

Финансовые механизмы корпоративного управления: банк бонусов и опционные модели оценки вклада (Часть 3)

В статье анализируются традиционные (линейные) схемы построения переменной части вознаграждения по одному или нескольким ключевым показателям (например, интегральному текущему показателю создаваемой стоимости — EVA) и предлагаются новые схемы, отражающие возможности аналитической работы в компании и современные инструменты учета риска, а также психологические (поведенческие) аспекты восприятия текущих и отсроченных денежных сумм.

Тамара Теплова



Доцент ГУ-ВШЭ, зам. заведующего кафедрой экономики и финансов фирмы, к. э. н. Окончила экономический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова. Стаж научно-педагогической работы — с 1986 г. Консультант и ведущий лектор Института нефтегазового бизнеса при АНХ РФ. Автор ряда научных публикаций, в том числе учебных пособий для вузов. (Москва)

Эффективным механизмом снятия конфликта интересов лиц, участвующих в процессе принятия решений (менеджеров и собственников, держателей крупных пакетов акций и миноритариев), может выступать правильно выстроенная система вознаграждения. Обязательными элементами, свидетельствующими о «качестве» такой системы, должны стать:

- а) увязка зарплаты сотрудников с достигнутыми компанией результатами и целевыми задачами каждого уровня управления, а также со степенью принятия ответственности и риска каждым участником;
- б) многоэлементность вознаграждения (фиксированная часть, текущая переменная, долгосрочная переменная, социальная с возможностью выбора по принципу «кафетерия»), продиктованная психологическими особенностями восприятия текущих денежных выплат и конкуренцией на рынке труда.

Эти общие требования с преломлением к реалиям российской практики рассмотрены в первой части работы автора, опубликованной в №5 журнала «Менеджмент сегодня» за 2004 г. Новые тенденции на рынке труда топ-менеджеров (высокая текучесть кадров, эффекты «окапывания», рост неопределенности, социальная ответственность) заставляют собственников выстраивать оригинальные

схемы вознаграждения с целями как удержания сотрудников, так и снятия конфликта интересов. Возможности программ долевого участия менеджеров в капитале компании рассмотрены во второй части работы автора¹. Из-за недостаточной развитости фондового рынка России, отсутствия продуманных мер по его «раскрутке» и налоговых льгот по опционным программам, слабой правовой защищенности держателей небольших пакетов акций опционные схемы с котируемыми акциями вряд ли в ближайшее время станут панацеей при построении внутренних механизмов корпоративного управления на российских предприятиях. Компании следуют по пути поиска схем, сочетающих текущую и

долгосрочную оценки вклада различных групп участников на базе расчетных (часто ненаблюдаемых) показателей динамики положения компании на рынке. В третьей части работы автора внимание акцентируется на поиске наиболее адекватных финансовых показателей, связанных с создаваемой стоимостью, и предлагаются новые механизмы увязки переменной части вознаграждения с выбранным показателем. Поскольку в качестве интегрального показателя эффективности принимаемых

¹ Теплова Т. Финансовые механизмы корпоративного управления (Часть 2) // Менеджмент сегодня. — 2004. — №6.

решений рассматривается создаваемая стоимость, то предъявляются определенные требования к механизмам увязки. Прежде всего, стоимостной подход требует учета риска (степени нестабильности ключевых показателей и возможности влияния менеджера на волатильность) и эмоционального восприятия предлагаемых механизмов увязки.

Реализация стоимостного управления в системе текущего переменного вознаграждения (премиальный план)

Рассмотрим базовые положения, на которых будет строиться система вознаграждения в рамках стоимостного управления.

1. Признание конфликта интересов групп, имеющих разный уровень доступа к информации, к принятию стратегических и тактических решений, требует разделения механизмов по выделенным группам (категориям). Не могут одни и те же алгоритмы увязки задач и оплаты, финансовые показатели, их весовые параметры (оценки значимости) использоваться в системах вознаграждения как для членов совета директоров, так и для топ-менеджеров головной компании, для руководителей структурных единиц и исполнительного персонала. В отношении каждой группы следует выбирать наиболее приемлемые элементы вознаграждения, механизм увязки, оценочные показатели. Возможно, на определенных этапах жизни компании некоторые группы выпадут из премиального (бонусного) плана. Так, на этапе активного роста и поиска конкурентных преимуществ, когда используется централизованная система бюджетирования, низкая самостоятельность бизнес-единиц, — исполняющий персонал не войдет в категории премирования. При выходе компании на этап устойчивого развития, с ростом значимости качества, дисциплины и творческого поиска низших звеньев отвергнутые ранее категории могут войти в премиальный план.

2. На каждом этапе жизненного цикла компании (выход на новые

рынки, создание новых продуктов и технологий; активное использование найденных конкурентных преимуществ; закрепление на рынке) возникают определенные требования к степени принятия риска командой менеджеров и к исполнителям поставленных задач (персоналу). Это означает, что категории премирования, ключевые показатели, механизмы увязки оплаты и результата не остаются «застывшими» и должны совершенствоваться вместе с развитием компании. Практическим воплощением этого принципа может считаться «проектное вознаграждение». Однако данный механизм подходит не всем компаниям. Более того, система вознаграждения может создавать «клиентский эффект», когда на данном этапе развития компании выстроены элементы привлекают и удерживают «нужных» менеджеров, обладающих специфическими личностными качествами и набором компетенций. Трактовка планов вознаграждения (премирования) как динамично развивающейся системы еще раз подчеркивает значимость стратегического видения развития компании и понимания целевых установок данного этапа жизненного цикла. В еще большей степени «клиентский эффект» реализуется при введении оценочных элементов в постоянную часть оплаты труда. Многие компании при присвоении сотрудникам разрядов (или грейдов) фиксированной части оплаты учитывают не только квалификацию, но и приобретенные ими за прошедший год навыки и инновационные качества. Таким образом, планируемая фиксированная оплата следующего года увязывается с ростом человеческого капитала за предыдущий год.

3. Поскольку стратегическое планирование опирается на стоимостные оценки принимаемых решений (базируется на стоимостном управлении VBM), то первым этапом разработки системы вознаграждения должна стать декомпозиция стратегических целей и задач на различные уровни управления. Степень достижения поставленных задач работниками в отдельные моменты времени может определяться

по разработанной системе ключевых показателей (KPI — Key Performance Indicators). Эти показатели исполнения, или количественные производственные показатели, разрабатываемые для менеджеров каждого уровня управления (в идеале — для каждого сотрудника компании) и представляемые в виде карты (матрицы, т. к. включают несколько индикаторов разного уровня ответственности: CPE, DPE, IPF), позволяют диагностировать по схеме «план-факт» достижение поставленных целей. Некоторые цели могут формулироваться бинарным методом (выполнено / не выполнено), большинство же имеет расшифровку в виде трех-пяти показателей, оцениваемых по балльной шкале.

