Сутягин Владислав Юрьевич. Управление стоимостью бизнеса в процессе финансового оздоровления компании : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Сутягин Владислав Юрьевич; [Место защиты: Сарат. гос. соц.-эконом. ун-т].- Тамбов, 2008.- 195 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/331

**Содержание к диссертации**

Введение

1. Теоретические основы управления стоимостью бизнеса в процессе финансового оздоровления компании 11

1.1. Основы управления стоимостью бизнеса 11

1.2. Понятие финансового оздоровления и его место в финансовом менеджменте 37

2. Стоимость бизнеса как инструмент финансового оздоровления компании 48

2.1. Методы оценки стоимости бизнеса 48

2.2. Взаимосвязь стоимости бизнеса и финансового состояния компании 78

3. Управление бизнеса в механизме финансового оздоровления компании 90

3.1. Организация финансового мониторинга как элемент механизма финансового оздоровления 90

3.2. Основы финансовой стабилизации с использованием теории управления стоимостью бизнеса 118

3.3. Контроль результатов финансового оздоровления и оценка их эффективности 140

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 152

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 156

ПРИЛОЖЕНИЯ 169

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Процесс перехода российских компаний к рыночным механизмам функционирования предопределил необходимость структурных преобразований экономики.

Переход к рыночным отношениям требует новой .финансовой и управленческой философии: новых принципов, подходов и механизмов управления финансами коммерческой организации. Старый командно-административный тип руководства, обладает однонаправленностью процесса управления и, в этой связи, неповоротливостью, что сдерживает построение новой гибкой экономической системы.

В результате разрыва управленческих видений и экономических реалий появились: спад производства, диспаритет цен, разрушение межхозяйственных связей, систематические неплатежи, создающие неравные хозяйствования( различных предпринимательских структур. Стабильность можно было наблюдать лишь в отдельных отраслях промышленности.

Вместе с рыночной экономикой в управлении финансами предприятия появляется новое понятие - финансовая неустойчивость, которая становится распространенным явлением. Ответом на поставленный вызов является развитие соответствующего финансового механизма - финансового оздоровления.

Процесс противодействия подобным процессам как на микроуровне, так и на уровне экономики\* в целом, требует изменения мышления и применения инновационных методов в вопросах управления финансами коммерческой организации.

В этом смысле актуальность темы исследования- определяется необходимостью формирования новых и эффективных методов финансового оздоровления.

**Степень разработанности проблемы.**Теоретическая основа и практическая значимость проблем управления стоимостью бизнеса освещены

в работах многих ученых. Основополагающий вклад в разработку стоимостного подхода управления предприятием внесли зарубежные экономисты А. Дамодаран, Т. Колер, Т. Коупленд, Дж. Муррин, К. Уолш. В отечественной школе перспективными выглядят исследования И. А. Бланка, Е. В. Дубровской, И. А. Егерева, И. Ивашковской, Ю. В. Козыря, С. Мордашова. Однако до сих пор теория управления стоимостью имеет разрозненный и, подчас, противоречивый вид. Кроме того, указанные исследования в большинстве своем остаются общетеоретическими разработками, оставаясь далекими от практического применения.

Теория финансового оздоровления в настоящее время- обширно освещена в трудах В. В. Бандурина, И: А. Бланка, G. Г. Беляева, Л. С. Бляхмана, А. Г. Грязновой, А. ІГ. Ковалева, Э. М. Короткова, В. И. Кошкина, Г. Крыжановского\* В. Е. Ларицкого, В. И. Лапенкова, В. И. Лютера, X. Неухольда, Г. В. Савицкая, Г. К. Таля и других. При этом значительный акцент уделен правовому полю банкротства и арбитражным процедурам.

Теория оценки бизнеса в зарубежной и отечественной науке получила глубокое освещение. Широкое распространение получили труды западных экономистов: Кл. Гриффита, Ш. Пратта, К. Уилсона, Дж. Фишмена и других, инновационными выглядят разработки Ф. Белла, Дж. Ольсона, С. Стюарта, О. Эдгара, Эдвардса. В отечественной науке теория оценки " бизнеса представлена в трудах Григорьева В. В., А. Г. Грязновой, Ю. В. Козыря, Л. А. Лейфера, И. М. Островкина, Ві М. Рутгайзера, М. А. Федотовой и других. Вместе с тем теория оценки бизнеса является наиболее динамично развивающейся дисциплиной среди направлений оценки.

