

Экономические вопросы управления

Алешина Ю.Н.

Оценка соответствия вознаграждения высшего менеджмента и финансовых результатов компаний на основе комплексного индикатора

Алешина Юлия Николаевна — аспирант, факультет государственного управления, МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, РФ.

E-mail: julia.stakanova@gmail.com

SPIN-код РИНЦ: 7830-3070

ORCID ID: [0000-0001-6044-0225](https://orcid.org/0000-0001-6044-0225)

Аннотация

Важным инструментом эффективного корпоративного управления является система вознаграждения и материального стимулирования сотрудников компании. В частности, несоответствие вознаграждения высших руководящих лиц компании результатам ее деятельности с перекосом как в сторону завышения, так и занижения способно негативно отразиться на мотивации управленцев, что, в свою очередь, может оказать влияние на всю деятельность организации. В статье представлена классификация методических подходов к оценке результативности системы материального вознаграждения, определяются их сильные и слабые стороны, обосновывается важность комплексного подхода, объединяющего бухгалтерский и стоимостной подходы. В рамках исследования на основе корреляционного анализа выявлена взаимосвязь ключевых финансовых показателей (EPS — прибыль на акцию, ROE — рентабельность собственного капитала, ROA — рентабельность активов, EVA — экономическая добавленная стоимость, EBITDA — прибыль до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации) и уровня вознаграждения в российских промышленных компаниях (ГМК «Норильский никель», ПАО «Новатэк», ПАО «Полус», ПАО «Роснефть», ПАО «ТМК») — лидерах по материальному вознаграждению за 2019 год по версии Forbes за 2017–2019 гг. В работе также предлагается модель оценки обоснованности вознаграждения сотрудников, определяется рекомендуемый уровень вознаграждения на основе предлагаемой модели. В результате проведенного исследования было выявлено, что наименьшая зависимость между вознаграждением и индикаторами финансовых результатов проявляется у рассмотренных компаний по показателям EBITDA и EVA, то есть показатели стоимости и денежных потоков не играют в них существенной роли. Таким образом, результат проведенной оценки показывает, что вознаграждение многих компаний не соответствует лучшим практикам. По мнению автора, при формировании ключевых показателей эффективности (КПЭ) целесообразно использовать данную модель и дополнить ее поправками и корректировками, соответствующими виду деятельности и корпоративной культуре компании (например, в добывающей промышленности это может быть уровень травматизма, соотношение фактического и целевого уровня добычи/производства, в IT-компаниях — уровень удовлетворенности клиента сервисом компании, повторное обращение клиента за определенный период времени и другие). В целом использование данной модели способно направить усилия менеджмента на увеличение стоимости компании и других важнейших показателей.

Ключевые слова

Вознаграждение, высший менеджмент, эффективность, стоимостной подход, результативность, топ-менеджмент.

DOI: 10.24411/2070-1381-2020-10112

Введение

В современном мире интерес к вознаграждению ключевых сотрудников компаний крайне велик: во-первых, эффективная система вознаграждения способна сэкономить средства для развития компании, а во-вторых, материальное стимулирование сотрудников является драйвером роста организации. Прозрачность формирования, а также экономическая обоснованность системы вознаграждения способствуют разработке различных подходов, учитывающих как финансовые, так и нефинансовые показатели.

В России некоторые компании идут по пути заимствования существующих зарубежных моделей и их адаптации к российским реалиям (в основном крупные компании), некоторые создают с нуля собственные благодаря грамотным консультантам. Тем не менее во всех случаях вознаграждение труда высшего менеджмента стоит обособленно от оплаты труда остального персонала компании. Это можно объяснить тем, что, с одной стороны, вознаграждение топ-менеджера — это затраты компании, а с другой стороны, для собственника это средство повышения эффективности деятельности компании, ее роста и увеличения стоимости. Эффективная система вознаграждения позволяет компании получить конкурентное преимущество за счет способностей ее руководителей.

Целью данного исследования является анализ существующих подходов к оценке систем материального вознаграждения и создание финансово-экономической модели, характеризующей зависимость между финансовыми результатами компании и уровнем вознаграждения высшего менеджмента компании на основе данных российских компаний. Для достижения цели исследования необходимо решить следующие задачи:

- выявить подходы к оценке систем материального вознаграждения;
- определить круг анализируемых финансовых показателей и российских компаний;
- провести корреляционный анализ;
- предложить финансово-экономическую модель зависимости между финансовыми результатами компаний и уровнем вознаграждения высшего менеджмента компаний.

Данная проблема интересует как отечественных, так и зарубежных исследователей. Как правило, рассматриваются и анализируются такие проблемы, как влияние уровня вознаграждения на процессы, происходящие в компании, стимулирование деятельности менеджмента в интересах компании, а также вознаграждение как результат эффективной работы высшего менеджмента.

