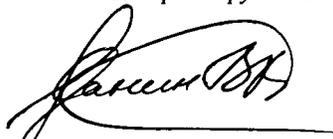


0-791896

На правах рукописи



Санин Вадим Викторович

**БАЛАНС И КОНФЛИКТ ФИНАНСОВЫХ И
ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИНТЕРЕСОВ СТЕЙКХОЛДЕРОВ
В КОРПОРАТИВНОЙ СТРАТЕГИИ ХОЛДИНГА**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит
Специальность 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(менеджмент)

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Санкт-Петербург – 2011

Работа выполнена в Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов»

Научный руководитель: кандидат экономических наук, доцент
Евдокимова Наталья Александровна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Вострокнутова Александра Ивановна
кандидат экономических наук, доцент
Циталовский Эмиль Александрович

Ведущая организация: Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный политехнический университет»

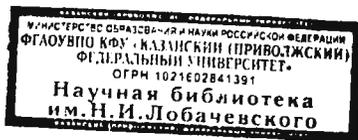
Защита состоится «29 декабря» 2011 г. в 11 часов на заседании диссертационного совета Д 212.277.04 при Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов» по адресу: 191023, Санкт-Петербург, ул. Садовая, д.21, ауд. 3040

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов»

Автореферат разослан «29 ноября» 2011 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета

Н.А. Евдокимова



НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000710608

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Анализируя состояние практики разработки и реализации стратегий (strategy implementation), долгосрочных финансовых планов корпораций, можно констатировать ряд негативных явлений. Средства массовой информации и деловые издания регулярно указывают на внутри- и межкорпоративные конфликты различного масштаба, сопровождающиеся разрывами договорных отношений деловых партнеров, срывами поставок, судебными исками, штрафами, увольнениями и т.д. К примеру, можно вспомнить скандалы с выплатами бонусов топ-менеджерам крупных западных компаний и банков в 2008-2010 гг. Российский «бум IPO» в период 2001-2008 гг. часто трактуют как явно положительное явление. Вместе с тем, экономические обозреватели и журналисты забывают отметить немаловажную особенность данного процесса – приблизительно только 20% эмитентов, вышедших на фондовые площадки и заявивших об амбициозных планах своего развития, смогли продемонстрировать инвесторам обещанный рост своих ключевых финансовых показателей. Доверие зарубежных инвесторов к российским «растущим» эмитентам оказалось подорванным, их «инвестиционная» репутация ухудшилась. Для фондовых аналитиков возросла актуальность вопроса – насколько реалистичны, адекватны и реализуемы заявленные планы эмитента? Консультанты по стратегии в этой связи часто упоминают о необходимости наличия в планах компании баланса интересов ее ключевых стейкхолдеров (здесь и далее, стейкхолдеры, заинтересованные стороны, группы влияния, игроки – синонимы), но не раскрывают подходы и инструменты, позволяющие его достичь.

В процессе разработки корпоративной стратегии противоречивых и конкурирующих интересов, потребностей, ожиданий заинтересованных сторон оказывается целый клубок. Это затрудняет принятие руководством однозначных целенаправленных решений и вынуждает искать компромисс в распределении тех или иных экономических выгод и финансовых ресурсов. Лавирование между интересами часто требует от менеджера, принимающего решение, огромного напряжения ума и сил, что, в конечном итоге, превращает поиск компромисса в искусство, недостижимое для многих.

Глубокий анализ причин многочисленных провалов в реализации корпоративных стратегий условно был начат разработчиками «Системы сбалансированных показателей» Р. Капланом и Д. Нортеном в 90е годы 20 века. Большинство из выявленных ими причин, включая противоречивость интересов, размытую ответственность исполнителей, слабую связь стратегических и операционных показателей, высокую продолжительность процесса внедрения стратегии и множество других, не устранены в полной мере до сих пор. В тоже время крупным корпоративным структурам – холдингам – ответить на вопрос о балансе интересов жизненно необходимо до начала реализации своих стратегий, так как подобные структуры громоздки и инерционны и неправильно заложенные пропорции выгод стейкхолдеров очень трудно поменять в процессе реализации планов.

Появление рекомендаций консультантов о поиске баланса интересов в стратегии связано с осознанием многими представителями академической общественности и бизнеса некорректности традиционной корпоративной целевой функции, на которой базируются корпоративные финансы – максимизации выгоды акционеров, причем в самом современном варианте – управлении на базе стоимости (Value Based Management).

Степень разработанности научной проблемы

Совокупность подходов к обоснованию и выбору показателя для целевой функции корпоративного планирования условно называют теорией финансовых целей или целей финансового менеджмента. За 20е столетие сменилось множество взглядов, парадигм и соответственно целевых финансовых показателей и коэффициентов, но все они исходили из доминанты интересов акционеров. Развитие корпоративного управления и усложнение структуры капитала в совокупности с бурным ростом фондовых и долговых рынков, в первую очередь в США, привели к возникновению проблемы конфликта интересов между собственниками и наемными управленцами, а также между собственниками и кредиторами, которые стали предметом анализа теории агентских отношений (agency theory), основоположниками которой считаются М. Дженсен и У. Меклинг. К началу 90х годов в финансовом целеполагании сформировалась теория максимизации богатства акционеров (wealth maximization theory), выдвинувшая на первый план показатель акционерной или рыночной стоимости (market value, shareholder value, market capitalization) компании. Уже ставшее почти крылатым высказывание представителей McKinsey коротко и ясно раскрывает его суть: «все действия компании должны базироваться на стоимостном мышлении, которое, в свою очередь, обуславливается наличием двух компонентов – системы измерения стоимости и стоимостной идеологии»¹.

С середины 80х годов 20 века, с момента выхода работы Р. Фримена² в теории стратегического менеджмента стало формироваться противоречивое акционероцентризму мнение – стейкхолдер - подход. В нем стейкхолдер – это «любые индивидуумы, группы или организации, оказывающие существенное влияние на принимаемые фирмой решения и/или оказывающиеся под влиянием этих решений»³, а акционеры – одна из важных групп лиц, которая вместе с клиентами, поставщиками, бизнес-партнерами, кредиторами, менеджментом, сотрудниками, местным населением, а также государственными властями вносят свой вклад в реализацию стратегии компании. В качестве целевых функций обсуждаются баланс интересов или максимизация интересов (благополучия) всех стейкхолдеров.

К числу основных минусов стейкхолдер- подхода относится проблема многоцелевого поведения, дающая на практике менеджеру «индальгенцию», снимающую ответственность (перед акционерами) за профессиональные провалы. Эту проблему Дженсен предложил устранить через сохранение максимизации акционерной стоимости в качестве корпоративной целевой функции, но руководствоваться именно долгосрочным горизонтом ее создания и поэтому учитывать интересы всех ключевых стейкхолдеров⁴. Свой подход он назвал «просвещенной максимизацией стоимости»⁵.

«Просвещенный» подход нашел свое отражение в принципах корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития, на базе которых

¹ Коупленд Т., Колер Т., Мури Д. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-бизнес, 1999, с. 16

² Freeman, R. Strategic Management: A Stakeholder Approach. – Boston: Pitman Publishing, 1984

³ Там же, стр. 25

⁴ Jensen, M. Value maximization, Stakeholder theory, and the Corporate Objective Function, Journal of Applied Corporate Finance 14, 2001, pp. 8-21.

⁵ Следует отметить, что «просвещенной стоимости» предшествовала философия «просвещенного маркетинга» (Kotler, P., Wong, V., Armstrong, G. Principles of Marketing. European Edition. London Prentice Hall, 1996), также ориентирующая компанию на долгосрочные цели. Вместе они базируются на концепции «просвещенной выгоды» из этики бизнеса (см, например, Sethi S. Japanese business and social conflict. A Comparative analysis of response patterns with American business. Cambridge, 1975). Философские же и идеологические истоки последней лежат в американском «просвещенном эгоизме» XIX века (Тоцкевилле А. Democracy in America. Chicago: University of Chicago Press, 2000 (первоначально опубликовано 1835г))

разрабатывается большинство кодексов корпоративного поведения в мире. Также он был внедрен в корпоративное право такой акционеро-центричной страны как Великобритания⁶, чье законодательство в области ценных бумаг является ориентиром для всех экономически развитых стран. Эмпирическое подтверждение состоятельности «просвещенной» идеи недавно осуществили Б. Бенсон и У. Девидсон⁷. Результаты их эконометрического анализа показали, что наиболее эффективные менеджеры, чьи компенсационные пакеты «привязаны» к рыночной стоимости их компаний, стремятся выстраивать и оптимизировать отношения со всеми стейкхолдерами.

Среди зарубежных авторов, внесших вклад в развитие стейкхолдер-подхода, помимо вышеупомянутых, можно выделить Д. Вуда, Т. Дональдсона, Т. Джонсона, Дж. Кейма, М. Кларксона, Т. Конти, Р. Митчелла, Д. Палмера, А. Петтигрию, М. Портера, Дж. Поста, Л. Престона, С. Сакса, А. Уикса, Д. Фрумена, Э. Хиллмана, Б. Эйгла. Среди российских ученых данное направление обсуждают и развивают Ю. Благов, А. Вострокнутова, И. Ивашковская, В. Кантор, Г. Клейнер, Е. Корчагина, А. Петров, М. Петров, Т. Теплова, Э. Циталовский и другие.