Актуальность теории управления стоимостью бизнеса, отсутствие единого подхода к этой проблеме, а также недостаточная ее разработанность на уровне финансового оздоровления определили цель и задачи диссертационной работы.

**Цель исследования.**Целью исследования является исследование механизма управления стоимостью бизнеса в процессе финансового оздоровления компании.

**Задачи исследования.**Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

рассмотреть показатель стоимости бизнеса с позиции его значения для развития предприятия; проанализировать существующие подходы к управлению стоимостью бизнеса и сформулировать сущность теории управления стоимостью бизнеса (стоимостного подхода);

определить понятие финансового оздоровления, выявить особенности и место финансового оздоровления в системе финансового менеджмента с целью возможности использования теории управления стоимостью бизнеса на этом этапе;

проанализировать инструментарий.оценки стоимости бизнеса;

исследовать связь между стоимостью бизнеса (отдельными ее факторами) и финансовым состоянием предприятия;

разработать механизм финансового оздоровления компании, основанный на теории управления стоимостью бизнеса; сформировать и раскрыть основные элементы этого механизма.

**Предметом исследования**выступают\* совокупность экономических отношений' в сфере управления стоимостью бизнеса в процессе досудебного финансового оздоровления.

**Объектом исследования**является компания, находящаяся в> процессе досудебного финансового оздоровления.

**Теоретической и методологической основой\* исследования**послужили труды зарубежных и отечественных ученых и специалистов по проблемам управления стоимостью предприятия, теории оценки и оценки бизнеса, а также финансового оздоровления. Основу работы закладывают

законодательные и нормативные акты в. сфере оценочной деятельности и несостоятельности (банкротстве) предприятия.

В процессе исследования применялись абстрактно-логический метод, методы анализа, синтеза, дедукции и моделирования, экономико-статистический, сравнительного анализа и другие методы, объединенные системным подходом к теме исследования.

**Информационную основу**диссертационной работы составили законодательные и нормативные акты, работы отечественных и зарубежных авторов, посвященные проблемам управления стоимостью предприятия, финансового оздоровления\* компании > и теории оценки бизнеса, сведения Госкомстата РФ, материалы периодической печати и электронных изданий, а также результаты! финансово-хозяйственной деятельности ОАО "Химмаш".

**Научная новизна\***диссертационной работы.заключается в следующем: сформированы модели роста стоимости бизнеса: дискретная, основанная на динамике величины собственного капитала, и непрерывная, описывающая механизм накопления, денежных потоков, и раскрыта структура факторов этих моделей, предполагающая иерархию общих, структурных и оперативных факторов;

- сформулирована сущность теории управления стоимостью бизнеса  
(стоимостного подхода), которая является' слагаемым двух компонентов:  
управления'факторами стоимости и формирования стоимостного мышления,  
и которая предполагает использование категории' стоимости' бизнеса5 в  
качестве одного из основных показателей развития компании, а управление  
факторами стоимости в качестве инструмента финансового менеджмента, а  
также выявлена возможность адаптации» стоимостного подхода к целям  
финансового оздоровления;

- систематизирован инструментарий оценки стоимости бизнеса и на базе  
моделей роста стоимости бизнеса предложена авторская классификация  
методов оценки, предполагающая отнесение к затратному подходу методов;

основанных на концепции действующего предприятия (метод чистых активов, метод экономической добавленной стоимости (EVA), метод Эдварса-Белла-Ольсона (ЕВО)) и концепции ликвидации бизнеса (метод опционного ценообразования (Блэка-Скоулза, ОРМ), метод ликвидационной стоимости); к доходному подходу - метода дисконтирования денежных потоков (DGF) и метод капитализации прибыли; к сравнительному подходу -метода предыдущих сделок с объектом оценки, метод рынка капиталов, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов; обобщены основные недостатки и сфера применения отдельных методов;

показан механизм взаимосвязи между стоимостью бизнеса (ее факторами) и финансовым состоянием компании, при котором изменение финансового положения объясняется соответствующими изменениями факторов і стоимости дискретной и непрерывной моделей роста, и на его основе предложен подход к экспресс-диагностике финансового, состояния компании по одному показателю - показателю стоимости^ бизнеса: ее динамики и соотношениям показателей стоимости, рассчитанных из базовых формул дискретной и непрерывной моделей роста;