У истоков стояли модели, основанные на теориях развития рынка (теория спроса и предложения, теория экономической эффективности зарплаты). Далее модели становились все сложнее и совершеннее, учитывались уже многие нюансы, наука предлагала новые ответы на запросы современности [Benabou, Tirole 2003].

Основу современного видения проблемы на стратегическом уровне, развитие подходов к вознаграждению на междисциплинарной основе представляют работы А. Файоля [Файоль и др. 1992], Р. Хендерсона [Хендерсон 2004], М.А. Рапппорта [Rappaport 1998]. Р. Каплан и Д. Нортон [Kaplan, Norton 1996] предложили систему сбалансированных показателей как инструмент достижения целей бизнеса. По их мнению, вознаграждение является платой за усилия, способности и решения, которые принимает менеджер, а не за результаты их деятельности. М. Армстронг [Армстронг 2012] сумел выделить принципы построения успешной системы вознаграждения, которые позволяют выстроить политику оплаты труда на всех уровнях управления.

Сегодня все чаще используются долгосрочные методы стимулирования руководителей компаний. Одним из самых популярных методов мотивации высшего менеджмента являются опционы на акции [Brigham, Daves 2012]. Таким образом, через воздействие на личные цели менеджмента компании стремятся мотивировать управленцев увеличивать стоимость бизнеса [Damodaran 2012]. С этой целью применяется такой финансовый показатель, как EVA (экономическая добавленная стоимость) [Brigham, Houston 2011], позволяющий оценить эффективность организации через качество управленческих и инвестиционных решений [Ивашковская и др. 2010]. Российскими исследователями рассматривается национальная особенность ориентации на абсолютные показатели прибыли как главный ориентир успешности организации, что, в свою очередь, влияет на причинно-следственную связь с уровнем вознаграждения высшего управленческого менеджмента организации [Ивашковская 2016]. Статистически было выявлено, что более 50% высшего менеджмента компаний не удовлетворены своими схемами материального стимулирования [Погребная 2016].

Ограниченное число непосредственных исследований особенностей материального вознаграждения топ-менеджмента, эффективных механизмов оценки эффективности его деятельности, способов мотивации на долгосрочные цели организаций обусловили выбор темы, цель и задачи исследования.

Соответственно, основываясь на зарубежных исследованиях, учитывая российские особенности основы вознаграждения, следует выстроить такую систему оплаты труда высшего менеджмента компаний, которая позволила бы максимально учесть основные финансовые показатели для оценки результативности управленцев и выплатить обоснованное вознаграждение.

Подходы к оценке результативности системы материального вознаграждения

Лица, принимающие решения в организации, напрямую влияют на ее деятельность, таким образом, их личная заинтересованность в делах организации представляется важнейшим условием эффективности всего бизнеса. Уровень материальной компенсации высшего менеджмента компании может влиять не только на финансовые результаты, но и на имидж компании в целом, способствовать привлечению высококвалифицированных управленцев, что, в свою очередь, влияет на конкурентоспособность компании в целом.

Существующий механизм влияния топ-менеджмента через механизм принятия решений на стоимость компании предполагает, что на основе информации об условиях своего вознаграждения топ-менеджеры начинают принимать стратегические решения, напрямую влияющие на достижение их целей, которые в итоге приводят к изменению операционных результатов деятельности компании и ее стоимости. В результате выстраивается логическая взаимосвязь между стоимостью управленческого труда и их результатами [Алешина 2020].

Современная наука создала значительное количество подходов к оценке систем материального вознаграждения, однако в их основе преимущественно лежат теории заработной платы, оплаты по результатам труда работников, не связанных со стратегическим уровнем управления компанией. Нами предлагается классификация подходов, основанная на анализе воздействия структуры совета директоров на эффективность фирм, бухгалтерских показателей, стоимостной модели управления, моделей, объединяющих предыдущие два подхода.

Первый подход определяет взаимосвязь между характеристиками совета директоров компании и ее результатами. Сбалансированный по своему составу и структуре совет директоров (СД) позволяет успешно управлять компанией. Выступая контрагентом между собственниками и менеджерами, СД позволяет находить баланс между данными группами и выступает в интересах акционеров. Ученые анализируют следующие характеристики и их влияние на результат деятельности компании: размер СД, его состав, в том числе гендерный, структуру комитетов и размер вознаграждения членов совета директоров. Исследуя зависимость между данными значениями и финансово-экономическими показателями, аналитики пришли к выводу, что зависимость крайне мала, чтобы назвать ее экономически значимой. Тем не менее некоторые ученые выявляют такую положительную связь: например, при включении в СД еще одного независимого директора стоимость акций возрастает на 0,2% [Rosenstein, Wyatt 1990] или с целью повышения эффективности деятельности в составе СД из 11 человек половину должны составлять независимые директора [Bhagat, Black 1999].