4. Финансовым показателем, увязывающим интересы сотрудников, принимающих решения в компании, интегрирующим финансовые и нефинансовые показатели отдельных участников, доступным как для высшего управленческого звена, так и для руководителей бизнес-единиц, может выступать показатель экономической добавленной стоимости (EVA). Именно этот показатель и схемы его практического применения будут рассмотрены ниже. Для учета психологических особенностей восприятия предлагается использовать систему «банка бонусов», позволяющего:

- 1) реализовать идею депремирования;
- 2) выйти за пределы годового (текущего) вознаграждения и сгладить высокие из-за негативных внешних факторов колебания общего уровня оплаты.

5. Ключевым элементом поддержания системы вознаграждения в работоспособном состоянии должна стать аналитическая деятельность финансистов. Первым этапом построения системы вознаграждения должна стать декомпозиция показателей по дереву KPI на основе анализа эластичности роста стоимости по бизнес-процессам. Вторым этапом, осуществляемым с определенной периодичностью, должен стать анализ «удержания значимости показателей». Выделяемые показатели декомпозиции

ключевого фактора EVA должны регулярно проверяться финансистами «на износ» и заменяться при необходимости новыми показателями с высокой корреляцией с создаваемой стоимостью. Иначе говоря, хотя на первый взгляд это кажется парадоксальным, принцип «использовал — выкинь» должен быть применен к элементам системы КРІ. Практика показала, что типичной ловушкой систем вознаграждения стали попытки выстраивания устойчивых, неизменных во времени показателей эффективности. К сожалению, в продуктах компании А. Литягина и его статьях внимание не акцентируется на проверке «на износ» выбранных и забытых в матрицу показателей эффективности. При этом игнорируется такое важное свойство показателей оценки, как деградация и потеря способности к дифференциации высокой и низкой эффективности из-за поведенческих особенностей человеческого ресурса: некачественного обучения, эффектов отбора и подавления (особенно в условиях стабильной работы компании на

рынке). На этих моментах в последние годы акцентирует внимание новое научное направление в области финансов — «поведенческие» (психологические) финансы. Для индикации момента смены одних показателей на другие должен поддерживаться постоянный мониторинг их значимости (анализ корреляции выбранных показателей и создаваемой стоимости). Также важно, чтобы финансовые показатели учитывали меняющуюся позицию инвестора (собственника) на рынке капитала. Значимость работы финансовых служб в разработке систем вознаграждения показана на рис. 1.

6. Для сглаживания возможных «перекосов» и ошибок аналитиков следует руководствоваться еще одним принципом, вытекающим из эмоционального восприятия денежных выплат, — принципом «скрытого внедрения», при котором новые показатели и механизмы увязки сначала (полгода, год) апробируются «на бумаге» без информирования работников. При отсутствии «перекосов» система внедряется «вживую».

Банк бонусов на основе EVA в увязке текущего и долгосрочного вознаграждения

Новые схемы текущего и долгосрочного вознаграждения связаны с введением нетрадиционных оценочных параметров и гибкой увязкой текущих и ожидаемых результатов работы с ежегодным и будущим вознаграждением. Традиционные и новые оценочные параметры, используемые на уровне топ-менеджеров и директоров, представлены в табл. 1.

Текущий показатель, позволяющий увязать рост стоимости компании и текущий вклад менеджеров, — экономическая добавленная стоимость (EVA). По оценке компании Д. Стерна и Б. Стюарта (Stern Stewart & Co), запатентовавшей концепцию управления на базе показателя EVATM, за период с 2000 г. по 2002 г. среднегодовая доходность инвестирования в компании, использовавшие в аналитических целях показатель EVA, составила 16% (TSR), а доходность

Рис. 1. Включение аналитических методов в разработку системы мотивации по трем элементам вознаграждения

