Андрианов Александр Юрьевич. Анализ и оценка стоимости российских компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2004 169 c. РГБ ОД, 61:05-8/1754

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА ПЕРВАЯ. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИЙ 7

1.1. Оценка стоимости компании 7

1.2. Современные концепции управления стоимостью компаний: предпосылки возникновения и направления развития 31

ГЛАВА ВТОРАЯ. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА

СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ РАЗЛИЧНЫХ ОТРАСЛЕЙ 58

2.1. Информационное обеспечение анализа и оценки стоимости компаний на основе метода остаточных прибылей 58

2.2. Отраслевые особенности финансового анализа роста стоимости российских компаний 79

ГЛАВА ТРЕТЬЯ. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АВИАКОМПАНИИ КАК ОСНОВА УПРАВЛЕНИЯ ЕЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ 117

3.1. Анализ макроэкономических и отраслевых показателей 119

3.2. Анализ внутренней среды компании и стоимостной анализ 123

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 142

Список ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 148

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**В связи с глобальным расширением рынков и ростом конкуренции многие организации предпринимают попытку анализа факторов, лежащих в основе эффективности их деятельности. Известно, что конкурентоспособность любой фирмы зависит от совокупности большого количества факторов, таких, как характеристики внешней среды, технологического процесса, качество производимых товаров и оказываемых услуг, квалификация менеджмента и занятого персонала, адекватная маркетинговая программа, доступность ресурсов и другие. Для оценки эффективности влияния этих факторов на конечные результаты деятельности предприятий все чаще используют рост их рыночной стоимости.

Передача центральной роли в процессе оценки деятельности фирмы росту ее рыночной стоимости обосновывается, в первую очередь, понятным стремлением собственников к приумножению или повышению эффективности использования своего капитала. В настоящее время в передовых компаниях от финансового менеджера требуется умение измерять стоимостной эффект любых организационных, технологических или маркетинговых решений, на основе которого во многом определяется стратегия развития предприятия. Решение в организации может считаться приемлемым в случае, если его реализация приводит к образованию добавленной стоимости.

Несмотря на положительный опыт применения концепций управления стоимостью западными компаниями, в настоящее время они не находят широкого распространения в практике российского бизнеса. Среди причин этого, по нашему мнению, следует назвать относительную неэффективность отечественного фондового рынка, недостаточную степень научной и практической разработанности проблем применения указанных концепций в России, а также отсутствие у финансового менеджмента многих российских предприятий «стоимостного» мышления.

Задача определения возможности и разработки механизмов использования концепции управления стоимостью российскими компаниями ставит настоящее исследование в ряд наиболее важных и актуальных для современной финансовой науки.

**Целью диссертационного исследования**является разработка механизма использования концепции управления стоимостью российских компаний.

Для достижения вышеуказанной цели необходимо решить следующие **задачи:**

проанализировать существующие методы оценки стоимости компаний и выявить предпочтительные сферы их использования;

осуществить анализ направлений развития концепции управления стоимостью компаний и измерения стоимостных эффектов;

сформулировать предпосылки использования концепции управления стоимостью компаний современными российскими компаниями и определить препятствия по ее внедрению;

исследовать информационное обеспечение анализа финансового состояния предприятия для целей оценки его рыночной стоимости;

выявить и обосновать стоимостные параметры, применимые в рамках схемы управления стоимостью быстро развивающихся компаний отдельных отраслей;

проиллюстрировать использование отраслевых параметров в системе управления стоимостью компании на примере конкретного российского предприятия.

**Предметом исследования**являются механизмы финансового управления предприятием, основанные на концепции управления стоимостью компаний..

**Объектом исследования**выступает процесс управления стоимостью компаний.

**Методологической и теоретической основой**исследования послужили работы отечественных и зарубежных авторов в области теории финансов, финансового менеджмента, и собственно управления стоимостью компаний.