Несмотря на успехи стейкхолдер - подход имеет еще много существенных пробелов и недостатков, в числе которых отсутствие методического аппарата для единого анализа всех интересов стейкхолдеров, в том числе интересов общества (местного населения, общественных/неправительственных организаций и т.д.), неясность сущности явлений конфликта и баланса интересов множества стейкхолдеров, механизма взаимосвязи и столкновения интересов, показателя их «общего знаменателя», количественных критериев сбалансированности/конфликтности, необходимых для разработки и реализации корпоративной стратегии и другие.

Цель и задачи диссертационного исследования

На основании выявленного несоответствия (противоречия) между потребностями практики разработки и реализации корпоративной стратегии холдинга и возможностями ее теоретического обеспечения, сформулирована следующая **цель исследования** – разработать научно-методический аппарат, позволяющий определять оптимальные значения ключевых (целевых) финансовых показателей корпоративной стратегии холдинга с точки зрения баланса финансовых и экономических интересов множества стейкхолдеров, а также оценивать риск (вероятность) возникновения конфликта интересов стейкхолдеров в процессе реализации стратегии. Выявленные недостатки и пробелы теоретического обеспечения, которые потребовалось устранить для разрешения противоречия, были обобщены и структурированы в следующие **задачи исследования**:

1) разработать подход, а также приемы и способы, необходимые для анализа и унифицированной оценки финансовых и экономических интересов стейкхолдеров в рамках корпоративной стратегии холдинга;

2) раскрыть сущность, выявить основные признаки и свойства баланса и конфликта интересов стейкхолдеров как явлений (ситуаций), возникающих в процессе разработки и реализации корпоративной стратегии;

3) определить базовый математический вид (модель) механизма взаимосвязи и столкновения интересов стейкхолдеров в корпоративной стратегии холдинга, обосновать количественный критерий баланса интересов стейкхолдеров и определить методику его поиска;

⁶UK Company Act, c.46, 2006, st.172

⁷Benson, B., Davidson, W. The Relation between Stakeholder Management, Firm Value, and CEO Compensation: A Test of Enlightened Value Maximization. Financial Management, 2010, vol. 3, iss. 9, pp. 929-964

4) сформулировать подход и методику оценки вероятности (риска) возникновения конфликта интересов стейкхолдеров в процессе реализации корпоративной стратегии холдинга;

5) выявить требования, признаки и критерии, необходимые для формулировки и оценки интересов общества (местного населения/локальных сообществ/общественных (неправительственных) организаций) в корпоративной стратегии, а также для определения оптимального уровня затрат (вложений) холдинга на удовлетворение этих интересов с точки зрения баланса интересов стейкхолдеров.

Объект исследования – стратегические финансы многопрофильного холдинга, являющиеся стыковой областью корпоративных финансов и стратегического менеджмента.

Предметом исследования являются взаимосвязи и столкновения финансовых и экономических интересов стейкхолдеров в процессе разработки и реализации финансовой модели (плана) корпоративной стратегии холдинга.

Область исследования соответствует: пп. 3.5, 3.8, 3.11, 3.13, 3.19, 3.27, 5.4 паспорта специальности 08.00.10 «финансы, денежное обращение и кредит» и пп. 10.11, 10.15, 10.17 паспорта специальности 08.00.05 «экономика и управление народным хозяйством» (менеджмент).

Теоретической и методологической основой исследования послужили:

- теория решения изобретательских задач⁸ для разрешения противоречия целевых критериев максимизации выгоды акционеров и баланса интересов стейкхолдеров в разработке и реализации корпоративной стратегии холдинга;

- (единая) теория конфликта⁹ для анализа сущности явлений конфликта и баланса интересов стейкхолдеров в корпоративной стратегии;

- кооперативная теория игр для экономико-математического моделирования и оптимизации отношений стейкхолдеров (в основу моделирования положена модель (задача) дележа ресурсов Мулена¹⁰, а в основу поиска ее оптимального решения «метод Талмуда» Аумана и Машлера¹¹).

Помимо этого в работе использованы традиционные общенаучные методы исследования, такие как наблюдение и эксперимент, анализ и синтез, индукция и дедукция, сравнение и аналогия.

Информационная база исследования

В исследовании были использованы данные из средств массовой информации и деловых периодических изданий, финансовая и социальная отчетность российских и зарубежных компаний, результаты исследований компаний Ernst&Young, PricewaterhouseCoopers, рейтингового агентства Standart&Poor's, исследовательского центра Harvard Business School. Статистические материалы о функционировании компаний и биржевой динамике их ценных бумаг были взяты и обработаны программными средствами информационной системы Bloomberg.

Финансовое моделирование корпоративной стратегии, а также экономико-математическое моделирование отношений стейкхолдеров производилось на базе практического опыта, полученного автором в период 2003-2009 гг. в инвестиционной

⁸Альтшуллер Г.С. Творчество как точная наука. 2 изд., дополн. – Петрозаводск: Скандинавия, 2004. – с.208

⁹Светлов В.А. Аналитика конфликта, –СПб.: Росток, 2001. Светлов В.А. Введение в единую теорию анализа и разрешения конфликтов, - СПб.: Либриком, 2009

¹⁰Moulin, H. Axioms of cooperative decision making. Econometric society monograph. Cambridge University Press, 1988

¹¹Aumann R., Maschler M. Game theoretic analysis of a bankruptcy problem from the Talmud. Journal of Economic theory. 36, 1985, pp. 195-213.

компании ЗАО «Сбербанк-Капитал», холдингах ОАО «Группа компаний «Евросервис» и ОАО «Группа ЛСР». Ключевой опыт по разработке и внедрению корпоративной стратегии был получен в работе с ведущим российским стратегическим консультантом Strategy Partners¹².

Научная новизна результатов исследования

Обоснован *финансовый стейкхолдер-подход* к стратегическому финансовому целеполаганию в корпорации и разработан его научно-методический аппарат, включающий в себя анализ, оценку, математическую балансировку и оценку конфликтности экономических и финансовых интересов множества стейкхолдеров на базе финансовой модели (плана) корпоративной стратегии.

Основные результаты исследования, обладающие новизной, по специальности 08.00.10 «финансы, денежное обращение и кредит»:

- ✓ для эффективного инвестиционно-финансового планирования в корпорации обоснована необходимость и показана возможность использования математического аппарата теории игр,

- ✓ разработан подход к оптимизации значений ключевых финансовых показателей долгосрочного плана корпорации на базе унифицированной финансовой (стоимостной) оценки интересов множества ее заинтересованных сторон,

- ✓ предложен и методически реализован структурно-сравнительный подход к оценке риска (вероятности) недостижения ключевых финансовых показателей плана корпорации,

- ✓ выделена совокупность критериев и сформирован методический подход к анализу и определению оптимального уровня затрат корпорации на социальную ответственность и устойчивое развитие,

- ✓ предложены алгоритмы распределения финансовых ресурсов, единые для различных сценариев дохода корпорации и отвечающие критерию баланса финансовых и экономических интересов ее заинтересованных сторон.

По специальности 08.00.05 (менеджмент):

- ✓ расширен инструментарий анализа и оценки интересов стейкхолдеров и их взаимосвязи для разработки и реализации корпоративной стратегии,

- ✓ раскрыта сущность, признаки и свойства баланса и конфликта интересов множества стейкхолдеров в корпоративной стратегии холдинга,

- ✓ формализован подход к стратегическому целеполаганию на базе компромисса между целевыми критериями максимизации выгоды акционеров и баланса интересов стейкхолдеров, для последнего предложено количественное обоснование.

Практическая значимость

Применение разработанного научно-методического аппарата позволит корпорациям повысить эффективность внедрения своих инвестиционно-стратегических планов, а также их реалистичность (выполнимость, достижимость) и устойчивость, их акционерам и инвесторам – повысить вероятность получения дохода от покупки ценных бумаг данных эмитентов. Внедрение результатов исследования в образовательные и MBA программы вузов улучшит качество подготовки и повышения квалификации специалистов экономического и управленческого профиля.

Апробация результатов исследования

Результаты диссертационного исследования были обсуждены на ежегодных научно-практических конференциях профессорско-преподавательского состава, науч-

¹²www.strategy.ru. Особую благодарность за полученные практические знания и опыт выражаю Александру Идрисову, Сергею Чумаку и Елене Киселевой

ных сотрудников и аспирантов СПбГУЭФ в 2004, 2005 и 2009 годах.

По теме исследования опубликовано 10 научных работ общим объемом 5,7 п.л. Результаты исследования также представлены в репозитории научных работ Social Scientific Research Network на английском языке (ссылка в списке публикаций).

Структура диссертации

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений, двух приложений и библиографического указателя.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Совокупность результатов исследования обобщена в разрезе ответов на частные задачи исследования, но с учетом краткого описания вводных данных для проведенного моделирования.

1а) Пример условно анализируемого холдинга и его корпоративной стратегии, а также ограничения и допущения для моделирования, используемые в исследовании.

В качестве условного примера рассматривается корпорация X с годовым оборотом в 1 млрд. долларов США, имеющая диверсифицированную структуру активов, юридически оформленную в холдинг. К традиционному «юридическому» признаку холдинга добавлен финансово-управленческий – под холдингом в исследовании понимается группа юридических лиц, функционирующих в соответствии с единой системой принятия стратегических и финансовых решений, которая позволяет реализовывать общую стратегию роста и развития бизнеса. Предполагается, что корпорация имеет трехуровневую юридическую структуру – материнская (холдинговая) компания выступает корпоративным центром (управляющей компанией, УК), владеющим и управляющим субхолдинговыми компаниями, последние, в свою очередь, владеют отдельными предприятиями (бизнес-объектами, БО). С точки зрения модели корпоративного центра¹³ УК в холдинге выполняет роль стратегического контролера. БО объединены по продуктовому, географическому или иному признаку в бизнес-единицы (БЕ). БЕ сгруппированы, как правило, по отраслевой принадлежности в бизнес-направления, которыми и управляют субхолдинговые центры, названные в исследовании продуктовыми компаниями (ПК). Основные инвестиционно-стратегические решения в корпорации принимает совет директоров (СД).