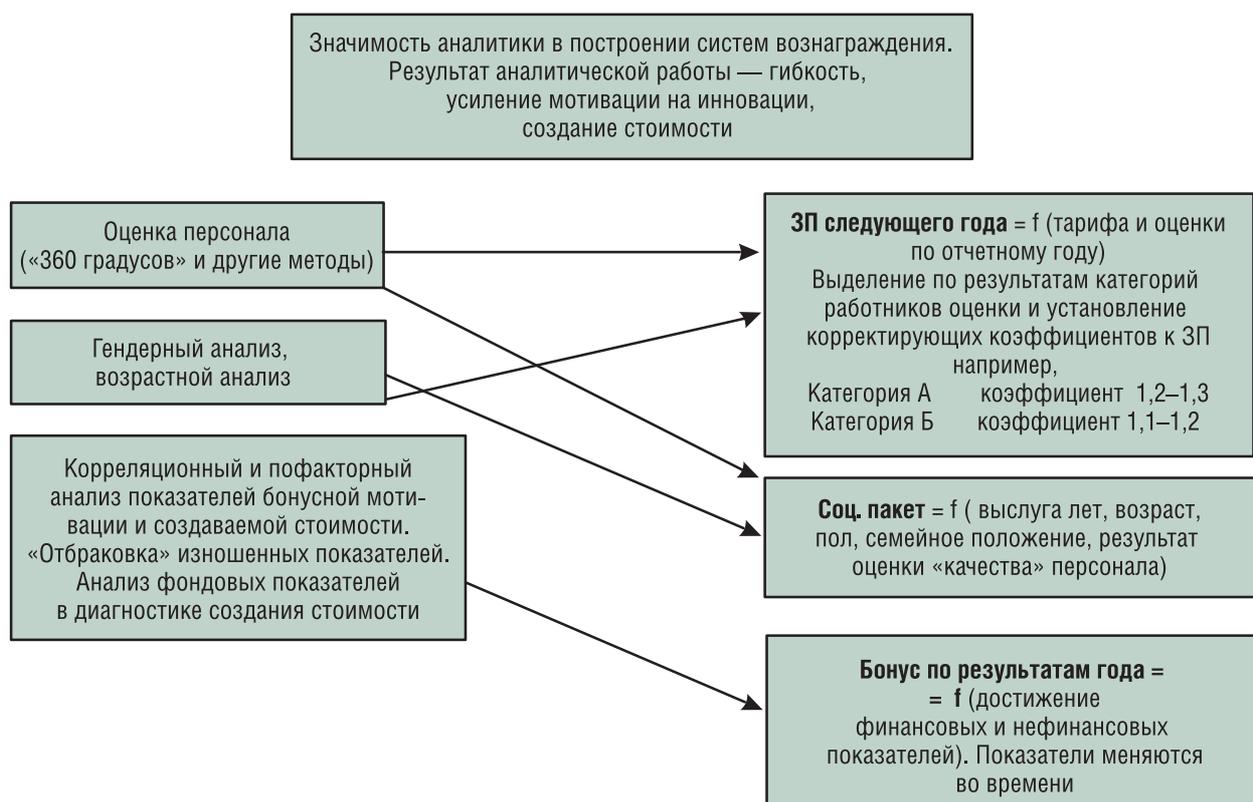


Таблица 1. Сравнение оценочных параметров высшего уровня управления

Традиционные оценочные параметры текущего вознаграждения	Новые оценочные параметры
Абсолютные финансовые показатели результата деятельности	
EPS, EBITDA	EVA, FCF
Относительные финансовые показатели результата деятельности	
TSR, ROA, ROE	EVA / CE, CFROI
Приростные показатели	
Рост прибыли, рост выручки	Рост EVA. Разность между фактическим значением EVA и ожидаемым (планируемым) или разность между фактическим приростом EVA и ожидаемым
	Опционные модели на базе EVA
Индикаторы для построения долгосрочного вознаграждения	
Цена акции (биржевая или расчетная фундаментальная)	Пополняемый банк бонусов (с возможностью вычетов)
Свершившиеся факты: принятие проектов, выход на фондовый рынок	Привязка цены исполнения фондовых опционов к накопленной в банке бонусов сумме

компаний, строивших аналитику на иных показателях, только 10%. Переход на новые формы компенсации труда, увязанные с EVA, авторы концепции считают обязательным, ссылаясь на более высокую доходность (TSR) тех компаний, которые смогли сделать и этот важный шаг в перестройке системы управления. Среднегодовая доходность таких компаний составляла до 60%.

EVA представляет собой скорректированную операционную прибыль, остающуюся после уплаты налогов за вычетом затрат капитала, которые трактуются как неявные издержки, плата со стороны компании владельцам капитала на уровне альтернативных возможностей заработать на рынке. Рассчитывается EVA как произведение величины инвестированного капитала на средневзвешенную стоимость капитала (WACC). Одним из наиболее сложных аспектов модели EVA является корректный расчет величины задействованного капитала и фактически заработанной прибыли. Часто в трактовке расходов на НИОКР,

рекламных затрат, издержек на развитие персонала модель EVA не совпадает с традиционным финансовым учетом, прописанным в стандартах.

$$EVA = NOPAT - \text{capital charges} = NOPAT - \text{invested capital} \times WACC.$$

Вознаграждение на базе нового показателя EVA предлагается во многих компаниях, реализующих идеи Стерна-Стюарта. Поскольку одной из проблем традиционных схем переменного вознаграждения является лимитированность получаемой суммы для менеджера, то часто предлагаемая схема EVA-вознаграждения строится линейно от базового оценочного показателя и не имеет верхней планки. Тем самым реализуется идея неограниченных компенсаций менеджеру за успех и наказаний за промахи. Например, схема 1 (рис. 2). Вводится коэффициент участия k , обычно находящийся в диапазоне 0,2%–5% (с учетом разного уровня управления). Для нижних уровней управления $k = 0$. Для среднего уровня управления коэффициент

участия часто устанавливается на уровне 2%. Например, для заработанного за 2003 г. значения EVA в размере 100 млн руб. текущий бонус составит 2 млн руб. Если в следующем году EVA составит 120 млн руб., то вознаграждение будет равно 2,4 млн руб.

Однако у такой схемы есть несколько ограничений.

1. Схема не работает в компаниях с отрицательным значением EVA.

2. Менеджеры могут исказить значения EVA ради получения текущего вознаграждения. Более корректно было бы увязывать текущую компенсацию с приростом показателя за период (например, год) или с изменением относительно ожидаемого (планового) уровня.

3. Снижение «восприятия» неограниченных выплат, когда экстраординарно большая премия деморализует работу в следующем временном отрезке.

Приростной подход к бонусному вознаграждению подходит по схеме 2 (см. рис. 2).

Бонус = $k_1 \times \text{EVA} + k_2 \times \Delta \text{EVA}$,
где k_2 = коэффициент участия в росте EVA;

k_1 = коэффициент участия в созданной за период стоимости (EVA) имеет значение только при положительном EVA ($k_1 = 0$, если EVA отрицателен);
 ΔEVA = изменение EVA за период (например, год).

В схеме 2 (см. рис. 2) компенсационные планы могут учитывать как текущую ситуацию, так и результаты прошлых периодов (схема допускает введение k_3, k_4). Динамике показателя отдается большее значение, чем его абсолютной величине, поэтому $k_2 \gg k_1$.

Второе слагаемое (изменение EVA) поощряет менеджеров за улучшение деятельности, в то время как первое (долевое значение EVA) зарабатывается только в случае, если показатель EVA положительный. Таким образом, даже если текущее значение EVA отрицательно, стоимость прирастает путем сокращения убытков, и менеджеры в данной схеме мотивируются на уменьшение отрицательного значения EVA. В отличие от традиционных компенсационных планов, не существует ни верхней, ни нижней границы. Чем больше менеджеры вкладывают усилий, тем больше размер

вознаграждения, которое они получают.

Рассмотрим следующий численный пример, реализующий схему 2.