Среди основных работ представителей неоклассической теории финансов следует выделить труды Г. Марковича, Ф. Модильяни, М. Миллера, У. Шарпа, Э. Фама и других авторов. Прикладные аспекты управления финансами предприятий представлены в работах Т. Коупленда, Дж. Уэстона, Р. Брейли, С. Майерса, С. Росса.

Из трудов, посвященных концепции управления стоимостью компаний, в первую очередь, следует отметить работу А. Раппапорта «Создание акционерной стоимости», вышедшей в 1986 году. Проблемы управления стоимостью компаний исследуются также в работах Б. Стюарта, М. Дженсена, С. Пенмана, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина, Дж. Кенсинджера, Дж. Мартина, М. Бромвича, М. Уокера.

Среди работ отечественных авторов выделяются, прежде всего, работы С. Валдайцева, В. Есипова, В. Рутгайзера. Кроме того, проблемы применимости концепций управления стоимостью в российских компаниях рассматриваются в трудах О. Щербаковой, И. Лукасевич, А. Полуэктова, Д. Просянкина и др.

Информационной базой при подготовке диссертации послужили нормативно-правовые документы, прежде всего, в области учета и отчетности, публикации в российских и зарубежных периодических изданиях, а также сети Интернет. В работе также использовались материалы базы данных по финансовым и производственным показателям российских компаний нескольких отраслей.

**Научная новизна**проведенного исследования заключается в обосновании механизма использования концепции управления стоимостью для анализа и оценки бизнеса российских компаний.

В процессе исследования получены следующие наиболее существенные научные результаты:

1. предложена классификация методов оценки бизнеса, позволяющая применять соответствующую модель определения стоимости компании в зависимости от целей оценщика и имеющихся исходных данных;

1. сформулированы требования, которым должны удовлетворять методы и модели оценки бизнеса (стоимости компаний);
2. адаптирован подход к анализу финансового состояния предприятий для целей оценки его рыночной стоимости на основе данных трансформации бухгалтерского баланса, а также отчета о прибылях и убытках;
3. выявлены отрасли российской экономики, в компаниях которых оправдано применение стоимостных принципов работы.
4. выявлены основные факторы, определяющие рыночную стоимость быстро развивающихся компаний ряда отраслей российской экономики;
5. разработана матрица создаваемой стоимости для управления компанией на основе будущего изменения ее рыночной стоимости.

**Практическая значимость**диссертационной работы состоит в определении сфер применения конкретных методов оценки бизнеса, а также в идентификации основных особенностей применения схемы стоимостного анализа в отношении отечественных компаний. Выполненное автором теоретическое исследование в отношении отраслевых стоимостных параметров может служить исходной базой для внедрения «стоимостных» принципов работы в российских компаниях.

Результаты исследования могут быть использованы в процессе преподавания курсов «Финансы организаций», «Оценка бизнеса» и др.

**Апробация результатов работы**

Основные положения и выводы диссертации изложены в 4 научных публикациях общим объемом 3.4 печатных листа.

Полученные в ходе исследования результаты используются автором в процессе практической деятельности по финансовому управлению российской компанией «Веда».

## Оценка стоимости компании

В процессе анализа финансового состояния компании встает задача выбора метода оценки ее стоимости, стоимости отдельного вида бизнеса, отдельного проекта. В настоящее время в литературе представлено множество методов оценки, множество моделей оценки, множество подходов к оценке стоимости различных объектов. При выборе конкретной модели либо метода оценки необходимо учитывать, с одной стороны, цели, задачи оценки, с другой стороны, - особенности объекта оценки. Прежде чем перейти к анализу методов оценки бизнеса, стоимости компании, их классификации, следует указать на то, что большинство моделей представляет собой различные интерпретации друг друга и математически могут быть выведены одна из другой1. В то же время, далеко не все модели могут быть реализуемы на практике, другие требуют различного объема разносторонней информации, обеспечить достоверность которой весьма сложно.