Предполагается, что корпоративная стратегия разработана совместно со стратегическим консультантом на базе «классического» подхода к разработке стратегии, который в мировой практике реализует McKinsey&Co, BCG, AT Kearney, Bain, Monitor, Mercer. В России его, в частности, представляет Strategy Partners. С маркетинговой точки зрения целью стратегии являются конкурентные преимущества, достигаемые за счет развития ключевых компетенций. Целевой финансовой функцией стратегии выступает максимизация рыночной стоимости (Mcap):

$$Mcap \rightarrow \max. \quad (1)$$

Основываясь на традиционных взглядах корпоративных измерений¹⁴, стоимость компании можно разделить на две части – стоимость за счет прибыли, полученной существующими (actual) активами, и дисконтированных будущих денежных по-

¹³ Фут Н., Хенсли Д., Лэндсберг М., Моррисон Р. Роль корпоративного центра // Вестник McKinsey. – 2003. – №1(3). – С.46-55. Авторы предложили двухполюсную классификацию, основанную на степени централизации управления: финансовый холдинг, стратегический архитектор, стратегический контролер, оператор.

¹⁴ Miller M., Modigliani, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. Journal of Business. 1964, №34, pp.411-433.

токов от сделанных и планируемых инвестиций – потенциала создания стоимости, иными словами, корпоративной стратегии:

$$Mcap = Mcap_{\text{исход}} + \Delta Mcap. \quad (2)$$

Для того чтобы связать финансовую и маркетинговую трактовки цели, за аксиому взято утверждение, что создание новых или развитие существующих конкурентных преимуществ (CA) производится за счет инвестиций (Inv) как основного фактора, тогда формула стратегии: $\Delta Mcap = f(CA(Inv))$ или упростив:

$$\Delta Mcap = f(Inv). \quad (3)$$

В итоге, под корпоративной стратегией в работе понимается инвестиционная стратегия холдинга, направленная на максимизацию прироста стоимости его акций посредством создания и развития конкурентных преимуществ:

$$\Delta Mcap \rightarrow \max. \quad (4)$$

Инвестиционная стратегия – это совокупность инвестиционных проектов. Под инвестиционным проектом (ИП) понимается целевое вложение капитала во внеоборотные средства предприятия сроком более чем на один год и на сумму более 1 млн. долларов США. Следует подчеркнуть, что вложения в основные средства и наращивание оборотного капитала различаются, примерно как понятия «развитие» и «рост». Рост – категория в большей степени операционной, а «развитие» – инвестиционно-стратегической деятельности.

Разработка стратегии распределяется по организационной структуре холдинга. УК формирует корпоративный портфель (совокупность БЕ холдинга), отбирая БЕ по таким критериям, как рост рынка, доля рынка, рентабельность, вклад в денежный поток, инвестиционный риск (ставка дисконтирования), синергия с другими БЕ и др. Затем ПК формируют портфель инвестиционных проектов на уровне своих БЕ.

Корпоративная стратегия бывает представлена для анализа в форме презентации и финансовой модели (плана) – двух взаимосвязанных элементов. Презентация при помощи тезисов, схем, графиков и таблиц раскрывает направления и обоснования вложения капитала, а финансовая модель (модель дисконтированных денежных потоков, DCF-модель) это же самое делает математически в стоимостных и натуральных показателях. Основными отчетными формами финансовой модели традиционно являются отчеты (прогнозы) о прибылях и убытках, агрегированном балансе и денежных потоках. Модель разрабатывается на срок не менее пяти лет со скользящим механизмом планирования – ежегодной корректировкой и разработкой модели на последующие пять лет. При этом модели отдельных инвестиционных проектов могут разрабатываться и на большие сроки, но в рамках консолидации в общую модель приводятся к указанному сроку (с перераспределением стоимости бизнеса между дисконтированным денежным потоком и остаточной стоимостью).

Иерархия модели, коррелируя со структурой консолидированной финансовой отчетности холдинга, предполагается трехуровневой: «БО–БЕ–Холдинг». Во избежание сложностей в диалоге с инвесторами и аудиторами, в стратегическом финансовом планировании корпорациям желательно сразу учитывать стандарт 8 «Операционные сегменты» международных стандартов финансовой отчетности. Детализация консолидированной модели ограничивается агрегированными продуктовыми группами, без конкретизации цен и затрат по каждому продукту всех БО. Стоимость холдинга, в целях упрощения, равна сумме стоимостей БЕ. Предполагается, что синергия БЕ учтена при планировании совместного (перекрестного) использования различных ресурсов, в частности основных средств и заемного капитала.

С учетом макроэкономических и отраслевых прогнозов, на практике выделяется, как минимум, три основных финансовых сценария динамики продаж и соответственно инвестиций холдинга – оптимистичный, базовый и пессимистичный (рис.1). Базовый, как правило, рассматривается в качестве наиболее вероятного и свою стратегию холдинг начинает реализовывать по нему.

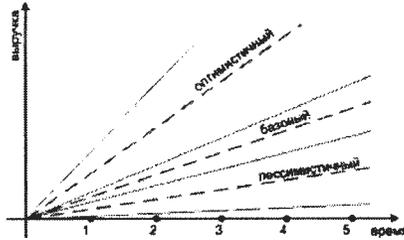


Рисунок 1. Три финансовых сценария общих продаж холдинга

В исследовании рассматривается два варианта (две типовых ситуации) анализа корпоративной стратегии: внутрикорпоративный (или условно «ex-ante») анализ и внешний (условно «ex-post») анализ (рис. 2).

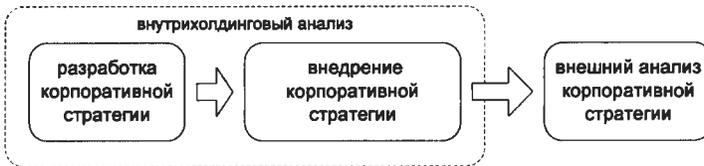


Рисунок 2. Две ситуации анализа корпоративной стратегии холдинга

Внутренний анализ, как правило, связан с процессом внедрения корпоративной стратегии во внутренние управленческие структуры и механизмы холдинга и согласования договорных условий с ключевыми внешними контрагентами. Внешний анализ проводится соответственно уже внешними пользователями – на предмет реалистичности и достижимости обозначенных ключевых финансовых показателей стратегии. В первом случае возникает задача поиска баланса интересов множества стейкхолдеров, во втором актуальна оценка степени конфликтности интересов стейкхолдеров, заложенных в стратегию. И в том и другом случае основной информационной базой анализа является финансовая модель (план) корпоративной стратегии. Внедрение стратегии рассматривается как процесс построения системы инвестиционно-стратегического бюджетирования, в котором условно выделены три этапа (рис. 3).

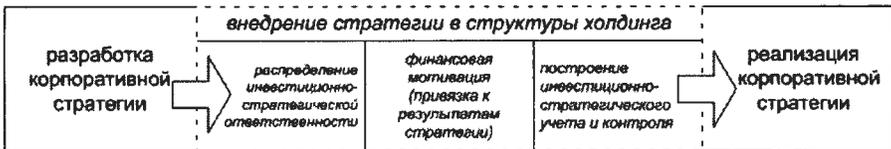


Рисунок 3. Внедрение стратегии как этап ее разработки и реализации

Структура инвестиционно-стратегической ответственности распределяет ответственность за достижение показателей финансовой модели стратегии. Причем эта структура является параллельной структуре центров финансовой ответственности

(ЦФО), разрабатываемой в рамках методологии бюджетирования в компании. Если БО получает инвестиции в рамках корпоративной стратегии, то в нем формируется «центр инвестиционной ответственности» (ЦИО), если не получает, то остается «центром оперативной ответственности». Вновь создаваемые или приобретаемые БО в рамках стратегии также становятся ЦИО.

Для того, чтобы отделить операционную финансовую систему мотивации (компенсации) персонала холдинга от инвестиционно-стратегической – в привязке к финансовой модели, последняя названа в работе общекорпоративной системой стратегических бонусов. Наиболее удачным подходом к ее построению является системный подход, подразумевающий выделение, как минимум, трех уровней в системе. На уровне 1 производится общекорпоративное распределение выгод (оптимизация цепочек создания стоимости) – между акционерами, СД, УК, ПК и БО, а также внешними стейкхолдерами. На уровне 2 очерченные бонусные фонды распределяются уже внутри юридических лиц холдинга – между его руководством и структурными подразделениями, а на уровне 3 производится распределение персональных бонусов внутри отделов и служб, участвующих в реализации проектов. Выплата бонусов осуществляется на ежегодной основе. В работе рассматривается только общекорпоративный уровень.