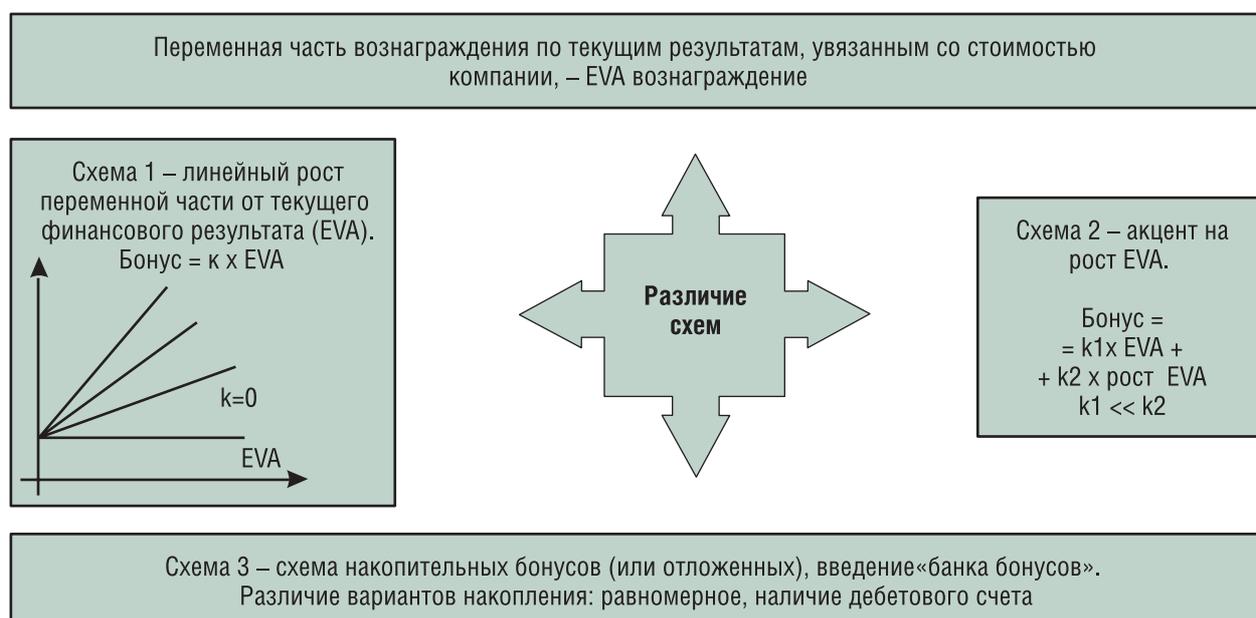
$k_1 = 1\%$; $k_2 = 30\%$;
 $\text{EVA}_{2003} = 100$ млн руб.;
 $\text{EVA}_{2004} = 120$ млн руб.
Бонус за 2003 г. = 1 млн руб.
Бонус за 2004 г. = 1% от 120 + 30% от 20 = 1,2 + 6 = 7,2 млн руб.

Схема 3 на рис. 2 предполагает создание банка бонусов. Эта схема (а точнее множество схем на ее основе) реализует идею увязки текущего вознаграждения и долгосрочных результатов. Менеджеры должны быть наказаны, если они не оправдывают текущие и многолетние ожидания собственников. В схеме 3 бонус не выплачивается полностью в момент, когда он был заработан, а проходит через гипотетический банк, где одна его часть остается на счете, а другая выплачивается в текущем году. Этот своеобразный банковский счет каждый год корректируется путем добавления или вычитания соответствующих величин. В годы плохой работы баланс банка уменьшается, а в годы успешной работы — пополняется. В определенном смысле схема 3 является развитием схемы 2 при множественности значений k .

Основной чертой бонус-банка является то, что дополнительные бонусы накапливаются и выплачиваются в будущем только в случае успешной деятельности. Таким образом, отсроченные бонусные платежи удлиняют горизонт оценки принимаемых менеджерами решений и, следовательно, уменьшают вероятность принятия краткосрочных решений ради увеличения текущего компенсационного пакета.

Практика применения показателя прибыли или даже EVA с линейной зависимостью от компенсационного пакета свидетельствует о том, что менеджеры часто предпринимая краткосрочные решения с быстрой окупаемостью в ущерб долгосрочным перспективам роста. Можно выделить следующие негативные для собственников явления: уменьшение инвестируемого капитала, увеличение доходности по существующим активам за счет снижения качества и экономии на ремонте, акцент на рост цен — все это отрицательно сказывается на возможностях будущего развития. В ряде случаев имеют место инвестиции в высококорисковые проекты, увеличивающие текущее значение EVA, но приводящие к падению стоимости компании за счет более высоких затрат на капитал. Имеет место

Рис. 2. Переход от линейной шкалы бонусного вознаграждения к банку бонусов



недооценка расходов по «плохим долгам», откладывание списания залежавшихся товаров или некондиционных запасов, растягивание амортизации. Все эти действия позволяют искусственно увеличивать текущее значение EVA и повышать компенсационный пакет в стандартном варианте вознаграждения. Менее очевидные, но быстрее разрушающие стоимость действия касаются сокращения инвестиций в НИОКР, человеческие ресурсы и информационные системы.

Важная положительная сторона банка бонусов — сглаживание во времени переменной части компенсационных выплат, это позволяет эффективно работающим менеджерам перенести воздействие неблагоприятных внешних факторов, влияющих на финансовые результаты компании (например, при цикличности бизнеса). Менеджеры не получают сверхпоощрения в удачные годы, но и не остаются без вознаграждения в неблагоприятные, как это происходит, когда бонусы рассчитываются в рамках определенного периода. Более того, психологически выгоды из текущего вознаграждения воспринимаются более болезненно, чем корректировки отложенных выплат (сокращение счета).

Вторым важным свойством банка является неограниченность его «величины». Все накопленные в нем деньги принадлежат работнику, однако выплата отсрочена во времени и возможно снижение счета при ухудшении работы компании. Спорным является вопрос, касающийся индексации сумм на счете. Возможно, коэффициентом индексации могла бы стать расчетная величина стоимости капитала (WACC).

Алгоритм реализации (схема 3) выглядит следующим образом.

1. Задаются коэффициенты участия k_1 и k_2 , и определяется бонус текущего года, равный

$$k_1 \times EVA + k_2 \times \Delta EVA.$$

2. Годовая выплата переменной части не равна бонусу текущего года. Вводится коэффициент текущих выплат, например, $1/3$

заработанного бонуса. Тогда $2/3$ годового бонуса поступают в банк. Схема реализации банка бонусов может предусматривать и наличие дебетового счета, т. е. отрицательные результаты по году будут уменьшать счет банка.

3. Вводится алгоритм текущих выплат из банка бонусов таким образом, чтобы годовой компенсационный пакет переменной части включал долю текущего бонуса и долю накопленных в банке средств. Таким образом, даже при отрицательном финансовом результате по компании целевой бонус (как процент от заработной платы) может быть получен из банка бонусов.

Рассмотрим пример реализации варианта банка бонусов.

В 2003 г. компания «Ависта» ввела бонусную схему компенсации для менеджеров региональных филиалов. Схема предполагала формирование банка бонусов и активную мотивацию на рост стоимости бизнеса. Количество участников программы — пять человек. Годовая заработная плата участника — 120 тыс. руб. $EVA_{2003} = 1$ млн руб., коэффициент участия — 30%. Бонус каждого участника за год составил 60 тыс. руб. Эти суммы не были полностью выплачены в конце 2003 г. Переменная часть вознаграждения составила только 20 тыс. руб.; 40 тыс. руб. перейдут в банк бонусов.