Второй подход делает акцент как раз на анализе финансовых бухгалтерских показателей для определения уровня материального вознаграждения менеджмента компании. В данном случае рассматриваются такие показатели, как ROE (доходность собственного капитала), ROA (рентабельность активов), ROS (рентабельность продаж), EBITDA (прибыль компании до вычета процента по кредитам, налога на прибыль и амортизации), EPS (прибыль на акцию), NOPAT (чистая операционная прибыль после уплаты налогов) и другие.

Однако бухгалтерские показатели являются ретроспективными, то есть они показывают, что уже произошло, не беря в расчет будущие достижения компании. Бухгалтерская прибыль не отражает денежные потоки — средства, реально находящиеся у компании, которые как раз и являются основой создания акционерной стоимости. Не берутся во внимание такие ресурсы, как вложения в НИОКР, в обучение персонала, инвестиции для продвижения бренда, в реорганизацию бизнеса, так как они не признаются активами в соответствии со стандартами учета. Кроме того, методы ведения бухгалтерского учета могут различаться даже внутри одной отрасли. Особенностью данного подхода является сложность учета стоимости денежных ресурсов в единицу времени с учетом валютных и иных рыночных колебаний [Пурлик 2018].

Такой рыночный показатель, как EPS, также подвержен манипулятивным действиям, так как значительно зависит от способов расчета прибыли и даже количества акций в обращении. Он не учитывает фазу жизненного цикла компании, потребность в

инвестициях и стоимость денег во времени. Ранее низкое значение показателя характеризовало неустойчивое развитие компании, высокие затраты и неудачную ценовую политику, в то время как высокое значение коэффициента воспринималось как успех фирмы, возможность для привлечения инвесторов. Сегодня EPS остается одним из самых популярных показателей в мире, тем не менее следует понимать его ограниченные возможности и соотносить с другими финансово-экономическими индикаторами.

Третий подход подразумевает под собой использование стоимостных показателей для оценки вклада высшего управленческого персонала в увеличение ценности компании. Такие исследователи, как А. Дэсей, А. Фатеми и Дж. Катц, обнаружили положительную закономерность между значениями показателей EVA, MVA и вознаграждением топ-менеджмента компаний [Desay et al. 2003]. Через механизм мотивации, преследуя и свои личные цели, топ-менеджеры начинают действовать и в интересах компании, заключающихся в ее росте и рыночной капитализации. К числу данных подходов можно также добавить концепции Value Based Management (VBM), Balanced Scorecard (BSC).

Четвертый подход предполагает объединение двух предыдущих. Совмещение как традиционных индикаторов финансовой эффективности, так и стоимостных показателей нивелирует недостатки каждого из них, а также подразумевает особое внимание ко всем требуемым показателям.

Мы предлагаем в качестве оценки финансовой эффективности компании ввести интегральный показатель K , представляющий собой взвешенную сумму значений оценок критериев. Таким образом, каждая компания сможет определить ключевые показатели эффективности в зависимости от отрасли, своей структуры, а также от позиции топ-менеджмента или члена СД. Очевидно, что при данном подходе важно максимально продуманно определять ключевые показатели эффективности менеджмента компании. Следует отметить, что, как правило, точность интерпретации результатов обычно обеспечивается не большим набором, а достаточно ограниченным числом показателей, позволяющим определить, из-за чего результат «просел» или, наоборот, что стало драйвером его «взлета».

Таким образом, оценка объективности, закономерности и справедливости вознаграждения менеджмента компаний интересует исследователей уже многие годы. Было разработано множество подходов и взглядов на проблему с различных точек зрения. В данной работе нами делается попытка раскрыть особенности вознаграждения

высшего менеджмента компаний с точки зрения финансово-экономического подхода. Мы предлагаем объединить бухгалтерский и рыночный (стоимостной) подходы для оценки эффективности и результативности деятельности руководителей с целью комплексного рассмотрения их достижений на высоком посту. Именно комплексное рассмотрение финансовых показателей поможет собственникам быстро и понятно ориентироваться в актуальном положении компании на рынке.

Аналитическая модель вознаграждения высшего менеджмента на основе финансово-экономических показателей российских компаний

В Российской Федерации законодательство, регулирующее сферу выплат вознаграждения высшему менеджменту компаний (топ-менеджменту и совету директоров), четко не прописано. Появляются лишь документы и положения (кодексы), рекомендательно обозначающие принципы политики. Окончательное решение принимается на основе личной договоренности управленца и компании, утверждается трудовым договором между физическим и юридическим лицами.