СД, например, может рассчитывать на бонус в размере определенной доли или процента от прироста стоимости акций, реализуемых посредством опционных программ. Бонусы УК, ПК и БО от реализации стратегии могут быть «привязаны» к соответствующим показателям выручки, EBITDA и инвестициям, например, по следующей схеме:

$$\text{Бонус} = \tau(a_1 \text{Sales} + a_2 \text{EBITDA} + a_3 \text{Inv}), \quad (5)$$

где Sales, EBITDA, Inv – соответствующие показатели финансовой модели – выручка, прибыль (до выплаты процентов, налогов и амортизации) и инвестиции в основные средства; τ – размер бонуса, как правило, в виде определенного процента (доли); a_1 , a_2 , a_3 – оценка вклада субъекта инвестиционной ответственности в достижение показателей стратегии, причем $a_1 + a_2 + a_3 = 1$. Соответственно УК привязаны к показателям консолидированной модели, ПК – своих БЕ, БО – своих ИП.

Инвестиционный (проектный) учет предполагает выделенную совокупность счетов исходя из кодификации всех инвестиций и соответствующие правила работы по этим счетам. Операционный и инвестиционный контуры учета вместе формируют полную систему управленческого учета в корпорации.

Представим финансовую модель (план) корпоративной стратегии через следующую систему обозначений: m – количество ПК, j – индекс ПК, n – количество БО, k – индекс БО. Пусть p – также количество инвестиционных проектов (т.е. все предприятия холдинга получают инвестиции). Каждый из них имеет свои характеристики, основные представлены в таблице 1.

Из модели известно:

$$NPV_k = \sum_{t=0}^T DCF_{kt} + TV_k, \quad (6)$$

где: DCF – дисконтированный денежный поток в t год, TV_k – остаточная стоимость k -го проекта, рассчитанная, предположим, по модели Гордона для бесконечно растущего свободного денежного потока.

Таблица 1

Ключевые показатели инвестиционных проектов корпоративной стратегии

Год (t)/ показатель	0	1	2	3	4	5
Выручка (Sales)	S_{0k}	S_{1k}	S_{2k}	S_{3k}	S_{4k}	S_{5k}
ЕБИТДА	$ebitda_{0k}$	$ebitda_{1k}$	$ebitda_{2k}$	$ebitda_{3k}$	$ebitda_{4k}$	$ebitda_{5k}$
Инвестиции	inv_{0k}	inv_{1k}	inv_{2k}	inv_{3k}	inv_{4k}	inv_{5k}
NPV	NPV_k					

Прирост рыночной капитализации холдинга обеспечивается суммой NPV проектов:

$$\Delta Mcap = \sum_{k=1}^n NPV_k. \quad (7)$$

Выручка холдинга по стратегии S складывается из выручки ПК, а последняя, в свою очередь, из выручки по ИП данной ПК (предполагается, что принципы консолидации соблюдены):

$$S = \sum_{j=1}^m S_j = \sum_{j=1}^m \sum_{k \in j} S_k. \quad (8)$$

Аналогично по $ЕБИТДА$ и инвестициям:

$$ЕБИТДА = \sum_{j=1}^m \sum_{t=0}^T ЕБИТДА_{jt} = \sum_{k=1}^n \sum_{t=0}^T ebitda_{ik}, \quad Inv = \sum_{j=1}^m \sum_{t=0}^T Inv_{jt} = \sum_{k=1}^n \sum_{t=0}^T inv_{ik}. \quad (9)$$

16) Разработан подход, а также приемы и способы, необходимые для анализа и унифицированной оценки экономических и финансовых интересов стейкхолдеров в рамках корпоративной стратегии.

Интерес стейкхолдера в работе определен как желаемая (ожидаемая, требуемая) им экономическая выгода, базирующаяся на его конкретной форме участия (ресурсе, риске, праве, обязательстве, ответственности) в корпоративной стратегии и выраженная в показателях ее финансовой модели.

Ключевым инструментом анализа интересов стейкхолдеров является их *финансовая (стоимостная) структуризация и группировка* – на базе показателей финансовой модели корпоративной стратегии. В результате анализа формируется перечень «финансовых» стейкхолдеров – условно выделенных групп физических и/или юридических лиц, обладающих однородными и внутренне непротиворечивыми с точки зрения показателей финансовой модели интересами.

В качестве основных методических приемов анализа и оценки интересов стейкхолдеров в рамках корпоративной стратегии предложены:

а. разделение интересов на условно постоянные и условно переменные;

б. однозначная и интервальная оценка интересов;

в. матрица инвестиционно-стратегической ответственности для распределения ответственности за показатели финансовой модели (плана) корпоративной стратегии между внутривхолдинговыми стейкхолдерами (на базе таких критериев как: количество ИП и размер инвестиций, участие субъекта инвестиционной ответственности на определенном этапе проекта, функция-роль субъекта в процессе инвестирования);

г. оценка взаимовлияния интересов стейкхолдеров (на базе сетевого графа основных договорных связей и анализа цепочек создания стоимости в холдинге, обеспечивающих реализацию корпоративной стратегии);

д. оценка степени неудовлетворенности интересов стейкхолдеров.

Можно выделить два основных способа сбора информации об интересах стейк-

холдеров – прямой (базовый) и косвенный. Прямой – это опрос представителей стейкхолдерной группы. Собранные данные об интересах аналитику необходимо сравнить с рыночной (отраслевой и биржевой) информацией (например, с компаниями – аналогами) и независимыми прогнозами, что позволяет оценить интересы на предмет их адекватности состоянию рынка и положению компании. Косвенный – возникает в случае недоступности базового. Набор подходов, инструментов и приемов для сбора информации об интересах косвенным способом достаточно индивидуален для каждой компании из-за ее отраслевых особенностей, положения на рынке в момент анализа интересов, особенностей стратегии, перечня ключевых стейкхолдеров и еще целого ряда факторов. К косвенному способу можно отнести экспресс-оценку интересов с помощью независимых экспертов, только в этом случае для объективности необходимо привлекать как можно большее их число.

2) Раскрыта сущность, выявлены основные признаки и свойства баланса и конфликта экономических и финансовых интересов множества стейкхолдеров как явлений (ситуаций), возникающих в процессе разработки и реализации корпоративной стратегии.

Конфликт и баланс интересов – два противоположных состояния финансово-экономических связей и отношений стейкхолдеров холдинга. *Конфликт интересов* – это структурная диспропорция в распределении экономических выгод между стейкхолдерами, вызывающая неустойчивость и угрожающая распадом финансово-экономических связей и отношений при реализации корпоративной стратегии. Соответственно, *баланс интересов* – это структурная пропорция в распределении экономических выгод между стейкхолдерами, обеспечивающая устойчивость и синергизм финансово-экономических связей и отношений в корпоративной стратегии.

Основной причиной возникновения конфликта интересов является стремление стейкхолдеров максимизировать свою выгоду (преимущественно в краткосрочном периоде), *сущность конфликта* состоит в превышении суммы интересов стейкхолдеров над распределяемой экономической выгодой от реализации корпоративной стратегии. Конфликт интересов, как правило, проявляется на этапе реализации корпоративной стратегии из-за неполного перечня стейкхолдеров и недостаточной согласованности их интересов в процессе разработки и внедрения стратегии. Конфликт интересов, заложенный в стратегический план, приводит к увеличению срока его реализации, дополнительным расходам, упущенной выгоде или даже убыткам стейкхолдеров.

3) Определен базовый математический вид механизма взаимосвязи и столкновения финансовых и экономических интересов стейкхолдеров в корпоративной стратегии холдинга, предложен количественный критерий баланса интересов стейкхолдеров и методика его нахождения.

Доминирующим математическим аппаратом в корпоративных финансах является линейное программирование, которое не позволяет искать устойчивые компромиссные состояния в распределении экономических выгод и финансовых ресурсов в условиях конфликта интересов стейкхолдеров. Поэтому для моделирования и оптимизации их финансово-экономических отношений необходимо использование математического аппарата теории игр.

К числу основных требований к описанию механизма взаимосвязи и столкновения интересов следует отнести: минимизацию затрат на сбор информации об интересах стейкхолдеров, наглядность, простоту построения и практического применения модели. Этим требованиям в наибольшей степени соответствует кооперативная

теоретико-игровая модель (задача) распределения (рационарирования, дележа) ресурса. Ее проекция на процесс разработки и реализации корпоративной стратегии следующая:

$$D = (I, r, X), \quad (10)$$

где: I – стейкхолдеры, r – (ресурс) общая выгода от реализации корпоративной стратегии, подлежащая распределению между стейкхолдерами, X – вектор интересов, где x_i – интерес стейкхолдера i , $i \in I$. Ресурсу и интересам дается стоимостная оценка. Сущность конфликта интересов в этой задаче: $\sum_{i \in I} x_i > r$.

Показатель (величина) r – это расчетная, условная величина, определяемая исходя из связей показателей финансовой модели, в которых содержатся или к которым «привязаны» интересы стейкхолдеров. Как правило, это может быть прибыль, добавленная стоимость, прирост капитализации или их различные комбинации. Приведем краткий пример определения «общего знаменателя» интересов.

Предположим, корпорация X для финансирования своей стратегии планирует выход на IPO. Аналитик выделил следующих стейкхолдеров, чьи интересы должны быть сбалансированы для успешной реализации стратегии: «старые» акционеры ($A1$), «новые» акционеры – инвесторы IPO ($A2$), инвестиционный банк (B) и уже вышеупомянутые: $СД$, $УК$, $ПК$ и $БО$. Во избежание громоздкости формул введем допущение: интересы клиентов, поставщиков, бизнес-партнеров, государственных властей, местных сообществ являются фиксированными и подлежащими обязательному удовлетворению, то есть, выведены «за скобки» дележа D .

