния и поглощения. В качестве количественного показателя предложено использовать интегрированный индикатор ESG (environmental, social and governance).

Для того чтобы менеджмент мог отслеживать, насколько эффективно организация взаимодействует со стейкхолдерами, нужен измеритель. В качестве количественного показателя предложено использовать интегрированный индикатор ESG. Показатель ESG (environmental, social and governance) является интегрированным и учитывает факторы окружающей среды, социальные факторы и стандарты корпоративного управления.

Во второй главе диссертации эмпирически доказано, что уровень раскрытия информации по факторам ESG оказывает существенное влияние на будущую капитализацию компании. Это значит, что инвесторы

учитывают ESG-факторы в оценочных моделях для определения фундаментальной стоимости компании.

Разработка и отслеживание интегрированного показателя ESG, который призван отслеживать эффективность взаимодействия компании со своими стейкхолдерами, может использоваться менеджментом компании для управления стоимостью компании в процессе слияния и поглощения.

Автор предлагает использовать методологию FTSE4Good ESG Ratings. Согласно методологии FTSE4Good ESG Ratings, индикатор ESG может иметь максимальный балл 5. Для получения цифрового значения балла оцениваются риски и эффективность работы компании по следующим направлениям: менеджмент окружающей среды; изменение климата; права человека и работников в компании; управление цепочками поставок и трудовые стандарты; коррупция; корпоративное управление.

Ниже представлен пример расчета показателя ESG для ОАО «МХК «Еврохим». Исходной информацией послужили результаты интервьюирования начальника управления стратегических проектов компании.

На первом этапе определяется тематический риск и показатель (theme risk and score). Для каждой компании тематический риск находится в пределах от 0 до 3 (0 – отсутствие риска, 3 — высокий риск), а тематический показатель – в пределах от 0 до 5 (0 – информация не раскрывается, 5 – лучшая практика (best practice)) (см. табл. 3).

На втором этапе рассчитывается риск и показатель на уровне столпов (pillar level risks and scores) – трех основных факторов устойчивого развития компании (см. табл. 4).

Таблица 3. Значения по тематическим рискам и показателям для компании

Тема	Риск (Rt)	Показатель (St)
Менеджмент окружающей среды	3	4
Изменение климата	3	2
Права человека и работников компании	2	3
Управление цепочками поставок и трудовые стандарты	3	3
Противодействия взяточничеству	3	3
Корпоративное управление	2	4

Таблица 4. Значения риска и показателя на уровне столпов

Столп	Риск	Показатель
Окружающая среда (environmental pillar)	3	3
Социальные факторы (social pillar)	2,5	3
Корпоративное управление (corporate governance)	2,5	3,4

Для расчета риска и показателя на уровне столпов используется формула №1 и №2: $R_p = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n}$ (1) $S_p = \frac{\sum_{t=1}^n S_t * R_t}{\sum_{t=1}^n R_t}$ (2)

где R_p – риск на уровне столпа; S_p – показатель на уровне столпа;

R_t – тематический риск; S_t – тематический показатель.

n – количество тем в столпе.

На третьем этапе рассчитывается итоговое значение показателя ESG (формула №3): $S = \frac{\sum_{p=1}^k S_p * R_p}{\sum_{p=1}^k R_p}$ (3)

Итоговое значение показателя ESG для ОАО «МХК «Еврохим» составило 3,13 (максимальное значение 5). Для сравнения, индикатор ESG норвежской компании – одного из мировых лидеров в отрасли удобрений – находится на уровне 4,3. Это говорит о том, что с учетом имеющихся рисков и действий в сфере ESG российская компания менее эффективно

взаимодействует со своими стейкхолдерами, поэтому у нее выше долгосрочные риски.

Практическое же значение данного показателя в том, что с его помощью компания может регулярно отслеживать динамику в области взаимоотношений со стейкхолдерами.

Основные положения диссертационного исследования отражены в следующих **публикациях**:

1. *Вашакмадзе Т.Т.* Подходы к оценке стоимости бизнеса // Портал «Корпоративный менеджмент». – 10.09.2013. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/appraisal/business/intro/Valuation_Standard.shtml. – 0,57 п.л.