Чаще всего компании пытаются оценивать деятельность управленца через систему ключевых показателей эффективности, где финансово-экономическая составляющая инструментов оценки их результативности значительно различается в зависимости от сферы деятельности, интересов компании, ее внутренней политики и т.д. Тем не менее, на наш взгляд, традиционно применяемые подходы к оценке не в полной мере используют возможности современного финансово-экономического анализа, учитывающего, в частности, стоимостные показатели. Поэтому в данной работе мы сосредоточили свое внимание на оценке зависимости уровня общего вознаграждения ключевых сотрудников с рядом индикаторов финансовых результатов компаний за последние три года (2017–2019 гг.). Нами также построена модель регрессии, которая показывает значимость каждого выбранного показателя с целью формирования модели финансовой мотивации сотрудников, которая направила бы усилия менеджмента на увеличение стоимости компании и других значимых показателей. В основе данной модели должна лежать четкая взаимосвязь между основными показателями и уровнем вознаграждения.

Среди показателей, наиболее часто упоминаемых при оценке деятельности компании, но не используемых в комплексе, нами выбраны следующие:

- EPS (Earnings Per Share — прибыль на акцию):

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Кол-во акций}} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}} \times \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Кол-во акций}};$$

- EBITDA (Earnings before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization), которая может быть рассчитана двумя способами:

- 1) прибыль до вычета процентов за кредит, налогов, амортизация на материальные и нематериальные активы;
- 2) чистая прибыль + начисленный налог на прибыль + начисленные проценты по кредитам + амортизация основных средств и нематериальных активов;

- ROE (Return on Equity — рентабельность собственного капитала):

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}};$$

- ROA (Return on Assets — рентабельность активов):

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Активы}};$$

- EVA (Economic Value Added — экономическая добавленная стоимость):

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC.$$

Безусловно, это не весь спектр показателей оценки успеха бизнеса. Стоит также отметить, что каждый отдельный фактор не дает полного представления о положении дел в компании, однако комплексный анализ данного перечня показателей позволяет со значительно более высокой точностью судить об эффективности и результативности компании. Нами проведен расчет вышеуказанных показателей на примере российских промышленных компаний-лидеров по материальному вознаграждению за 2019 год по версии Forbes¹. Данные для расчета были взяты на основе финансовой отчетности компаний за 2017–2019 годы. Оцениваемые показатели приведены в Таблице 1:

¹ Тутова Ю. Самые щедрые компании России — 2020: где больше платят топ-менеджерам? // Forbes [Электронный ресурс]. URL: <https://yandex.ru/turbo/s/forbes.ru/milliardery-photogallery/402523-samyeshchedrye-kompanii-rossii-2020-gde-bolshe-platyat-top> (дата обращения: 05.07.2020).

Таблица 1. Финансовые показатели компаний, рассчитанные для построения модели эффективности²

	«Норильский Никель»			«Новатэк»			«Полюс»			«Роснефть»			«ТМК»		
	2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017
Место в рейтинге вознаграждений	1	1	н/д	2	6	н/д	6	14	н/д	7	4	н/д	8	н/д	н/д
Количество сотрудников, получивших выплаты	23	23	23	21	23	23	9	9	9	17	17	17	12	12	12
Общее вознаграждение, млн руб.	6281	5707	6039	4407	3338	2271	3901	2863	1302	3791	4069	4059	2348	934	1117
Средняя сумма на 1 человека, млн руб.	273,1	248,1	262,6	209,8	145,1	98,74	433,4	318,1	144,7	223	239,35	238,76	195,67	77,83	93,08
ROA, %	40	16	15	26	21	19	20	8,1	3,3	6,2	4,9	2,4	0,5	0,0	0,5
ROE, %	148	85	52	33	28	26	15,3	5,5	2	35,6	32,0	17,6	3,6	0,0	2,7
IC, млрд руб.	876,3	764,5	688,6	823,2	698,3	570,8	730,1	636,2	637,4	8641,7	9101,7	8339,9	141,6	148	151,7
NOPAT, млрд руб.	363,2	274,2	156,4	343,2	305,8	177,6	108	81,5	71,2	1134,4	1156,8	653,6	35,4	31,7	7,03
WACC, %	3,88	3,14	2,89	2,88	2,54	2,78	2,46	5,26	5,47	2,74	2,17	1,77	1,54	0,44	1,45
EVA, млрд руб.	329,2	250,1	136,5	319,5	288	161,7	90,1	48,04	36,3	897,9	959,2	506,1	33,3	31	4,82
EPS, млрд руб.	3,252	1,042	0,822	0,79	0,53	0,40	0,775	0,248	0,92	0,76	0,61	0,28	0,2	0,0	0,1
EBITDA, млрд руб.	512,9	390,7	233,1	461,2	415,3	256,5	158,7	116,9	99,3	2105	2081	1403	44,5	39,9	9,34
EBIT, млрд руб.	454	342,7	195,5	428,97	382,2	221,97	135	101,9	88,97	1418	1446	817	44,3	39,6	8,8