В период времени $t = 0$ (табл. 1) шла разработка стратегии и были сделаны первые инвестиции за счет собственных источников корпорации, в период $t = 1$ должно произойти IPO. В момент размещения рыночная капитализация предполагается $Mcap_1$, причем она будет меньше плановой $Mcap$ на определенный дисконт d , чтобы сохранить перспективы роста стоимости акций и акционеры IPO могли на этом заработать. После IPO капитализация по итогам года в момент времени $t = 2$ $Mcap_2$ должна выйти на плановую $Mcap$:

$$Mcap_2 - Mcap_1 = d, \quad Mcap_2 = Mcap.$$

Дальнейший ежегодный поступательный рост стоимости предполагается обеспечивать развитием инвестиционной программы (которая разрабатывается скользящим механизмом планирования), а также иными «фундаментальными» и «техническими» факторами (повышением эффективности операционных активов, уменьшением инвестиционного риска, ростом ликвидности акций и т.д.).

Всю инвестиционную программу Inv планируется финансировать из трех источников – вложений «новых» акционеров, реинвестирования части EBITDA от существующих активов, принадлежащих «старым» акционерам, и долговых инструментов. Соответствующие доли известны: $Inv = P_{A1} Inv + P_{A2} Inv + P_{Debt} Inv$, $P_{A1} + P_{A2} + P_{Debt} = 1$. Также известны доли стейкхолдеров $A1$ и $A2$ в структуре нового акционерного капитала (после IPO): $q_{A1} + q_{A2} = 1$. Значение рыночной капитализации без стратегии (инвестиций) известно из формулы (2).

Переходим к описанию интересов.

Аналитик выяснил, что стейкхолдер $A1$ ориентирован на получение целевой доходности \hat{Z}_{A1} вложенного капитала: $x_{A1}(P_{A1}, Inv) = \hat{Z}_{A1} P_{A1} Inv = TV - Mcap_{actual}^{15}$.

¹⁵ здесь и далее знак «^» над показателем означает, что это желаемое стейкхолдером значение выгоды

Стейкхолдер A2 также имеет свой интерес по доходности \hat{Z}_{A2} вкладываемых средств, стремясь понизить цену размещения акций и соответствующую капитализацию $Mcap_1$: $x_{A2}(P_{A2}, Inv) = \hat{Z}_{A2} P_{A2} Inv = q_{A2} Mcap_2 - P_{A2} Inv = q_{A2}(d + Mcap_1) - P_{A2} Inv$.

Совет директоров, принимавший решение по ИП и отвечающий за их реализацию, рассчитывает на долю $\hat{\alpha}$ в приросте стоимости: $x_{CD} = \hat{\alpha}(TV - Mcap_{actual})$.

Инвестиционный банк ориентируется на процент (долю) $\hat{\beta}$ от привлеченных на IPO средств, поэтому стремится максимизировать и свою долю и капитализацию при размещении $Mcap_1$: $x_B = \hat{\beta} \cdot \widehat{Mcap}_1$.

Вклады УК, ПК и БО в реализацию стратегии определяются в соответствии с матрицей инвестиционной ответственности. Бонусы этих стейкхолдеров в нашем примере будут привязаны к показателям выручки, EBITDA и инвестициям по схеме (5). УК рассчитывает на бонус $\hat{\gamma}$: $x_{YK} = \hat{\gamma}(a_1 S + a_2 EBITDA + a_3 Inv)$, каждая ПК – на бонус $\hat{\delta}_j$: $x_{PKj} = \hat{\delta}_j(b_{1j} S_j + b_{2j} EBITDA_j + b_{3j} Inv_j)$, каждый БО – на бонус $\hat{\phi}_k$:

$x_{BO,k} = \hat{\phi}_k(c_{1k} s_k + c_{2k} ebitda_k + c_{3k} inv_k)$, причем $a_1, a_2, a_3, b_1, b_2, b_3, c_1, c_2, c_3 > 0$ и $a_1 + a_2 + a_3 = 1, b_1 + b_2 + b_3 = 1, c_1 + c_2 + c_3 = 1$.

Вектор желаемых выгод X :

$$X(x_{A1}(\hat{Z}_{A1}), x_{A2}(\hat{Z}_{A2}), x_{CD}(\hat{\alpha}), x_B(\hat{\beta}, \widehat{Mcap}_1), x_{YK}(\hat{\gamma}), x_{PKj}(\hat{\delta}_j), x_{BO,k}(\hat{\phi}_k))$$

после согласования интересов примет вид Y :

$$Y(y_{A1}(Z_{A1}), y_{A2}(Z_{A2}), y_{CD}(\alpha), y_B(\beta, Mcap_1), y_{YK}(\gamma), y_{PKj}(\delta_j), y_{BO,k}(\phi_k)).$$

То есть, к примеру, конечный выигрыш УК (убираем знак «^»):

$y_{YK} = \gamma(a_1 S + a_2 EBITDA + a_3 Inv)$. Аналогично для остальных игроков. В итоге ресурсом дележа r для обозначенных интересов выступит следующая величина:

$$r = TV - Mcap_{actual} - P_{A2} Inv,$$

где TV – остаточная стоимость по активам холдинга.

Исходя из необходимости в полной, единой для всех стейкхолдеров коалиции и кооперации¹⁶ в корпоративной стратегии, а также минимизации временных затрат аналитика на сбор информации об интересах, из всего перечня существующих теоретико-игровых оптимумов предлагается остановиться на N-ядре. N-ядро – это решение, основанное на минимизации степени неудовлетворённости выигрышем всех участников игры. Для игры с двумя или тремя игроками существует графический метод определения N-ядра, но для рассматриваемой ситуации, когда количество стейкхолдеров после их финансовой структуризации и группировки может достигать 50, 100 и даже более, этот метод исключен. Ауман и Машлер сформулировали алгоритм поиска решения-вектора кооперативной игры, которое принадлежит N-ядру, для любого числа игроков. Авторы назвали свой алгоритм «методом Талмуда», так как он базируется на примере древнеиудейского описания дележа наследства.

Решение задачи D методом Талмуда Y_{tal} выглядит следующим образом:

$$Y_{tal} = tal(I, r, X) = ug_i(I, \min\left\{r, \frac{x_i}{2}\right\}, \frac{X}{2}) + ul_i(I, (r - \frac{x_i}{2}), \frac{X}{2}), \quad (11)$$

где: $X = \sum_{i \in I} x_i$, $ug_i(I, r, X) = \min\{\lambda, x_i\}$, λ – решение уравнения $\sum_{i \in I} \min\{\lambda, x_i\} = r$,

¹⁶Характеристическая функция кооперативной игры в данном базовом примере не рассматривается

ug (Uniform Gains) – метод равномерных выигрышей; $ul_i(I, r, X) = (x_i - \mu)_+$, μ – решение уравнения $\sum_{i \in I} (x_i - \mu)_+ = r$, здесь $(x_i - \mu)_+ = \max(0, x_i - \mu)$ *ul* (Uniform Losses) – метод равномерных потерь.

Метод Талмуда «половинит» каждый интерес и следует методу равномерных выигрышей до тех пор, пока не удовлетворены половинные претензии. Затем применяется метод равномерных потерь до удовлетворения оставшихся половинных интересов¹⁷.

В основе решения «по Талмуду», так же как и любых других оптимальных дележей в теории игр, лежат два простых принципа «справедливости»: полученная любым игроком выгода не может превышать его первоначального интереса, игрок, имеющий меньший интерес, не может получить больше игрока, имеющего больший интерес.

Вводным условием для моделирования предусматривалось наличие у финансовой модели корпоративной стратегии, как минимум, трех финансовых сценария продаж и соответственно размера инвестиций (рис. 1). Решение «по Талмуду» (11) работает только в условиях конфликта интересов, а это базовый и пессимистичный сценарии, но не работает в оптимистичном. В нем ситуация конфликта интересов исчезает – ресурс для дележа становится больше суммы интересов. В этом случае распределение излишка выгоды (после перекрытия суммы интересов) предлагается произвести пропорционально долям игроков в сумме их интересов (максимальных в случае формулировки интересов интервалом выгоды), но с учетом уровня риска (рейтинга) отрасли для стейкхолдера (в первую очередь, инвестора):

$$y_i = \frac{x_i^z}{\sum_{i \in I} x_i^z} \cdot (r - \sum_{i \in I} x_i), \quad (12)$$

где z – рейтинг отрасли (сектора) экономики, которую выбирает стейкхолдер.

В качестве исходного варианта предлагается 4х уровневая шкала рейтинга. Самый высокий рейтинг (минимальный инвестиционный риск) – единица. С ростом инвестиционного риска растет доля стейкхолдера с наибольшим стоимостным (рисковым) вкладом в дележе излишка выгоды.

Сам же пропорциональный метод можно записать так:

$$pr_z(I, r, X) = \frac{r}{\sum_{i \in I} x_i^z} \cdot X_z, \quad (13)$$

где X_z – вектор, состоящий из x_i^z для всех $i \in I$.