Если $EVA_{2004} = 2$ млн руб., то совокупный бонус текущего года составит: $0,05 \times 2 \text{ млн} + 0,3 \times 1 \text{ млн} = 400$ тыс. руб.

Текущий бонус каждого участника равен 80 тыс. руб. В 2004 г. каждый участник получил $1/3$ текущего бонуса и компенсацию из банка бонусов. Таким образом, сумма составила: $27 \text{ тыс. руб.} + (80 - 27 + 40) \times 0,33 = 27 + 31 = 58$ тыс. руб.

Компенсационный пакет года равен: ЗП 120 тыс. руб. + премия, 58 тыс. руб. В банке бонусов каждого участника — 62 тыс. руб.

Если в 2005 г. менеджерам также удастся удвоить EVA, то переменная часть вознаграждения будет

близка к годовой заработной плате: $0,05 \times 4 \text{ млн} + 0,3 \times 2 \text{ млн} = 800$ тыс. руб. (бонусная часть программы).

Переменная часть вознаграждения каждого участника составила: $160 \text{ тыс.} \times 1/3 + (107 + 62) \times 1/3 = 109$ тыс. руб.

В данном примере предполагалось, что все участники программы выполняют индивидуальные задания (по ключевым показателям ответственности). При отклонении от выполнения задания (например, индивидуальном коэффициенте на уровне 0,8), сумма в 109 тыс. руб. рассматривается как целевой бонус, который далее корректируется на коэффициент индивидуального участия.

Если в 2005 г. EVA будет иметь отрицательное значение, например, -100 тыс. руб., то переменная часть вознаграждения будет рассчитываться бы следующим образом: $0 + 1/3 \times 62 \text{ тыс. руб.} = 20,66$ тыс. руб.

Если в отрицательном значении EVA есть явная вина менеджеров (не достигнуты целевые показатели эффективности), то корректировка на индивидуальные коэффициенты может уменьшить и этот рассчитанный переменный компенсационный пакет.

Схемы, построенные на показателе EVA и банке бонусов, очень разнообразны, их выбор часто связан с отраслевыми особенностями (рисками и наличием доступного денежного потока для распределения) и степенью влияния внешних факторов. Для наглядности рассматриваемых схем приведем еще один пример формирования компенсационного пакета руководителя основного подразделения нефтехимического предприятия, осуществляющего деятельность в Восточной Европе.

Целевой показатель EVA на 2003 г. был установлен на уровне 500 тыс. евро. Годовая заработная плата руководителя составляет 80 тыс. евро. Целевой годовой бонус устанавливается в процентах от фиксированной

заработной платы – 125%, т. е. 100 тыс. евро. Фактически выплачиваемый бонус зависит как от результатов работы всей компании, так и от личного вклада руководителя и его подразделения (используется карта эффективности). В компании действует следующая схема расчета переменной части вознаграждения (табл. 2).

Фактически заработанное значение EVA_{2004} составило 550 тыс. евро. Коэффициент превышения планового уровня – 1,1 (10%). Следовательно, $CPF = 1,1$. Плановые задания подразделения

выполнены на 120%, $DPF = 1,2$. Поскольку индивидуальные задания выполнены полностью, фактор личного участия руководителя оценен на единицу ($IPF = 1$).

Денежная переменная часть компенсационного пакета руководителя составит: $1,1 \times 0,5 \times 100 \text{ тыс.} + 1,2 \times 0,3 \times 100 \text{ тыс.} + 0,2 \times 100 \text{ тыс.} = 55 \text{ тыс.} + 36 \text{ тыс.} + 20 \text{ тыс.} = 111 \text{ тыс. евро.}$

Практика показывает, что при высокой нестабильности результатов и относительно невысокой фиксированной заработной плате менеджеров часто

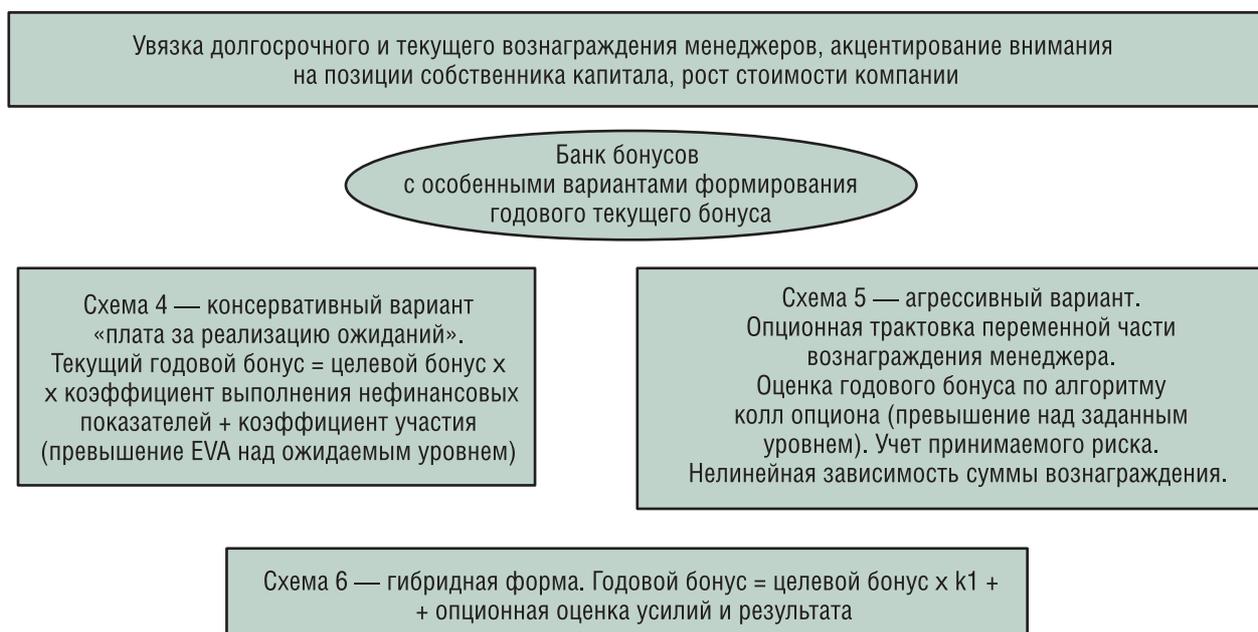
пугает неограниченность переменной части. Учет поведенческих предпочтений приводит к построению переменной части денежного компенсационного пакета в виде целевого бонуса, привязанного к фиксированной заработной плате. Приведенный пример позволяет вычленил еще один вариант бонусного вознаграждения на основе EVA и традиционного целевого бонуса (рис. 3).