² Составлено автором на основе открытых данных компаний: Финансовая отчетность ГМК «Норильский никель» // Норникель [Электронный ресурс]. URL: <https://www.nornickel.ru/investors/disclosure/financials/#2020> (дата обращения: 20.07.2020); Финансовая отчетность ПАО «НОВАТЭК» // Новатэк [Электронный ресурс]. URL: <http://www.novatek.ru/ru/investors/results/> (дата обращения: 20.07.2020); Финансовая отчетность ПАО «Полюс» // Сополи [Электронный ресурс]. URL: <https://www.conomy.ru/emitent/polyus-zoloto/plzl-ofr> (дата обращения: 20.07.2020); Финансовая отчетность ПАО «Роснефть» // Роснефть [Электронный ресурс]. URL: https://www.rosneft.ru/Investors/statements_and_presentations/Statements/ (дата обращения: 20.07.2020); Финансовая отчетность ПАО «ТМК» // ТМК [Электронный ресурс]. URL: https://www.tmk-group.ru/Financial_results (дата обращения: 20.07.2020).

Для расчета корреляции суммарного денежного вознаграждения, а также вознаграждения высшего менеджмента указанных компаний с их ключевыми финансовыми показателями используем коэффициент корреляции r_{xy} между величинами X и Y , рассчитываемый по формуле [Pearson 1992]:

$$r_{xy} = \frac{\sum(X - E(X))(Y - E(Y))}{\sqrt{\sum(X - E(X))^2} \sqrt{\sum(Y - E(Y))^2}},$$

где $E(X)$, $E(Y)$ — математические ожидания величин X и Y .

Это позволит определить меру линейной взаимосвязи между величинами. Результаты расчетов приведены в Таблице 2.

Таблица 2. Результаты расчета коэффициента корреляции материального вознаграждения с ключевыми финансовыми показателями компаний³

Коэффициент корреляции с вознаграждением	«Норникель»	«Новатэк»	«Полюс»	«Роснефть»	«ТМК»
EPS	76,74%	98,16%	91,29%	-71,48%	76,79%
ROA	78,08%	97,19%	93,34%	-73,94%	72,69%
ROE	57,80%	96,57%	92,72%	-62,92%	77,51%
ЕВITDA	35,26%	95,27%	94,07%	-49,86%	50,24%
EVA	32,41%	94,45%	90,88%	-35,87%	45,75%

Как видно из проведенных расчетов, в большинстве компаний, за исключением ПАО «Роснефть», наблюдается положительная значимая корреляция между ключевыми финансово-экономическими показателями и вознаграждением. Стоит также отметить, что влияние показателей ROA, ROE, ЕВITDA выше, чем влияние показателей EVA и EPS. Таким образом, можно сделать вывод, что в данных компаниях наблюдается недостаточная ориентация на повышение стоимости компании и на мотивацию ключевых сотрудников через учет данных индикаторов.

В качестве оценки финансовой эффективности компании введем интегральный показатель K , представляющий собой взвешенную сумму значений оценок критериев:

$$K = \sum_{i=1}^n c_i * k_i.$$

В данной формуле k_i — соответствующие значения критериев, n — число критериев, используемое для оценки, c_i — вес (степень важности) i -го критерия, $\sum_{i=1}^n c_i = 1$.

³ Составлено автором.

В качестве критериев будем использовать значения изменения средних показателей (EPS, ROE, ROA, EVA, EBITDA) 2019 года к 2018 году и 2018 года к 2017 году. Описание критериев приведено в Таблице 3.

Таблица 3. Значения изменения средних показателей (EPS, ROE, ROA, EVA, EBITDA) 2019 года к 2018 году и 2018 года к 2017 году⁴

Критерий	Расшифровка
$k_1 (\Delta EPS)$	$\frac{EPS_{new} - EPS_{old}}{\frac{1}{2} * (EPS_{new} + EPS_{old})}$
$k_2 (\Delta ROA)$	$\frac{ROA_{new} - ROA_{old}}{\frac{1}{2} * (ROA_{new} + ROA_{old})}$
$k_3 (\Delta ROE)$	$\frac{ROE_{new} - ROE_{old}}{\frac{1}{2} * (ROE_{new} + ROE_{old})}$
$k_4 (\Delta EBITDA)$	$\frac{EBITDA_{new} - EBITDA_{old}}{\frac{1}{2} * (EBITDA_{new} + EBITDA_{old})}$
$k_5 (\Delta EVA)$	$\frac{EVA_{new} - EVA_{old}}{\frac{1}{2} * (EVA_{new} + EVA_{old})}$