В работе предложены два варианта оценки интересов – либо однозначно, либо минимаксным интервалом, «вилкой» выгоды:

$$\begin{aligned} & \text{(a)} \quad (x_i), \\ & \text{(b)} \quad (x_i^{\min}, x_i^{\max}). \end{aligned} \quad (14)$$

Нижняя граница коридора (14b) – это значение, ниже которого стейкхолдеру обычно невыгодно взаимодействовать с холдингом и он будет стремиться разорвать отношения или саботировать реализацию корпоративной стратегии на данных условиях (другой вариант – поиск недовольным стейкхолдером иных, не рыночных, не переговорных путей возмещения упущенной выгоды). Верхняя граница коридора –

¹⁷Печерский С.Л., Беляева А.А. Теория игр для экономистов. Вводный курс. Учебное пособие. – СПб.: издательство Европейского университета в Санкт-Петербурге, 2001, с. 293

это желаемая, традиционно максимально возможная по отраслевым и иным меркам выгода стейкхолдера, а часто и превышающая его при «завышенной» ответственности или риске. Использование сторонами разных сравнительных баз для оценки их вклада в корпоративную стратегию, разных ставок дисконтирования своих выгод также порождает коридор абсолютных значений интересов. Помимо вариантов (14a) и (14b) на практике также применяются более гибкие формы оценки, например, построение формул цены контракта с привязкой к волатильным внешним макроэкономическим или отраслевым показателям. Использование подобного варианта оценки интересов является предметом дальнейшего развития модели.

В случае оценки интересов «вилкой» (14b) задача D, как правило, будет отвечать следующему условию:

$$\sum_{i \in I} x_i^{\min} < r < \sum_{i \in I} x_i^{\max}. \quad (15)$$

В этом случае алгоритм поиска оптимума «по Талмуду» предлагается модифицировать – сначала методом равномерных выигрышей удовлетворить интересы стейкхолдеров по своим нижним границам, а затем оставшуюся часть делить методом равномерных потерь:

$$Y_{tot}^* = ug\left(I, \min\left\{r, \sum_{i \in I} x_i^{\min}\right\}, X_{\min}\right) + ul\left\{I, \left(r - \sum_{i \in I} x_i^{\min}\right)_+, (X_{\max} - X_{\min})\right\}, \quad (16)$$

где X_{\min} , X_{\max} – векторы минимальных и максимальных границ интересов.

Совокупность методов (11) и (13) для случая однозначной оценки интересов и (16) и (13) для случая оценки интересов коридором выгоды, на пространстве финансовых сценариев стратегии реализует еще один важный, при этом уже *финансовый принцип «справедливости»* в распределении выгоды (на базе закономерности «риско-доходность») – кто несет больше риска (в стоимостном выражении), тот получает большую выгоду (долю «ресурса») при оптимистичном, но и теряет больше при пессимистичном варианте финансовой динамики стратегии. На примере доли акционеров y_A (как наиболее вкладывающих/рискующих в стратегии в стоимостном выражении) в трех структурах дележа, будет выполняться условие:

$$\frac{y_A}{r} \text{ в оптимистичном сценарии} > \frac{y_A}{r} \text{ в базовом} > \frac{y_A}{r} \text{ в пессимистичном} \quad (17)$$

Чем больше финансовых сценариев будет разработано, тем соответственно более плавным будет рост кривой доли стейкхолдера в дележи стратегической выгоды на пространстве данных сценариев.

В разбивке по трем сценариям и двум способам оценки интересов получаются следующие дележи (таблицы 2 и 3).

Таблица 2

Распределения выгоды в случае однозначной оценки интересов (14a)

Сценарий	Условие	Оптимальный дележ
Оптимистичный	$r \geq \sum_{i \in I} x_i$	$Y_{opt}^a = X + pr_z\{I, (r - x_z), X_z\}$, $x_z = \sum_{i \in I} x_i$
Базовый и пессимистичный	$r < \sum_{i \in I} x_i$	$Y_{tot}^a = ug\left\{I, \min\left(r, \frac{x_z}{2}\right), \frac{X}{2}\right\} + ul\left\{I, \left(r - \frac{x_z}{2}\right)_+, \frac{X}{2}\right\}$

Распределения выгоды в случае интервальной оценки интересов (14b)

Сценарий	Условие по «ресурсу»	Оптимальный дележ
Оптимистичный	$r \geq \sum_{i \in I} x_i^{\max}$	$Y_{opt}^b = X_{\max} + pr_z \left\{ I, (r - \sum_{i \in I} x_i^{\max}), X_z \right\}$
Базовый	$\sum_{i \in I} x_i^{\min} \leq r < \sum_{i \in I} x_i^{\max}$	$Y_{tot}^* = X_{\min} + ul \left\{ I, (r - X_{\min}), (X_{\max} - X_{\min}) \right\}$
Пессимистичный	$r < \sum_{i \in I} x_i^{\min}$	$Y_{psm}^b = ug_i(I, r, X_{\min})$

Для случая (14a) универсальным алгоритмом (методом) дележа, обеспечивающим оптимальное распределение выгоды стратегии на пространстве трех (и более) сценариев, причем не только за весь 5-летний интервал стратегии, но и по годам стратегии, будет являться:

$$Y_{total}^a = ug_i \left\{ I, \min \left(r, \frac{x_z}{2} \right), \frac{X}{2} \right\} + ul \left\{ I, \left(r - \frac{x_z}{2} \right)_+, \frac{X}{2} \right\} + pr_z \left\{ I, (r - x_z)_+, X_z \right\} \quad (18)$$

На первом шаге алгоритма до суммы интересов работают ug и ul («по Талмуду»), после ее превышения включается пропорциональный метод. Предполагается, что все интересы либо не дисконтируются, либо все продисконтированы. Автоматизировать процесс оптимизации финансовой модели, к примеру, можно в Microsoft Excel через макрос Visual Basic.

При интервальном способе оценки интересов (14b) предлагается использовать следующий универсальный алгоритм:

$$Y_{total}^b = ug \left\{ I, x_z^{\min}, X_{\min} \right\} + ul \left\{ I, \min \left\{ (r - x_z^{\min})_+; (x_z^{\max} - x_z^{\min}) \right\}, (X_{\max} - X_{\min}) \right\} + pr_z \left\{ I, (r - x_z^{\max})_+, X_z \right\} \quad (19)$$

До суммы минимальных планок интересов будет работать первый шаг алгоритма – ug , затем от суммы минимумов до суммы максимумов включается ul , после превышения суммы максимумов – pr_z .

Важно отметить, что базируясь на сформулированном принципе финансовой «справедливости», анализ и оценку интересов стейкхолдеров аналитику достаточно проводить только по отношению к базовому, наиболее вероятному сценарию. Это существенно снижает трудоемкость и сроки сбора данных, а также время на согласование интересов.

С математической точки зрения приведение конфликтной структуры распределения выгоды в финансовой модели к состоянию баланса интересов представляет собой перераспределение выгоды от тех стейкхолдеров, кто получил больше оптимального значения своей выгоды, к тем, кто получил меньше оптимального значения. Вместе с тем, как правило, уменьшение планируемой выгоды акционеров в случае, если предполагалось реинвестирование всей прибыли в развитие бизнеса, будет означать и уменьшение размера инвестиций, что в свою очередь повлечет уменьшение размера выручки и прибыли. Компенсировать инвестиционные ресурсы в таком случае можно посредством увеличения долговой нагрузки, а если это сделать по каким-то причинам не возможно, то следует отказаться от одного из инвестиционных проектов, то есть уменьшить масштаб инвестиций, но сделать оставшуюся совокупность

проектов наиболее согласованной по интересам, а значит реалистичной и достижимой (выполнимой).

Одним из частных результатов решения задачи D будет являться корректировка целевого значения прироста акционерной стоимости ΔM_{cap} в финансовой модели (плана). И именно полученное значение можно считать вариантом «просвещенной» стоимости, которую рекомендует искать компаниям M. Дженсен. Математически это можно представить следующим образом:

$$\Delta M_{cap}^{Enlightened} = f\{r(\Delta M_{cap}), X(\Delta M_{cap})\} \quad (20)$$

где: $\Delta M_{cap} \rightarrow \max$, а r и X – элементы задачи D.

Предлагаемый подход реализует собой компромисс между критериями максимизации акционерной стоимости и балансом интересов стейкхолдеров. Он берет за основу для анализа финансовую модель корпоративной стратегии, разработанную по критерию максимизации прироста стоимости для акционеров, а затем ее корректирует посредством поиска теоретико-игрового баланса интересов. Максимизация интересов акционеров с одной стороны является локомотивом развития бизнеса, а с другой стороны приводит к перекосам в распределении выгод, то есть конфликтам между стейкхолдерами – это противоречие данным подходом устраняется. «Просвещенная» акционерная стоимость будет значительно реалистичнее и достижимее для компании, а значит, инвестор может более обоснованно рассчитывать на получение своего дохода от покупки ценных бумаг данной компании. На базе показателя прироста стоимости можно также получить целевое значение экономической добавленной стоимости EVA и другие.

Среди основных препятствий внедрению в компаниях стейкхолдер-подхода, и, в частности, его отдельных приложений – концепций устойчивого развития (УР) и корпоративной социальной ответственности (КСО) – является опасение, что это приведет к увеличению расходов по сравнению с конкурентами. Парадокс (поверхностный) состоит в том, что использование критерия баланса интересов стейкхолдеров (за счет устойчивости и синергии выстраиваемых отношений и связей) на временном интервале корпоративной стратегии дает больший прирост акционерной стоимости, чем критерий максимизации выгоды акционеров (последний приводит к удлинению сроков реализации стратегии, упущенной выгоде, прямым убыткам компании и т.д.). На что, в частности, и указывают эмпирические исследования Б. Бенсона и У. Девидсона, а ранее Э. Хиллмана и Дж. Кейма¹⁸.