Схема 4 (см. рис. 3): компенсация за ожидаемое улучшение показателя (expected improvement bonus) – консервативный

Таблица 2. Значимость и вклад каждого фактора в компенсационный пакет участника программы по стимулированию роста стоимости нефтехимического предприятия Восточной Европы

Corporate Performance Factor – CPF	50% целевого бонуса	Результаты работы компании. Линейная зависимость от превышения EVA над плановым уровнем. В будущем в компании предполагается акцентировать внимание на росте по отношению к прошлым годам
Bench or Divisional Performance Factor – DPF	30% целевого бонуса	Результаты работы подразделения (отдела, филиала). Установлены плановые задания по объему в натуральном выражении, по экономии на основных видах затрат. Для данного подразделения – линейная зависимость мультипликатора от плановых заданий
Individual Performance Factor – IPF	20% целевого бонуса	Личные усилия. Оцениваются по шкале от 0 до 1 по ключевым показателям индивидуальной оценки. Ключевые показатели фиксируются ежегодно
При превышении фактически рассчитанного бонуса над целевым на 50%, суммы превышения направляются в банк бонусов и затем ежегодно добавляются к компенсационному пакету в размере 20% от счета банка. Если расчетная сумма на 50% ниже целевого значения бонуса, то выплачивается бонус в размере 50% от целевого, а остальная сумма уменьшает «банковский счет»		

Рис. 3. Консервативные и агрессивные варианты модификации банка бонусов



вариант вознаграждения с платой за реализацию ожиданий. Консервативным этот вариант назван из-за привязки целевого бонуса к фиксированной годовой заработной плате (с заранее введенными мультипликаторами для каждого уровня управления). Недостаток этого варианта — слабая связь с фактически заработанным результатом.

Годовой выплачиваемый бонус =
= Целевой бонус $\times k_1 + k_2 \times$
 $\times (\Delta EVA - \Delta EEVA)$,
где ΔEVA — фактический рост показателя за год;
 $\Delta EEVA$ — ожидаемый рост показателя;
 k_2 — коэффициент участия, который может быть достаточно большим (80–90%). Если k_2 устанавливается на уровне 10–40%, то еще 40% разницы могут направляться в банк бонусов.

Преимуществом такого варианта является широкий охват компаний, включая даже те, по которым текущее значение EVA отрицательно.

Важность нелинейного роста компенсации за производимые улучшения с учетом внешних факторов риска позволяет учесть и реализовать опционная модель.

Схема 5 (см. рис. 3): формирование целевого бонуса по опционной модели — агрессивный вариант формирования компенсационного пакета. Идея построения модели основана на сходстве

графика выплат участникам (payoff diagram) с платежами по опциону колл (call), что видно из рис. 4.

Денежное вознаграждение в зависимости от превышения над требуемым или «эталонным» (ожидаемым) уровнем как колл-опцион.

Как видно из рис. 4, менеджеру гипотетически предлагается опцион на покупку результатов, превосходящих «эталонный» уровень. Это превосходство может быть реализовано через принятие большего риска (в данном случае риск рассматривается как положительный фактор). Если внешние условия работы компании позволяют воспользоваться нестабильностью рыночной среды и «переиграть» плановые задания, то менеджер становится заинтересованным в работе на рискованных (нестабильных) участках.

Напомним, что получение «сверхдохода» возможно для менеджера только за счет определенных решений (инвестиционных, коммерческих, операционных, финансовых) с принятием на себя большего риска. Причем адекватная мера риска должна быть выражена в терминах чистого риска или того, который характеризует вероятность роста результата над «эталонным» или средним уровнем.

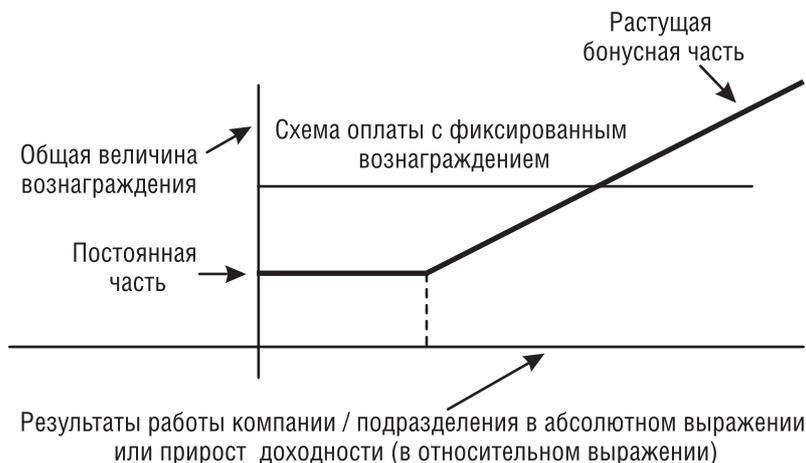
Предыдущие (традиционные) схемы предполагали жесткое

следование зафиксированному плану, когда задание в карте эффективности записано одной цифрой (например, затраты на трубопрокат как наиболее существенный элемент издержек). Однако современное финансовое планирование строится на гибком бюджете и сценарных расчетах. Всегда есть вероятность снижения или повышения рыночных цен (на трубопрокат), что в бонусной схеме отразится на выплатах менеджеру, причем степень его участия может быть минимальна. Следовательно, необходимо учесть степень волатильности рассматриваемого показателя, компенсация должна отразить реальный вклад менеджера в принятие риска. Опционная модель (Блэка–Шоулза) с определенными корректировками может быть применена для оценки вклада.

Для ее понимания следует сопоставить классическое определение цены опциона колл, по модели Блэка–Шоулза, и модификацию модели для случая опционного вознаграждения менеджера.

1. Введение параметра риска. Для каждого уровня управления трактовка риска должна различаться. Например, показатель риска руководителя основного структурного подразделения σ должен рассматриваться в терминах «чистого риска» и может быть рассчитан как риск

Рис. 4. Опционное представление переменной части вознаграждения менеджеру. Денежное вознаграждение в зависимости от превышения над требуемым или «эталонным» (ожидаемым) уровнем как колл опцион



Классическое определение цены опциона по модели Блэка-Шоулза

$$C = (S)(N(d1)) - \{(K)(e^{-kt})\}(N(d2))$$

$$d1 = (\ln(S/K) + \{kf + \sigma^2/2\}t) / (\sigma)(t^{1/2})$$

$$d2 = d1 - (\sigma)(t^{1/2}) \text{ или}$$

$$d2 = (\ln(S/K) + \{kf - \sigma^2/2\}t) / (\sigma)(t^{1/2}),$$

где

S – текущая цена актива;

$(K)(e^{-(kf)t})$ – текущая оценка (PV) цены исполнения при непрерывном дисконтировании;

kf – ставка процента (безрисковая доходность), соответствующая сроку «жизни» опциона;

t – срок действия опциона, т. е. число лет между данным моментом времени и моментом исполнения опциона;

e – основание логарифма, $e = 2,71828$;

N(d) – интегральная функция плотности нормального распределения.