2. *Вашакмадзе Т.Т., Мартиросян Э.Г., Сергеева А.А.* Модель управления стейкхолдерами в сделках слияний и поглощений // **Корпоративные финансы. – 2013. – № 2 (26). – С. 81-90. – 0,63 п.л.**

3. *Вашакмадзе Т.Т.* Управление стоимостью компании на основе взаимодействия со стейкхолдерами // Портал «CFO – Russia». – 16.07.2013. – Режим доступа: <http://www.cfo-russia.ru/stati/index.php?article=8115>. – 0,25 п.л.

4. *Вашакмадзе Т.Т.* Концепция управления стоимостью компании // Портал «Корпоративный менеджмент». – 9.07.2013. – Режим доступа: <http://www.cfin.ru/management/finance/valman/valuing.shtml> – 0,68 п.л.

5. *Вашакмадзе Т.Т.* Управление стоимостью компании на основе взаимодействия со стейкхолдерами. Как измерить качество взаимодействия со стейкхолдерами // Экономика и жизнь. – 28.06.2013. - №25/9491. – 0,33 п.л.

6. *Вашакмадзе Т.Т.* Инструменты управления стоимостью компании при проектировании бизнеса // Экономика и жизнь. – 29.03.2013. - №12/9478. – 0,2 п.л.

7. *Вашакмадзе Т.Т.* Сравнительный анализ бизнес-моделей компаний // Экономика и жизнь. – 16.11.2012. - №45/9461. – 0,36 п.л.

8. *Вашакмадзе Т.Т.* Совершенствование бизнес модели как средство управления стоимостью бизнеса // Экономика и предпринимательство. – 2012. - №5 (28). – 0,47 п.л.

9. *Вашакмадзе Т.Т.* Методические рекомендации по расчету стоимости собственного капитала для российских непубличных компаний // Портал «CFO – Russia». – 28.08.2012. – Режим доступа: <http://www.cfo-russia.ru/stati/index.php?article=6069>. – 0,45 п.л.

10. *Martirosyan, E., Vashakmadze, T.* 2013. Introducing Stakeholder-Based Frameworks for Post-merger Integration (PMI) Success, Journal of Modern Accounting and Auditing, ISSN 1548-6583, October 2013, Vol. 9, No. 10, 1376-1381. – 0,38 п.л.

11. *Martirosyan, E., Vashakmadze, T.* 2013. SUN Cube: a new stakeholder management system for the post-merger integration process. Global Business Conference Proceedings 2013, Socially responsible business and global/local competitiveness, pp. 177-188, ISSN 1848-2252. – 0,58 п.л.

12. *Martirosyan, E., Vashakmadze, T.* 2013. The SUN CUBE stakeholder management system for M&A deals in PMI (post-merger management). 6th Annual EuroMed Conference of the EuroMed Academy of Business, Conference Readings Book Proceedings, 2013, pp. 1078-1087, EuroMed Press ISBN: 978-9963-711-16-1 – 0,38 п.л.

13. *Martirosyan, E., Vashakmadze, T.* 2013. Introducing Stakeholder Based Frameworks for Post-Merger Integration Success. Global Business Conference Proceedings, p. 169–175, ISSN 1848-2252.– 0,36 п.л.

14. *Vashakmadze, T.* 2013. Introducing ertsgamma model for performance and M&A analysis // Экономика и предпринимательство. – 2013. - №6 (35). – 0,25 п.л.

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

ВАШАКМАДЗЕ Теймураз Теймуразович

**УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ФИРМЫ
В ПРОЦЕССЕ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ
НА ОСНОВЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ СО СТЕЙКХОЛДЕРАМИ**

**Научный руководитель –
доктор экономических наук, профессор Гапоненко А.Л.**

Изготовитель оригинал-макета –
Вашакмадзе Т.Т.

Подписано в печать 7 ноября 2013 г.

Тираж 80 экз.

Усл. п.л. 1,0

Отпечатано _____ . Заказ № _____

_____, Москва, _____