На наш взгляд, выбранные модели и методы оценки бизнеса стоимости компаний должны удовлетворять, по крайней мере, трем важнейшим требованиям:

- величина прогнозного периода представляет собой ограниченный временной интервал;

- все прогнозируемые параметры бизнеса должны иметь количественную оценку;

- состав исходных данных, затраты на их сбор и обработку должны быть сведены к минимуму.

Так как стоимость компании определяется, в первую очередь, не прошлыми, а будущими результатами ее деятельности, оценщик сталкивается с проблемой построения их прогноза за неограниченный период времени. Однако понятно, что с увеличением срока прогнозирования увеличивается неопределенность в отношении прогнозируемых величин.

На практике аналитики обычно делают прогнозы на несколько лет вперед, а развитие в долгосрочной перспективе выражают в терминах роста. При оценке бизнеса, как правило, ограничиваются интервалом прогнозирования в 3, 5 или, максимум, 7 лет. При этом необходимо удостовериться, что прогнозируемые показатели в целом эквивалентны нашему видению развития бизнеса в долгосрочной перспективе.

Второй критерий связан с возможностью количественной оценки параметров ведения бизнеса. Такие параметры, как «стратегический фактор», «технологическое преимущество», «хорошие возможности роста», «ноу-хау» и пр., могут быть важны для определения направления развития фирмы, однако их прогноз затруднен из-за невозможности дать им количественную оценку. Пользователям финансовой информации компаний для принятия решений интересны, в первую очередь, конкретные данные по развитию вполне определенных параметров.

Третье требование, сформулированное нами, базируется на необходимости оптимизации как состава исходных данных, так и затрат на их сбор и анализ. Стремление к максимальному учету влияния разнообразных факторов на стоимость бизнеса (стоимости компании) ведет не только к удорожанию затрат на его оценку, но и к появлению случайных факторов, которые существенно могут повлиять на конечный результат.

В научной литературе, посвященной оценке бизнеса, можно встретить разные подходы к классификации методов оценки. Зачастую все модели оценки подразделяются на две группы исходя из вида полученной в результате их применения оценки, - либо цены собственного капитала, либо цены предприятия. Цена собственного капитала определяется как произведение рыночной цены акции на их количество в уставном капитале.

## Информационное обеспечение анализа и оценки стоимости компаний на основе метода остаточных прибылей

Модели оценки, входящие в третью и четвертую группы предложенной нами в первой главе диссертации классификации, разработаны с пониманием того, что именно операционная деятельность и инвестиции в нее создают добавленную стоимость. Поэтому эти модели оценивают операции компании и долю собственного капитала, созданного операциями, игнорируя возможные ценовые эффекты, вызванные финансовой деятельностью, например, выпуском или скупкой собственных акций. Соответственно, процесс оценки показывает инвестору, является ли конкретная акция пере- или недооцененной рынком. Для менеджмента компании анализ ее стоимости важен с точки зрения изучения потенциала фирмы.

Финансовая отчетность компаний зачастую воспринимается в качестве основного источника информации о фирме, и это действительно так. Однако она играет еще и важную роль в процессе фундаментального анализа, а именно, в прогнозировании отдачи на инвестиции, что является основой стоимостного анализа. В качестве базиса для такого прогноза выступают продажи и денежные потоки. Финансовая отчетность позволяет выявить механизмы генерирования компаниями этих потоков; то есть она не только служит основой для составления прогнозов, но и указывает, что именно нужно прогнозировать.

Наряду с продажами и денежными потоками в отчетности можно увидеть расходы, которые необходимы для того, чтобы у компании были продажи, а также активы, задействованные в фирме для получения данного уровня продаж и денежных потоков. Отчетность, таким образом, указывает на их «движущие силы».

Обладание такой информацией важно для понимания процесса создания стоимости, и как следствие, для прогнозирования будущего развития фирмы. Прогнозирование оформляется зачастую в виде прогнозной финансовой отчетности. Такой подход к составлению прогнозной документации упрощает в дальнейшем процессы анализа и контроля ходя выполнения запланированных показателей. Текущая отчетность является инструментом или основой для дальнейшего фундаментального анализа и составления прогнозной отчетности.