Для учета рыночного тренда будем использовать значения показателей с поправкой на среднее значение показателя по всем компаниям, то есть вместо непосредственного значения k_{ij} (j-индекс компании) будем использовать

$$k_{ij} - \frac{\sum_j k_{ij}}{\text{число компаний}}$$

В данной работе нами предлагается модель распределения весов на основе корреляции с целевым фактором с учетом трендов по всем выбранным компаниям, а не по каждой компании в отдельности. Данные приведены в Таблице 4 (рассчитано между векторами каждого показателя по всем компаниям и целевым вектором вознаграждения).

⁴ Составлено автором.

Таблица 4. Корреляции показателей с целевым фактором (вознаграждением) в расчете по всем компаниям⁵

	Корреляция с вознаграждением
EPS	66,05%
ROA	65,35%
ROE	80,21%
ЕБИТДА	30,08%
EVA	38,10%

Однако показатели могут коррелировать между собой, что может негативно сказаться на выборе веса, поэтому также будем учитывать попарную корреляцию между имеющимися показателями. Попарные корреляции приведены в Таблице 5.

Таблица 5. Попарные корреляции рассматриваемых показателей, рассчитанные по всем компаниям в совокупности⁶

	EPS	ROA	ROE	ЕБИТДА	EVA
EPS	100,00%	73,34%	90,61%	-9,73%	-2,10%
ROA	73,34%	1	75,95%	-12,69%	1,14%
ROE	90,61%	75,95%	1	14,06%	24,57%
ЕБИТДА	-9,73%	-12,69%	14,06%	1	28,22%
EVA	-2,10%	1,14%	24,57%	28,22%	1

На основе полученных расчетов можно заметить, что такие показатели, как EPS, ROA, ROE, имеющие более высокое значение корреляции с вознаграждением, также значимо линейно зависимы между собой.

Итоговая модель расчета коэффициентов принимает вид:

$$c_i = \frac{\partial_i}{\sum_{i=1}^5 \partial_i}, \text{ где } \partial_i = \frac{r_i}{\sum_{j=1, j \neq i}^5 |r_{ij}|}.$$

В приведенных выше формулах r_i — корреляция i -го показателя с вознаграждением (целевым), r_{ij} — попарная корреляция i -го и j -го показателя.

Значения коэффициентов, используемые в интегральном показателе, после применения формулы представлены в Таблице 6.

⁵ Составлено автором.

⁶ Составлено автором.

Таблица 6. Степень значимости веса для каждого показателя⁷

	Показатель	Вес показателя
C1	Δ EPS	16,66%
C2	Δ ROA	15,24%
C3	Δ ROE	17,33%
C4	Δ EBITDA	20,62%
C5	Δ EVA	30,15%

Используя данную модель, мы получаем более высокую значимость стоимостного показателя, нежели в модели с равными весами или весами пропорциональными корреляциям.

Сопоставление фактического изменения вознаграждения и прогнозируемого приведено в Таблице 7. Изменение вознаграждения рассчитывалось как отношение разности текущего вознаграждения и прошлого к прошлому.

Таблица 7. Фактические значения изменения вознаграждения относительно предыдущего периода и значения, полученные в результате работы модели⁸

	«Норильский Никель»		«Новатэк»		«Полюс»		«Роснефть»		«ТМК»	
	2019 к 2018	2018 к 2017	2019 к 2018	2018 к 2017	2019 к 2018	2018 к 2017	2019 к 2018	2018 к 2017	2019 к 2018	2018 к 2017
Фактическое вознаграждение прошлого года, млн руб.	5707	6039	3338	2271	2863	1302	4069	4059	934	1117
Фактическое изменение вознаграждения, %	10,06	-5,50	32,03	46,98	36,26	119,89	-6,83	0,25	151,39	-16,38
Рекомендуемое моделью изменение вознаграждения, %	8,82	-2,37	-26,12	-10,21	27,07	11,65	-36,16	42,15	58,80	-73,64

⁷ Составлено автором.

⁸ Составлено автором.

Таким образом, можно сделать следующие выводы:

- фактическое вознаграждение ГМК «Норильский никель» в обоих годах принимает достаточно близкое значение к рекомендуемому моделью;
- фактическое вознаграждение ПАО «Полюс» сильно завышено в 2018 году относительно 2017 года: рост вознаграждения сильно превышает рост показателей от года к году относительно рынка. В 2019 году относительно 2018 года ситуация несколько выравнивается и фактическое вознаграждение не так значительно отличается от рекомендуемого;
- фактическое вознаграждение ПАО «Роснефть» в 2019 году значительно завышено: вознаграждение в компании не привязано к рассматриваемым в модели показателям;
- фактическое вознаграждение ПАО «Новатэк» и ПАО «ТМК» слишком завышено относительно рыночного тренда.