портфеля, включающий рассматриваемую бизнес-единицу и остальную компанию (набор подобных бизнес-единиц). Для других уровней управления показателем риска может выступать волатильность интегрированного ключевого показателя (объединяющего эффект трех-пяти оценочных показателей).

$$\sigma = (\sigma^2 b - e + \sigma^2 \varepsilon - 2p(\sigma b - e)(\sigma \varepsilon))^{0,5},$$

где σ – оценка чистого риска, за который предусматривается дополнительное вознаграждение;

$\sigma b - e$ – стандартное отклонение денежных потоков, генерируемых бизнес-единицей;

$\sigma \varepsilon$ – стандартное отклонение «эталонных» денежных потоков, генерируемых компанией или аналогом бизнес-единицы (возможно, отраслевая оценка риска);

p – коэффициент корреляции между этими денежными потоками.

2. Введение параметра альтернативной доходности (безрисковой в модели Блэка-Шоулза). При данном рассмотрении безрисковые денежные потоки не соответствуют процентной ставке, выплачиваемой по безрисковым финансовым активам. Поэтому дополнительная доходность при получении «эталонной доходности» равна нулю и, соответственно, ставка процента, фигурирующая в моделях оценки опционов как безрисковая ставка, в данной модели будет приравнена к нулю ($kf = 0$).

С учетом внесенных корректировок сумма дополнительного

вознаграждения по результатам работы компании (бизнес-единицы или подразделения) сверх требуемого или «эталонного уровня» может быть представлена как цена опциона колл – опциона на покупку результата, превышающего заданный уровень (цену исполнения).

Целевой бонус за превышение над требуемым уровнем доходности

$$B = y(S)(N(d1)) - (K)(N(d2))$$

$$d1 = (\ln(S/K) + \sigma t) / (\sigma)(t^{1/2})$$

$$d2 = d1 - (\sigma)(t^{1/2})$$

$$\sigma = (\sigma^2 b - e + \sigma^2 \varepsilon - 2p(\sigma b - e)(\sigma \varepsilon))^{0,5},$$

где y – коэффициент участия (устанавливается для каждого уровня управления);

S – планируемый показатель (EVA, прибыль или денежный поток FCF) в текущий момент времени по компании (с учетом корректировок, требуемых финансовой моделью анализа), например:

$$S = ROI \times CE = (\text{плановая доходность инвестиций}) \times (\text{инвестированный капитал}).$$

Если величина инвестированного капитала не меняется (нет инвестиционных проектов), то управляемой величиной может выступать доходность (рентабельность) деятельности.

K – «эталонная оценка», или норматив прибыли, денежного потока, требуемой доходности, например:

$$K = (WACC)(\text{инвестированный капитал});$$

WACC – «эталонная» доходность, определяемая как:

1) среднеотраслевая доходность;

2) аналитически обоснованная величина затрат по капиталу.

t – продолжительность периода определения бонуса (период может быть выбран как год для текущего вознаграждения или три-пять лет для долгосрочного).

Покажем, как по предложенной модели может быть определена премия за управление активами НГДУ (нефтегазовое добывающее управление нефтяной компании) с величиной инвестированного капитала \$20 млн.

Установленная доля участия менеджера в приросте стоимости принята в 10%.

Стандартное отклонение доходов по НГДУ примем на уровне 30% (превышает стандартное отклонение цены на нефть внутреннего рынка из-за географического положения и проблем с прокачкой нефти). Стандартное отклонение «эталонного» денежного потока (аналогичные НГДУ и компании-конкуренты) – 30%.

Для НГДУ с большими факторами риска (природные условия, взаимоотношения с региональными властями и т. п.) стандартное отклонение денежных потоков НГДУ было бы еще выше (по ряду компаний оценки получились на уровне 45%). Коэффициент корреляции между денежными потоками НГДУ и головной компании – 95%. Требуемая доходность по инвестициям в НГДУ – 15%, текущая рентабельность инвестированного капитала – также 15% (это фактически означает нулевое значение EVA по данному уровню).

Расчет целевого бонуса по численному примеру

$$S = 0,15(20 \text{ млн}) = \$3 \text{ млн}$$

Цена исполнения = требуемый уровень годовой прибыли K =

$$= 0,15(20) = \$3 \text{ млн}$$

$$t = 1 \text{ год}$$

$$\sigma = (\sigma^2 b - e + \sigma^2 \varepsilon - 2p(\sigma b - e)(\sigma \varepsilon))^{0,5} =$$

$$= (0,3^2 + 0,3^2 - 2(0,95)(0,3^2))^{1/2} =$$

$$= 0,095$$

$$y = 0,1$$

$$B = y(S)(N(d1)) - (K)(N(d2)), \text{ где}$$

$$d1 = (\ln(3/3) + 0,095) / (0,095)(1) =$$

$$= 1$$

$$d2 = d1 - (\sigma)(t^{1/2}) = 1 - 0,095 = 0,905$$

$N(d1) = 0,8413$
 $N(d2) = 0,817$
 $V = 0,1(3 \text{ млн})(0,8413 - 0,817) = 0,00243(3 \text{ млн}) = \$0,00729 \text{ млн} (\$7290)$.

В данном примере оценена целевая премия за достижение заданного уровня доходности (15%).

При плановой постановке задачи превышения доходности над «эталонным» уровнем (например, по плану доходность инвестиций – 20%, при минимальном уровне – 15%, что соответствует положительному значению EVA) целевой бонус будет выше. Но рост не линейный: он учитывает степень риска по данной компании, риск ее подразделений и корреляцию денежных потоков.

Как видно из расчетов целевого бонуса по численному примеру, плановое значение EVA разбито в модели на два слагаемых: целевая прибыль (значение S) и требуемый уровень платы за капитал, который рассматривается как цена исполнения (K). Принятие большего риска и задание более напряженных целевых установок ($S > K$) компенсируется повышением целевого значения бонуса. В данном варианте целевой бонус устанавливается не в процентном отношении к заработной плате, а привязан исключительно к результатам работы компании. Далее целевой бонус может корректироваться в зависимости от степени выполнения заданий более низких уровней управления. Например, для руководителя компании или подразделения текущее денежное переменное вознаграждение может строиться

на базе 50–70% целевого бонуса, а 30% бонуса может быть увязано с индивидуальными плановыми заданиями. Для руководителя среднего звена большее влияние на получение уровня целевого бонуса окажут результаты работы отдела или участка (не обязательно финансовые показатели) и выполнение индивидуальных заданий по ключевым показателям рабочего места. Важность иерархического деления целевого бонуса компании или подразделения демонстрирует табл. 3.