Разработка и внедрение гибких с точки зрения финансовых сценариев механизмов распределения (дележа) экономических выгод и финансовых ресурсов между стейкхолдерами, таких, в частности, как (18) и (19), дает крупным громоздким корпорациям важное конкурентное преимущество – устойчивость связей и отношений стейкхолдеров – порождающее устойчивый, без провалов рост акционерной стоимости.

С методической точки зрения после корректировки (оптимизации) ключевых показателей финансовой модели стратегии необходимо вернуться от финансовых оценок интересов части стейкхолдеров к их исходному экономическому виду. Проще и быстрее эту задачу решать сразу путем переговоров корпорации со своими контрагентами.

¹⁸Hillman, A., Keim G. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? Strategic Management Journal, 2001, 22, pp. 125-139.

Необходимо отметить недостатки предложенного метода балансировки интересов. Разрешение конфликтов, предлагаемое в рамках кооперативной теории игр, относится к категории так называемых «арбитражных схем», то есть передачи права принимать окончательное компромиссное решение некоторому стороннему «арбитру». Если, к примеру, оптимизировать ключевые финансовые показатели стратегии доверено генеральному директору холдинга, то нет никакой гарантии, что он будет объективным «арбитром» и предложит наиболее справедливую и выгодную всем заинтересованным сторонам структуру распределения выгод стратегии. Логичным организационным механизмом, позволяющим провести объективную корректировку финансовой модели (плана) в процессе внедрения стратегии в холдинге, будет противопоставление интересов ее разработчика и контролера (проверяющего). Традиционно разработчиком корпоративной стратегии выступает управляющая компания холдинга (например, в лице директора по стратегии и инвестициям), а в качестве контролера предлагается комитет совета директоров, отвечающий за стратегическое планирование, но только при условии наличия в нем большинства голосов у независимых директоров. Если большинства нет, то проверку на баланс интересов следует передать внешней стороне, например, консалтинговой фирме или рейтинговому агентству.

4) Сформулирован подход и методика оценки риска (вероятности) возникновения конфликта интересов стейкхолдеров в процессе реализации корпоративной стратегии холдинга.

Один из подходов к оценке инвестиционного риска, предложенный Ф. Фабоцци¹⁹, состоит в определении уровня доходности инвестиции и оценке вероятности его недостижения. С этой точки зрения предлагаемый подход можно рассматривать как вариант реализации точки зрения Фабоцци.

Конфликтность интересов предлагается оценивать посредством *структурно-сравнительного подхода*, в рамках которого аналитику корпоративной стратегии необходимо выявить и сопоставить структуры распределения выгод на основе независимой (самостоятельно проведенной) оценки интересов и представленной в анализируемой финансовой модели. То есть, в рамках этой задачи предполагается наличие двух ситуаций оценки интересов:

s1) когда аналитик выявил интересы из финансовой модели стратегии и представленных холдингом документов – x_1 , – рассматривает уже заложенную в нее структуру (возможно несбалансированного) дележа $Y_1(y_1)$, и

s2) независимая оценка аналитиком интересов, основываясь на диалоге с представителями стейкхолдеров и анализе рыночных данных – x_2 .

Предположим сначала, что интересы оценены однозначно (14а). Тогда условие задачи можно записать следующим образом:

$$\sum_{i \in I} x_i = r, \quad x_i = y_i, \quad \sum_{i \in I} x_i > r. \quad (21)$$

Для второй ситуации аналитик формулирует задачу балансировки интересов D, где ресурс для дележа выводит из анализируемой финансовой модели, находит теоретико-игровой оптимум, получая вектор распределения $Y_2(y_2) = Y_{opt}$. Если интересы оценивались «вилкой» (14b) находит вектор Y_{opt}^* (16). Затем сравнивая структуры векторов Y_1 и Y_2 , аналитик определяет искомый «структурный дисбаланс» –

¹⁹Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2000

диспропорцию в распределении выгод, заложенную в представленный вариант финансовой модели. Чем больше структурный дисбаланс, тем больше вероятность различных убытков, упущенной выгоды, удлинения сроков и т.д. в процессе реализации стратегии и тем ниже вероятность достижения компанией своих желаемых значений ключевых показателей.

В различных случаях степеней конфликтности можно оценивать разными показателями. Для экспресс-оценки можно предложить показатель Q_0 :

$$Q_0 = \frac{\sum_{i \in I} |y1_i - y2_i|}{r} \cdot 100\% \quad (22)$$

При $y1_i = y2_i$, $Q_0 = 0$, а если все $y1_i = 0$, то $Q_0 = 100$. Q_0 растет по мере увеличения отклонений, заложенных в планы выгод стейкхолдеров от расчетного баланса интересов. Для начала, экспертно, можно предложить следующую шкалу этого показателя:

Таблица 4

Пример шкалы для риска конфликта интересов

Показатель дисбаланса	Уровень риска конфликта интересов (interest conflict risk, ICR)
$Q_0 \in [0, 15]$	Интересы сбалансированы, риск отсутствует: ICR = 0%
$Q_0 \in (15, 30]$	Риск имеется, но он незначительный, однако аналитику его следует принимать во внимание: ICR = 20%
$Q_0 \in (30, 50]$	Риск существенный, имеется достаточно высокая вероятность, что компания не выйдет на запланированные показатели в указанные сроки: ICR = 40%
$Q_0 \in (50, 100]$	Риск максимальный, структура финансово-экономических отношений потенциально конфликтна, показатели плана в названные сроки достигнуты не будут. ICR = 100%

Для более глубокой и точной оценки риска можно использовать другие показатели, как из теории статистики (например, дисперсия, дисперсия долей), так и аналитико-статистические (комбинированные) с соответствующей корректировкой шкалы. Например, показатель Q_1 будет актуален для проверки удовлетворенности интересов стейкхолдеров с небольшими (наименьшими) долями выгод:

$$Q_1 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{y1_i - y2_i}{y2_i} \right)^2 \cdot 100\%, \quad (23)$$

где n - число стейкхолдеров.

В отдельных случаях можно, например, учитывать только отрицательные отклонения (когда кто-то из стейкхолдеров не дополучил выгоды), для чего использовать показатель Q_2 :

$$Q_2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left| \frac{\min\{0, (y1_i - y2_i)\}}{y2_i} \right| \cdot 100\%. \quad (24)$$

При наличии достаточного объема данных можно предложить еще более глубокий структурно-сравнительный подход к оценке риска конфликта интересов. В идеале он должен базироваться на специфике отрасли, бизнес-модели, которую планирует реализовывать холдинг, перечне стейкхолдеров, в конечном итоге – на особенностях выявленного дисбаланса – степени неудовлетворенности интересов и уровне влияния стейкхолдеров на ключевые финансовые показатели стратегии. Оцен-

ка уровня влияния стейкхолдеров может быть произведена на базе матрицы инвестиционно-стратегической ответственности и сетевом графе основных договорных связей. Оценку степени неудовлетворенности возможно провести только после нахождения сбалансированного состояния интересов.

Если интересы выражены интервалом (14b), то может быть 3 степени неудовлетворенности:

$$\begin{aligned} \text{степень (А): } & y_1 < x_2^{\min}, \\ \text{степень (Б): } & x_2^{\min} < y_1 < y_1^*, \\ \text{степень (В): } & y_1^* < y_1 < x_2^{\max} \end{aligned} \quad (25)$$

Если однозначно (14а), то возможны соответственно 2 степени неудовлетворенности:

$$\begin{aligned} \text{степень (Б): } & y_1 < y_1^{\text{tal}}, \\ \text{степень (В): } & y_1^{\text{tal}} < y_1 < x_2, \end{aligned} \quad (26)$$

Можно поставить каждой степени неудовлетворенности интереса в соответствие вероятность недополучения компанией выгоды в размере стоимостной оценки зоны ответственности и влияния в стратегии того стейкхолдера, интересы которого не удовлетворены. К примеру, степени А, как самой высокой, присвоить 80% вероятность, степени Б – 50% вероятность, а степени В – 10% или даже пренебречь последней.

Тогда риск конфликта интересов может быть рассчитан по формуле:

$$ICR = \sum P_k \cdot V_k, \quad (27)$$

где: P_k – вероятность наступления k-го исхода, определяемая как вероятность сложного события, V_k – совокупный проигрыш (недополучение выгоды) при k-ом исходе, учитывающий взаимосвязи стейкхолдеров; суммирование идет по всем возможным для компании исходам – вариантам получения и недополучения выгоды, исходя из зон ответственности в стратегии каждого стейкхолдера (количество исходов равно 2^n , где n- число стейкхолдеров).

Задача D в том виде, в котором она заявлена в данном исследовании более пригодна для «ex-post» анализа. На практике формулировка и согласование интересов стейкхолдеров растянуты во времени, охватывая все три стратегических этапа – разработку, внедрение и реализацию корпоративной стратегии (рис. 3). Поэтому добиться одновременного согласования абсолютно всех интересов стейкхолдеров с соответствующим подписанием необходимых контрактов и соглашений представляется весьма проблематичным. Использование модели D только же в рамках этапа внедрения стратегии может подразумевать фиксацию и вынесение «за скобки» ошутимого числа интересов, подлежащих согласованию. Для последовательного, растянутого во времени процесса согласования всего множества интересов потребуются дальнейшее развитие модели D – модификация ее из структурной в структурно-динамическую, что предполагается раскрыть в дальнейших исследованиях.