Стоит отметить, что большинство компаний при оценке деятельности высшего менеджмента используют не только финансовые индикаторы, но и нефинансовые показатели, например уровень добычи, производственный травматизм и др. Кроме того, следует учитывать и предыдущую результативность компании, которая могла повлиять на отсроченное вознаграждение. Соответственно, при анализе фактического и рекомендуемого вознаграждения следует учитывать данные поправки. Тем не менее при формировании КПЭ данная модель может быть положена в основу и дополнена поправками и корректировками, соответствующими виду деятельности и корпоративной культуре компании.

Заключение

Для оценки обоснованности и справедливости оплаты труда существует ряд финансово-экономических показателей, которые базируются на современных подходах анализа деятельности компании по результатам и росту стоимости. Тем не менее следует учитывать и индивидуальные особенности каждой компании и условий ее внешней среды.

Автором разработана и описана модель оценки вознаграждения с использованием динамики основных финансовых показателей (EPS, ROE, ROA, EVA, EBITDA) на примере пяти российских промышленных компаний. При проведении корреляционного анализа было выявлено, что наименьшая зависимость между вознаграждением и показателем финансовой эффективности имеют EVA

(экономическая добавленная стоимость), EBITDA (прибыль до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации). На основе этого можно сделать вывод, что для данных компаний показатели стоимости и денежных потоков не играют существенной роли: вероятно, при оценке ключевых сотрудников имеются другие значения, характеризующие их деятельность и являющиеся ориентиром для собственника. Тем не менее представляется целесообразным учитывать наряду с «бухгалтерскими» именно стоимостные показатели как элементы финансовой оценки, так как они являются как текущим, так и долгосрочным ориентиром. По результатам проведенной финансовой оценки вознаграждение многих компаний не соответствует рекомендуемому.

Предложенную автором модель можно использовать как один из инструментов при формировании реального вознаграждения отдельной компании.

Список литературы:

- Алешина Ю.Н.* Современные тенденции в управлении вознаграждением высшего управленческого персонала компаний в развитых странах // *Инновации и инвестиции*. 2020. № 8. С. 99–103.
- Армстронг М.* Практика управления человеческими ресурсами. СПб: Питер, 2012.
- Ивашковская И.В.* Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стэйкхолдерский подход. М.: ИНФРА-М, 2016.
- Ивашковская И.В., Кукина Е.Б., Пенкина И.В.* Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты // *Корпоративные финансы*. 2010. № 2. С. 103–108.
- Погребная Е.В.* Система мотивации руководителей среднего звена и топ-менеджеров (на примере строительной компании) // *Лидерство и менеджмент*. 2016. Т. 3. № 2. С. 113–120. DOI: <https://doi.org/10.18334/lim.3.2.35377>.
- Пурлик В.М.* Управление компанией с ориентацией на рост стоимости бизнеса // *Государственное управление. Электронный вестник*. 2018. № 69. С. 127–154. DOI: 10.24411/2070-1381-2018-00060.
- Файоль А., Эмерсон Г., Тейлор Ф., Форд Г.* Управление — это наука и искусство. М.: Республика, 1992.
- Хендерсон Р.И.* Компенсационный менеджмент: стратегия и тактика формирования заработной платы и других выплат. СПб: Питер, 2004.
- Benabou R., Tirole J.* Intrinsic and Extrinsic Motivation // *Review of Economics Studies*. 2003. No. 70. P. 489–520. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00253>.

- Bhagat S., Black B.* The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance // *Business Lawyer*. 1999. Vol. 54. No. 3. P. 921–963.
- Brigham E.F., Daves P.R.* Intermediate Financial Management. 11th ed. Boston: Cengage Learning, 2012;
- Brigham E.F., Houston J.F.* Fundamentals of Financial Management. 7th ed. Boston: Cengage Learning, 2011.
- Damodaran A.* Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. New York: Wiley, 2012.
- Desay A., Fatemi A., Katz J.* Wealth Creation and Managerial Pay: MVA and EVA as Determinants of Executive Compensation // *Global Finance Journal*. 2003. Vol. 14. Is. 2. P. 159–179. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1044-0283\(03\)00010-3](https://doi.org/10.1016/S1044-0283(03)00010-3).
- Kaplan R.S., Norton D.P.* Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System // *Harvard Business Review*. 1996. Vol. 74. P. 75–85.
- Rappaport A.* Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. New York: The Free Press, 1998.
- Rosenstein S., Wyatt J.* Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth // *Financial Economics*. 1990. Vol. 26. Is. 2. P. 175–191. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90002-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90002-H).