Схема 6 (см. рис. 3) построения переменной части вознаграждения допускает две части: целевой бонус, увязанный с достижением нефинансовых показателей эффективности, и бонус неограниченных финансовых результатов, формирующийся при наличии банка бонусов.

Табл. 3 и рассмотренные схемы построения переменной части вознаграждения подчеркивают важные выводы. Кратко сформулируем их применительно к российским компаниям.

1. Прямая (кусочно-линейная или по опционной модели) зависимость бонуса от заработанного EVA допустима только для высшего уровня управления. Чем ниже уровень, тем больший эффект должны иметь приростные ориентиры (ΔEVA или превышение роста EVA над ожидаемым уровнем) или схемы банков бонусов, а также нефинансовые показатели, увязанные с драйверами стоимости. Целевой бонус не обязательно увязывать с фиксированной заработной платой.

Такая увязка допустима для низшего и отчасти среднего уровня управления, но плохо мотивирует топ-менеджеров. Типичной ловушкой общепринятой системы построения вознаграждения топ-менеджеров стал «посекторный» или узкоотраслевой анализ используемых элементов компенсационного пакета, общего уровня вознаграждения и отдельных его частей. Исследования, проведенные в американских компаниях, опросы руководителей российских фирм показывают, что более 90% компаний используют для ориентира в построении систем вознаграждения предприятия той же отрасли, стремясь зафиксировать общую сумму на уровне среднеотраслевой. Такая практика приводит к искусственному завышению выплат. Стремление получать средние или более высокие выплаты, приводит к повышению барьерной планки. В результате, растет общая сумма вознаграждения даже по тем компаниям, которые показывают низкие отраслевые результаты эффективности и низкие общерыночные оценки. Этот порочный круг может долго существовать в условиях неразвитости рынка труда топ-менеджеров и недиверсифицированности позиции инвестора (собственника предприятия). Последние примеры как российских, так и зарубежных компаний показывают, что отраслевые специальные знания в работе топ-менеджера отходят на второй план. Финансовые принципы управления позволяют принимать адекватные решения в любой сфере деятельности, а

Таблица 3. Пофакторное формирование целевого бонуса, который может определяться мультипликаторно по заработной плате или иным образом

Учет вклада разных факторов управления	Доля факторов в целевом бонусе для высшего уровня управления (топ-менеджмент), %	Для среднего уровня управления (руководители подразделений, функциональных служб, заместители), %	Для низшего уровня менеджмента, %
Эффекты для компании Corporate Performance Factor – CPF	80	50	20
Эффекты подразделений Divisional Performance Factor – DPF	0	30	50
Индивидуальные цели Individual Performance Factor – IPF	20	20	30

инвестор, в свою очередь, может легко поменять негодный ему вариант инвестирования. Тенденцией стало расширение списка анализируемых компаний для заимствования схем вознаграждения, общего уровня выплат; выход за рамки отраслевой группы конкурентов. Еще одним механизмом отхода от «фиксированного среднего» может стать проектная схема формирования вознаграждения, имитирующая проектный взгляд на достижение конкретной цели компании. Соответственно, и система вознаграждения должна учитывать различие стадий реализации проекта (достижения ключевых показателей цели).

2. Фиксированная заработная плата не должна носить условный характер даже для высшего уровня управления и членов совета директоров. Развивающийся рынок труда, глобализация экономики, информационная открытость предъявляют все более жесткие требования к уровню фиксированной оплаты. Высокие затраты на получение квалификации (общее и специальное образование, непрерывные программы тренингов) должны компенсироваться минимальным уровнем денежного вознаграждения или оплачиваться нанимателем как часть социального пакета. Фактически фиксированная часть вознаграждения должна рассматриваться как оплата потенциала, который меняется вместе с развитием компании. Вклад

Эдварда Хэя (в рамках компании Hay Management Consultants) и новейшие предложения по оценке инновационного участия позволяют правильно сформировать гибкую систему разрядов (грейдов).

3. Социальный пакет также может быть привязан не только к уровню квалификации и сроку работы в компании (преданность компании), но и к заработной плате переменной части вознаграждения (накопленному бонусу в банке). Особенно это актуально при учете гендерных и возрастных предпочтений, а также менталитета «бывших советских предприятий» (например, в женских коллективах долгосрочные формы вознаграждения, и банки бонусов, распределяемые по принципу «кафетерия» социальные пакеты находят большее понимание и эмоциональное одобрение).

4. Банк бонусов является перспективной схемой построения компенсационного пакета по ряду причин:

- 1) переход на долгосрочные схемы, которые не могут быть реализованы на базе фондового рынка;
- 2) сглаживание переменной части компенсационного пакета для компаний с высокой зависимостью от внешних факторов;
- 3) наличие дебетового счета банка бонусов создает сильный мотивирующий эффект и не вызывает психологического дискомфорта из-за «отъема» денег в текущий момент времени.

5. Долгосрочные схемы, построенные на основе цены акции на рынке, должны обеспечивать жесткое сопровождение статей в кодексе корпоративного управления, запрещающее манипуляции пакетами акций, защиту от потери долей собственности в результате изменения структуры собственности или иных реорганизаций и наказание за использование инсайдерской информации. Поскольку практически все эти требования трудно реализуемы, предпочтение должно отдаваться виртуальным схемам с введением накопительного банка аналогичного бонусному или объединением банков бонусных счетов и виртуальных опционных счетов (на основе динамики цен акций). Число предоставляемых акций в программах опционов или «акций с ограничениями» может быть увязано с накопленной суммой в банке бонусов. Например, число акций = сумма в банке бонусов / рыночная цена акции.

Литература

1. Литягин А. Технология управления персоналом в России. Опыт профессионалов // Персонал. — 2001–2002.
2. Young S. D., O'Byrne S. F. (2001). EVA and value-based management. A practical Guide to Implementation. Mc Graw Hill.
3. Weinstock M. (2002). Bonus plan bounced, Government Executive.
4. Kudla R. J., Arendt D. A. (2000 Fall) Making EVA Work, *AFP Exchange*, Vol. 20, Iss. 4.