предложен механизм финансового оздоровления компании, основанный на теории управления стоимостью бизнеса (стоимостном подходе), и определены основные его компоненты: система финансового мониторинга, система, финансовой стабилизации и система контроля и оценки эффективности, финансового оздоровления;

предложена двухуровневая система финансового мониторинга: подсистема экспресс-диагностики финансового состояния, предполагающая качественное и количественное исследование признаков финансовой неустойчивости, и подсистема фундаментального анализа финансового состояния, заключающаяся в полном анализе финансово-хозяйственной, деятельности предприятия; определен их методический аппарат;

предложена двухуровневая система финансовой стабилизации, реализованная в форме двух подсистем (направлений): внутренней и внешней финансовой стабилизации и предполагающая поэтапное финансовое оздоровление (в порядке приоритетности): восстановление платежеспособности, восстановление финансовой устойчивости и обеспечение финансовой»стабильности в долгосрочной перспективе;

предложена'трехуровневая'система контроля результатов финансового' оздоровления, заключающаяся1 в проведении предварительного, текущего и заключительного контроля; разработана авторская методика оценки эффективности процесса финансовой^ стабилизации, предполагающая моделирование факторов ^ стоимости, а также проведения\* общего*>*и углубленного анализа роста стоимости.

**Теоретическая и практическая значимость результатов\* исследования.**Полученные результаты, основные выводы и« положения диссертации могут быть использованы при выработке концепции организации управления коммерческой организацией, *в-*стратегическом планировании, составлении планов финансового оздоровления и оценке стоимости предприятия (бизнеса).

Сформулированные теоретические положения могут быть использованы в учебном процессе, в преподавании общих и специальных курсов по\*теории оценки, оценке стоимости предприятия (бизнеса), финансовому оздоровлению, антикризисному (арбитражному)» управлению, финансовому менеджменту и другим дисциплинам.

**Апробация результатов исследования.**Основные положения диссертации докладывались на научно-практических конференциях: II Всероссийской научно-практической- конференции (Пенза, 2007 г.), Межвузовской научно-практической конференции профессорско-преподавательского состава (Мурманск, 2006 г.), Международной, научно-практической конференции (Тамбов, 2007 г.), освещены в статьях Вестника

Тамбовского университета им. Г. Р. Державина, а также сборников трудов Кафедры "Финансы и кредит" Тамбовского государственного университета им. Г. Р. Державина.

Результаты проведенного исследования были использованы рядом консалтинговых фирм ЗАО "Аудит-Инвест", ООО "Консоль", ООО "Тамбов-Инфоцентр" в консультировании коммерческих структур по вопросам планирования, финансового оздоровления и оценке стоимости предприятия (бизнеса). Отдельные положения диссертации были использованы арбитражными управляющими\* при проведении работ по финансовому оздоровлению предприятий, подвергшихся процедурам банкротства.

**Структура диссертационной работы**определена необходимостью решения?поставленных научных целей и задач. Диссертация изложена на 195 страницах, включая 42 рисунка и 35 таблиц, и состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка литературы и-приложений.

Во введении^ обоснована/ актуальность темы диссертации, сформулированы цели и задачи\* исследования, а также основные положения, выносимые на защиту.

В первой главе исследуется общетеоретический базис теории управления стоимостью бизнеса (стоимостного подхода) и адаптируется к целям финансового оздоровления. На базе существующих исследований показана важность категории стоимости'как одного из основных показателей развития компании, сформулирована- сущность теории управления стоимостью бизнеса (стоимостной подход); заключаемая в управлении факторами стоимости и формировании стоимостного мышления; и раскрыты основные достоинства использования стоимостного подхода. В ходе исследования нами предложено понятие модель роста стоимости бизнеса, рассматриваемое как механизм, описывающий формирование и рост стоимости; сформулированы дискретная и непрерывная модели роста стоимости. Финансовое оздоровление как механизм противодействия финансовой

неустойчивости занимает особое положение в системе финансового менеджмента. Вместе с тем, проведенные исследования показывают возможность использования теории управления стоимостью бизнеса на этапе финансового оздоровления.