Дата поступления: 22.09.2020

Aleshina Y.N.

Analytical Model of Top Management Remuneration Based on Financial Indicators of Russian Companies

Yuliya N. Aleshina — Postgraduate student, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation.

E-mail: julia.stakanova@gmail.com

ORCID ID: [0000-0001-6044-0225](https://orcid.org/0000-0001-6044-0225)

Abstract

An important tool for effective corporate governance is the system of remuneration and material incentives for employees, this system plays an important role in the entire business development. The discrepancy between the company's top managers' remuneration and the results of its activities can negatively affect motivation of managers, which in turn affects the whole organization performance. The author identifies methodological approaches that evaluate effectiveness of the material reward system, determines their strengths and weaknesses as well as substantiates the priority of an integrated approach combined with accounting and cost approaches. The research analyzes the key financial indicators (EPS — earnings per share, ROE — return on equity, ROA — return on assets, EVA — economic value added, EBITDA — earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation) based on the data provided by Russian industrial companies (Norilsk Nickel, NOVATEK, Polyus, Rosneft, TMK) in 2017–2019. These companies are leaders in material rewards as of 2019 according to Forbes. The author conducts a correlation analysis, offers a model for evaluating validity of employee

remuneration based on a set of financial indicators. It determines the recommended level of remuneration based on the model. The usage of the proposed model can direct management efforts to increase the company's value and other financial indicators. As a result of the analysis, it was discovered that EBITDA and EVA have the lowest dependency between remuneration and financial performance, cost and cash flow indicators do not play a significant role for these companies. Based on the financial assessment results, the remunerations in most of these companies do not correspond the recommended level. Forming KPIs, this model can be used as a foundation and supplemented with corrections based on the type of activity as well as a corporate culture of the company.

Keywords

Remuneration, top management, efficiency, cost approach, performance, material reward.

DOI: 10.24411/2070-1381-2020-10112

References:

- Aleshina Y.N. (2020) Modern tendencies in the management of Executives compensation in developed countries. *Innovatsii i investitsii*. No. 8. P. 99–103.
- Armstrong M. (2004) *Handbook of Human Resource Management Practice*. Saint-Petersburg: Piter.
- Benabou R., Tirole J. (2003) Intrinsic and Extrinsic Motivation. *Review of Economics Studies*. No. 70. P. 489–520. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00253>.
- Bhagat S., Black B. (1999) The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. *Business Lawyer*. Vol. 54. No. 3. P. 921–963.
- Brigham E.F., Daves P.R. (2012) *Intermediate Financial Management*. 11th ed. Boston: Cengage Learning.
- Brigham E.F., Houston J.F. (2011) *Fundamentals of Financial Management*. 7th ed. Boston: Cengage Learning.
- Damodaran A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: Wiley.
- Desay A., Fatemi A., Katz J. (2003) Wealth Creation and Managerial Pay: MVA and EVA as Determinants of Executive Compensation. *Global Finance Journal*. Vol. 14. Is. 2. P. 159–179. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1044-0283\(03\)00010-3](https://doi.org/10.1016/S1044-0283(03)00010-3).
- Fayol A., Emerson G., Taylor F., Ford G. (1992) *Management Is Both Science and Art*. Moscow: Respublika.
- Henderson R.I. (2004) *Compensation Management in a Knowledge-Based World*. Saint-Petersburg: Piter.
- Ivashkovskaya I.V., Kukina E.B., Penkina I.V. (2010) Economic Value Added. Concepts. Approaches. Instruments. *Korporativnye finansy*. No. 2. P. 103–108.

Ivashkovskaya I.V. (2016) Finansovyye izmereniya korporativnykh strategiy. St-eykkholderskiy podkhod. [Financial dimensions of corporate strategies. The stakeholder approach]. Moscow: INFRA-M.

Kaplan R.S., Norton D.P. (1996) Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review*. Vol. 74. P. 75–85.

Pogrebnaya E.V. (2016) The Incentive System for Middle and Top Managers (Case Study of a Construction Company). *Liderstvo i menedzhment*. Vol. 3. No. 2. P. 113–120. DOI: <https://doi.org/10.18334/lim.3.2.35377>.

Purlik V.M. (2018) Corporate Management Focused on Business Value Growth. *Gosudarstvennoye upravleniye. Elektronnyy vestnik*. No. 69. P. 127–154. DOI: 10.24411/2070-1381-2018-00060.

Rappaport A. (1998) *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.

Rosenstein S., Wyatt J. (1990) Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. *Financial Economics*. Vol. 26. Is. 2. P. 175–191. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90002-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90002-H).

Received: 22.09.2020