Осуществление оценки стоимости компаний требует понимания того, что финансовая отчетность компаний, сформированная в соответствии с положениями и инструкциями министерства финансов РФ, не предоставляет в полной мере информации, необходимой для проведения стоимостного анализа. Для устранения этого недостатка оценщику предлагается переформулировать имеющуюся бухгалтерскую отчетность таким образом, чтобы разделить финансовую (F), инвестиционную (I) и операционную (С) компоненты в создании стоимости компаний.

Наиболее распространенный ответ на вопрос об источниках создания стоимости компании гласит, что только последние две определяют ее прирост, хотя понятно, что финансовая деятельность (то есть сделки компании по привлечению средств и их возврату кредиторам) является необходимой для функционирования фирмы. Другими словами, финансовой деятельности отводится второстепенная роль в процессе создания добавленной стоимости.

Выпуск или скупка акций по рыночным ценам, а также получение кредита на финансовом рынке не создают дополнительной ценности для фирмы. Например, заключая кредитный договор, организация воспринимает рынок в качестве справедливого арбитра для определения цены получения ресурсов. Компания получает то, за что платит деньги, то есть на этом рынке компания осуществляет эквивалентные обмены. Долговое финансирование, прежде всего, выступает как способ привлечения средств для осуществления операционной деятельности компаний реального сектора экономики.

## Анализ макроэкономических и отраслевых показателей

Для обоснованного планирования деятельности любого экономического субъекта кроме внутренней финансовой информации менеджеру необходимы данные о динамике важнейших макроэкономических показателей, которые определяют направление движения всей экономики, а также о тенденциях развития отрасли в целом. В табл. 9 приведены некоторые макроэкономические показатели, чье развитие способно оказывать влияние на результаты деятельности авиационного транспорта. К примеру, рост личного потребления прогнозируется на уровне 4-5% к 2008 г., а внутренний спрос будет увеличиваться примерно на 5-6% ежегодно. Данные показатели целесообразно брать за основу при планировании объемов выручки авиакомпании.

Среди предпосылок для возникновения позитивных тенденций в российской экономике часто называются благоприятная конъюнктура цен на нефть, реальное обесценение рубля в результате кризиса 1998 года, а также проводимые правительством реформы. В то же время, ряд авторов во многом связывает успех последних лет с эффектом так называемого «восстановительного роста», который объясняется формированием рыночной системы хозяйственных связей, перераспределением критической массы ресурсов в рыночные сектора, а также адаптацией менеджмента к работе в условиях рынка. Однако в настоящее время, когда ресурсы восстановительного роста практически исчерпаны, дальнейший рост экономики обусловлен успехами правительства в проведении структурных реформ и поддержании консервативной денежной и финансовой политики для формирования предпосылок устойчивого экономического роста на базе эффективного набора рыночных институтов77.

По мнению некоторых аналитиков, в настоящих условиях (восстановительный рост в реальном секторе, стихийная диверсификация крупнейших корпораций, последовательная денежно-кредитная и бюджетная политика, низкий объем иностранных обязательств государства и банковского сектора) угроза повторения кризиса 1998 г. представляется крайне маловероятной. При сложившейся себестоимости добычи нефти в России и стоимости ее транспортировки нежелательными для России являются цены на уровне ниже 10 долларов за баррель. Однако с учетом существующего баланса спроса и предложения на мировом рынке нефти и возможностей ОПЕК сохранение столь низких цен на нефть в течение длительного периода представляется крайне маловероятным .

Например, по расчетам экспертов Института экономики переходного периода, рост ВВП в следующие 5 лет не будет превышать 4,5-5%. В этих же пределах, по прогнозам, будет расти личное потребление домашних хозяйств. Рост инвестиционных расходов частных предприятий, а также внутреннего спроса несколько снизится по сравнению с уровнем 2003 года и составит 8% и 5% соответственно.