Вторая глава разрабатывает проблемы объективной оценки стоимости бизнеса (стоимость как один из основных показателей (критериев) развития компании), а также анализа взаимосвязи стоимости (ее факторов) и финансового состояния компании (стоимость как инструмент управления финансовым состоянием). Текущая рыночная стоимость является отправным этапом и, вместе с тем, контрольным пунктом в финансовом управлении компанией. В этой связи детально рассмотрен инструментарий оценки стоимости бизнеса, в ходе чего предложена авторская классификация методов оценки, выявлены основные недостатки методов и сфера их применения. В ходе работы предложен подход к экспресс-диагностике финансового состояния по показателю стоимости. Выявленная детерминированная связь между стоимостью бизнеса (и ее факторами) и финансовым состоянием компании, закладывает основу финансового управления компанией, в том числе и механизма финансового оздоровления.

Третья глава посвящена формированию механизма финансового оздоровления, основанного на теории управлении стоимости бизнеса, ядро которого заключено в трех компонентах: двухуровневая система финансового мониторинга, двухуровневая система финансовой стабилизации и трехуровневая система контроля с авторской методикой оценки эффективности финансового оздоровления.

В заключении изложены основные результаты, полученные автором.

В приложениях приведены вспомогательные материалы, а также расчетные данные, иллюстрирующие основные теоретические положения.

## Основы управления стоимостью бизнеса

Вопросам управления стоимостью бизнеса в последнее время уделяется пристальное, внимание со стороны финансовых менеджерові Предваряя развитие темы: исследования, остановимся на некоторых ключевых терминах и определениях..

Стоимость,— с экономической: точки зрения - понятие, отражающее цену, относительно: которой? наиболее вероятно; договорятся покупатели и продавцы в? типичной; сделке купли-продажи. Экономическое: содержание понятия? отражает взгляд рынка- на выгоды, получаемые тем, кто является-собственником: данных: товаров или пользуется данными услугами на - дату оценки; Вхстрогомшонимании:оценочной; теории- это рыночная,стоимость, которая? является: наиболее фундаментальным и комплексным; понятием. Правовая трактовка термина-раскрыта» в федеральном: законе от 29:07.1998 г. №: 135-ФЗ: «Об/ оценочной- деятельности в Российской? Федерации» и, Федеральном стандарте оценки «Цель оценки и виды стоимости» (ФСО №2), утвержденного приказом Минэкономразвития РФ от 20:0712007 г. №256. Здесь, «под рыночной\ стоимостью- объекта: оценки: понимается наиболее вероятная цена; по; которой данный: объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции1, когда стороны сделкт действуют разумно; располагая всей ; необходимой? информацией, а на величине сделки-не отражаются:какие-либо чрезвычайные обстоятельства тоесть когда:.

одна из сторон сделки не обязана: отчуждать объект оценки,, а другая сторонане обязана принимать исполнение;

объект оценки представлен на открытый рынок в. форме публичной оферты;

цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;

платеж за объект оценки выражен в денежной форме» [2].

Кроме того, ФСО №2 устанавливают и другие виды стоимости: инвестиционная, ликвидационная, кадастровая. Однако в рамках дальнейших исследований, под термином стоимость мы будет понимать понятие рыночной стоимости.

Остановимся еще на одном ключевом понятии - бизнес. Бизнес в широком понимании представляет собой конкретную коммерческую деятельность, организованную для извлечения экономического эффекта. Любой бизнес имеет свою организационную структуру в виде конкретного предприятия (коммерческой организации, компании или фирмы). С позиции стоимости полезность бизнеса (компании) определяется возможностью приносить доход своему собственнику.

## Методы оценки стоимости бизнеса

Для того чтобы управлять чем-либо, необходимо уметь это измерять, иначе говоря, необходим действенным механизм измерения стоимости. Направления работы финансового менеджмента предприятия определяются, прежде всего, рыночной стоимостью бизнеса [38]. И если рост стоимости — стратегическая цель, то текущая величина — индикатор достижения этой цели.

Исследуем современный инструментарий оценки стоимости бизнеса. Предваряя развитие темы, остановимся на некоторых аспектах правового поля оценочной деятельности.