На практике для согласования первых в последовательности интересов с последующими потребуются гибкие схемы оценки первых, в частности упомянутой выше механизм создания различных формул цены контракта (или размера бонуса). Для построения переговорных стратегий (для убеждения стейкхолдеров в найденном балансе) придется задействовать аналитический арсенал некооперативной теории игр, а также разработать специальные регламенты, реализующие отдельные процедуры

справедливого дележа²⁰. Если процесс внедрения стратегии будет проводить консультант, то ему нужно будет учитывать фактор сговора отдельных групп стейкхолдеров, иными словами строить характеристическую функцию для полновесной кооперативной игровой задачи. Также предстоит урегулировать возможные столкновения интересов «операционных» и «стратегических» кадров холдинга.

Оценка риска конфликта интересов может быть полезным инструментом в анализе реализуемости стратегических и бизнес-планов компании внешними аналитиками, а также в системе внутрикорпоративного риск-менеджмента. Внешним аналитикам его можно использовать для сравнения компаний, например, как альтернативную форму оценки показателя CaR (Capitalization at Risk). Рейтинговые агентства в интересах широкого круга инвесторов могут оценивать вероятность отрицательных отклонений в показателях выручки, прибыли и соответственно стоимости акций компаний. Консалтинговые фирмы, помогающие компаниям разрабатывать стратегические планы, могут через показатели Q и ICR оценивать степень готовности компаний к реализации своих планов. В работе с консультантом по внедрению стратегии даже можно рекомендовать привязку цены контракта с ним к этим показателям, что поможет значительно повысить объективность и реалистичность показателей стратегии.

Стоит отметить недостаток подхода, связанный с финансовой оценкой интересов на базе сравнения их с рыночной (отраслевой, биржевой) информацией. По-сути, в основу оценки интересов и представления о сбалансированном распределении выгод положено допущение об идеальном, «совершенном» рынке, что для многих российских отраслей экономики будет не совсем корректным утверждением. Подобное допущение в дальнейших исследованиях потребует скорректировать, так же как, например, допущение о «рациональности» поведения инвесторов на фондовом рынке нивелирует теория поведенческих финансов. Пока же можно порекомендовать оценку риска несколькими «покрывающими» компанию внешними аналитиками – для построения консенсус- прогноза, что повысит объективность данной оценки.

5) Выявлены требования, критерии и методические подходы, необходимые для формулировки и оценки интересов общества в корпоративной стратегии, а также определения оптимального уровня затрат (вложений) холдинга на удовлетворение этих интересов с точки зрения баланса интересов множества стейкхолдеров.

Для российской корпоративной практики, в отличие от западной, общество является особым, специфичным стейкхолдером, неоднозначно понимаемым и сложно позиционируемым в рамках стратегии. Под интересы общества в рамках корпоративной стратегии холдинга подпадают такие его затраты (вложения), которые отвечают следующим четырем признакам и критериям:

- ✓ помогают решать, удовлетворять экономико-социально-экологические проблемы и потребности населения (а также общественных и неправительственных организаций) в местах присутствия холдинга,
- ✓ превышают, выходят за рамки соответствующих законодательных (нормативных) требований,
- ✓ соответствуют (не противоречат) профилю и направлениям развития холдинга, как правило, связаны с потребностями реализации его проектов,
- ✓ являются взаимовыгодными для местного населения и самой компании.

²⁰ См, например, Brams S., Taylor A. The Win-Win Solution: Guaranteeing Fair Shares to Everybody. New York and London: Norton, 1999

Далеко не все компании или банки должны и могут брать на себя ответственность и обязательства перед обществом, превышающие требования законов и нормативных актов. Поэтому, речь должна идти, в первую очередь, о структурах готовых и «зрелых» для учета повышенных требований и ожиданий общества. Одним из организационных признаков «зрелости» и готовности корпорации к учету экономических интересов общества можно считать наличие в них PR-подразделения (Public Relation, связи с общественностью). Этот признак, в частности, означает, что корпорация эволюционировала до состояния, в котором начинает искать конкурентные преимущества в установлении связей с общественностью. Сегодня PR по большей части дискредитированы в России. Их считают формой рекламы бренда компании. Проекты в области УР и КСО призваны наполнить PR реальным содержанием, что может превратить их из необоснованной рекламы в декларацию о реальных финансово-экономических отношениях компании с местными сообществами или широкой общественностью.

Затраты холдинга на УР и КСО должны служить не столько росту выручки или прибыли компании, сколько являться инструментом снижения ее нефинансовых рисков, что соответственно должно положительно сказываться на инвестиционной привлекательности и акционерной стоимости компании. Для этого нужно развивать в России практику разработки и присвоения различных рейтингов УР и КСО, а также соответствующих биржевых индексов на подобии DJSI, KLD Domini Index, FTSE4GOOD Index, что поможет связывать затраты на УР и КСО и акционерную стоимость компании.

Оценка эффективности данных затрат при наличии подобных рейтингов и биржевых индексов значительно упрощается. Критерием их эффективности, например, может быть следующий показатель:

$$K_{CSR} = \frac{\Delta Mcap(CSR_rating)}{x_{CSR}^{max}} \geq 1 \quad (28)$$

где: K_{CSR} – коэффициент эффективности «экономико-социально-экологических» затрат и вложений, $\Delta Mcap(CSR_rating)$ – потенциальное изменение (прирост) рыночной стоимости холдинга за счет изменения (повышения) его рейтинга КСО и УР до определенного уровня (или включения акций в соответствующий индекс), x_{CSR}^{max} – затраты холдинга, направленные на удовлетворение интересов общества.

Тогда нахождение оптимального уровня затрат холдинга на корпоративную социальную ответственность и устойчивое развитие с точки зрения баланса интересов множества стейкхолдеров можно будет возложить на задачу:

$$D^* = (J, r, X^*) \quad (29)$$

где X^* – вектор интересов, а $x_{CSR}^{max} \in X^*$ – интерес общества с ограничением из (28): $x_{CSR}^{max} \leq \Delta Mcap(SE_rating)$.

Совокупность полученных результатов позволяет утверждать, что цель исследования достигнута.

III. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

1. Санин В.В. Постановка финансовой цели банка: формирование новых подходов // *Финансы и кредит*. - №6 (144). – 2004. - С.31-36 (0,5 п.л.)

2. Санин В.В. Баланс и конфликт интересов стейкхолдеров в стратегических и бизнес-планах компании. [Электронный ресурс] // Электронный журнал Корпоративные финансы. - №2(10). - 2009. - С.112-132. URL: <http://ecsocman.hse.ru/cfjournal/msg/24062530.html> (1,6 п.л.)
3. Sanin V.V. Financial Stakeholder- Approach to Implementation and External Analysis of Corporate Strategy: Methodical Realization of Enlightened Value Seeking [Электронный ресурс] // Social Science Research Network (June 24, 2011). URL: <http://ssrn.com/abstract=1890389> (2,2 п.л.)
4. Санин В.В. «Управление развития бизнеса» коммерческого банка // Предпринимательство и реформы в России: Материалы работы Шестой международной конференции молодых ученых-экономистов. В 4 ч., ч. 4. –СПб.: Издательство Института Страхования, 2001. –С.26-28. (0,2 п.л.)
5. Санин В.В. Перспективы создания и автоматизации систем развития бизнеса коммерческих банков // Научная сессия профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 2001 года. Март-апрель 2002 года. Факультет финансово-кредитных международных экономических отношений: Сборник докладов / Под ред. В.Е. Леонтьева, Б.А. Еремина. –СПб.: СПбГУЭФ, 2002. – С.198-200. (0,1 п.л.)
6. Санин В.В. Проблемы постановки финансовой цели коммерческого банка // Финансовый рынок и кредитно-банковская система России: вопросы теории и практики (выпуск пятый): Сборник научных трудов /Под редакцией А.С. Селищева, Л.П. Давиденко, И.П. Леонтьевой. –СПб.: Издательство «Инфо-да», 2004. - С.147-149. (0,1 п.л.)
7. Санин В.В. Применение теоремы структурного баланса Харари для анализа конфликтности финансовых отношений в системе коммерческого банка // Моделирование систем и информационные технологии: Сб. научных трудов. Вып. 1/Под ред. И.Я. Львовича. – Воронеж: Издательство «Научная книга», 2004. - С.59-61. (0,2 п.л.)
8. Санин В.В. Анализ основных моделей постановки цели деятельности коммерческого банка // Научная сессия профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 2003 года. Март-апрель 2004 года. Факультет финансово-кредитных международных экономических отношений: Сборник докладов /Под ред. В.Е. Леонтьева. –СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2004. – С.332-336. (0,3 п.л.)
9. Санин В.В. Формализация интересов общества в стратегическом финансовом планировании коммерческого банка как оценка его связей с общественностью // Актуальные проблемы финансов и банковского дела: Сб. науч. тр. Вып. 7 / Под ред. А.И. Михайлушкина, Н.А. Савинской. –СПб.: СПбГИЭУ, 2004. - С.147-152. (0,3 п.л.)
10. Санин В.В. Инструментарий построения финансовых моделей принятия решений в коммерческом банке при ограниченности количественной информации // Научная сессия профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР за 2003 год. Март-апрель 2004 года: Сборник лучших докладов. Том I.-СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2004. - С.101-105 (0,2 п.л.)

Подписано в печать 28.11.2011г. Формат 60x84/16
Пл. 1,5. Уч.-издл 1,5. Тир.100 экз.
Отпечатано в типографии ООО «Турусел»
197376, Санкт-Петербург, ул. Профессора Попова д.38. toroussel@mail.ru
Зак. № 13342 от 28.11.2011г.

102