Основу оценочной деятельности в РФ закладывают федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-фз «Об оценочной деятельности в Российской-Федерации» (далее федеральный закон), федеральные стандарты оценки (далее ФСО) и другие нормативные акты РФ, а также международные договоры (в том числе Международные стандарты оценки, далее МСО). В основе работы оценщика лежит императив, заложенный федеральным законом и федеральным стандартом оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки» (ФСО №1), утвержденного приказом Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 г. № 256, в соответствии с которыми процессе определения стоимости должны быть использованы все три подхода: затратный, доходный и сравнительный. Использование всех трех подходов объясняется необходимостью всестороннего и комплексного взгляда на объект оценки - предприятие. Только оценка, выполненная с использованием всех подходов: раскрывает индивидуальные особенности предприятия, его окружения, отражает прошлые достижения, настоящее положение, а также перспективы развития компании. Остановимся подробнее на основополагающих признаках каждого подхода и рассмотрим их через призму моделей роста стоимости бизнеса. Затратный (имущественный) подход, основываясь на принципе замещения, рассматривает стоимость с позиции понесенных издержек на воссоздание предприятия, и оценивает бизнес в общем случае по величине собственного капитала. Стоимость в затратном подходе в общем-случае равна величине собственного капитала (в явной и неявной форме), описывает источники роста компании и ориентирована на1 текущее состояние предприятия, что, и является отличительным признаком методов этого подхода. ВІ ЭТОМ смысле методология подхода берет основу в обозначенной нами дискретной модели роста стоимости.

Доходный подход является отражением другого взгляда на стоимость и концентрируется на полезности, приносимой бизнесом. Полезность того или иного предприятия как, объекта собственности1 заключается в возможности приносить выгоды в виде чистого дохода. Методология доходного подхода, основываясь на принципах ожидания и полезности, раскрывает механизм роста стоимости и предполагает прогнозирование и расчет величины будущих денежных потоков. Основой такого подхода является непрерывная модель роста.

## Организация финансового мониторинга как элемент механизма финансового оздоровления

Рассматривая стоимость бизнеса в предыдущих главах, мы пришли к заключению о целесообразности ее использования в качестве объекта управления. При этом ее величина, определяемая и анализируемая в ходе управления, является отправной и вместе с тем контрольной точкой. Развивая теорию управления стоимостью бизнеса, мы пришли к заключению о возможности ее использования и для целей финансового оздоровления компании.

Результатом исследования является предлагаемый нами механизм финансового оздоровления, основанный на теории управления стоимостью бизнеса. Сам механизм следует рассмотреть как систему взаимоотношений субъекта управления (финансового менеджера) и объекта управления (предприятия, находящегося в процессе досудебного финансового оздоровления).

Переходя к раскрытию механизма, остановимся на его базовых элементах (компонентах). Первым и наиболее важным элементом предлагаемого механизма являются принципы его построения. Именно они закладывают основу механизма и задают правила, по которым строится взаимоотношения субъекта с объектом. При построении механизма необходимо учитывать обозначенные нами существенные черты финансового оздоровления: фактор времени и фактор ограниченности ресурсов. В основу предлагаемого механизма нами сформулированы и положены следующие структурообразующие принципы:

1. Принцип постоянной готовности. Данный принцип подразумевает постоянную готовность менеджера к возможному нарушению финансовой устойчивости. Мы уже отмечали, что на деятельность фирмы оказывает существенное влияние неопределенность рыночных взаимоотношений, что отражается в кризисном характере развития самого бизнеса.

2. Принцип постоянного мониторинга. Этот принцип также вытекает из неопределенности существующей на рынке и заключается в необходимости постоянного мониторинга за финансовым состоянием предприятия. Постоянный мониторинг и ранняя диагностика признаков финансовой неустойчивости позволяют выявить возникновение финансовых проблем на ранних стадиях, что сводит к минимуму их последствия.

3. Принцип дифференциации кризисных явлений. Принцип предполагает деление возникающих финансовых проблем по степени опасности, что в дальнейшем позволяет более рационально выстроить механизм оздоровления.

4. Принцип срочности. Данный принцип4 говорит о срочности; реагирования на признаки ухудшающегося финансового состояния, что позволяет, с одной стороны, ликвидировать последствия возникающих явлений на ранних стадиях, а с другой, - сэкономить необходимые финансовые ресурсы.

5. Принцип адекватности. Этот принцип подразумевает, что должна бытьчеткая корреляция между глубиной финансовых проблем и объемом стабилизационных мер, что вытекает из факторов ограниченности необходимых ресурсов и времени.