Кобзев Андрей Иванович. Оптимизация стоимости компании с учетом оценки стратегических инициатив : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 100 c. РГБ ОД, 61:05-8/980

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I - Роль стратегических инициатив в управлении стоимостью 8

1.1 Актуальность работы 8

1.2 Стратегии компаний, направленные на увеличение акционерной стоимости 15

1.3 Применение метода портфельной оптимизации к управлению акционерной стоимостью 25

ГЛАВА II - Построение механизма финансового управления типовыми проектами и стратегическими инициативами 33

2.1 Методика моделирования портфеля активов 33

2.2 Использование метода Monte-Carlo для описания рисков и проведения оптимизации 43

2.3 Применение типовых проектов для замещения неопределенности будущего 52

2.4 Использования механизма связей для определения воздействия на текущую эффективность компании 55

2.5 Методика управления стоимостью на основании набора типовых проектов и инициатив 60

ГЛАВА III - Использование оптимизационного механизма на практике 66

3.1 Подготовка материалов о компании для использования методики 66

3.2 Типовые проекты как метод построения основных показателей будущего компании 69

3.3 Описание стратегических инициатив как элементов управления нематериальными активами компании 77

3.4 Оптимизация стоимости компании с выявлением набора типовых

проектов и стратегических инициатив 81

3.5 Определение стоимости инициатив 89

Заключение 93

Библиография 97

**Введение к работе**

Одним важных вопросов развития корпораций является решение задач долгосрочного обеспечения темпов их роста. От этого зависит стоимость корпорации и удовлетворенность акционеров. В этой связи для корпорации особенно важно обоснованное определение путей достижения стратегических целей и задач ее бизнес-единиц.

Интуитивный подход к данному вопросу может заметно снизить эффективность работы персонала, вознаграждение которого устанавливается в зависимости от степени достижения целей организации. Это приведет к неэффективной работе компании, снижению ее стоимости.

Управление стоимостью компании - одна из наиболее значимых функций внутри корпоративного управления и поэтому важный объект научного анализа. С учетом этого следует ориентироваться на наилучшие подходы к управлению компаниями, которые в рыночно-развитых странах складывались десятилетиями. На сегодняшний момент уже твердо можно сказать, что в рамках развития страны цель увеличения стоимости компании приводит к заметному повышению конкурентоспособности страны, к увеличению благосостояния каждого живущего в ней человека.

Сегодня компании фокусируются на инвестиции в нематериальные активы, среди которых: человеческий капитал, базы данных, IT, высококачественные процессы, связь с потребителем, торговые марки, инновации и культура.

Согласно последним исследованиям 46% из 780 компаний США используют системы согласования деятельности организации на достижение миссии и стратегических целей. 75% из них используют Сбалансированные счетные карты, являющиеся системой стратегического управления и оценки эффективности компании, что позволяет перевести миссию и общую стратегию компании в систему показателей. Самое важное звено данной системы - это стратегические инициативы. Их выбор лежит на менеджменте

,. компании. При этом концепция сбалансированных счетных карт не позволяет

І выделить какие-либо из них. Эта система способствует успешной реализации

**к-**

стратегии, в карте которой четко и ясно прописано, каким способом компания собирается достигнуть стратегических целей, т.е. определен ряд инициатив, которые через связи влияют на достижение стратегических целей. Под инициативой мы будем понимать определенный набор действий, направленных на достижение одной или нескольких целей. Подход, представленный в работе, использует вышеописанную методику, которая позволяет уже на этапе защиты стратегии перед акционерами аргументировать смысл реализации инициативы, определить ее значение в повышении вероятности достижения стратегических целей и оценить ее стоимость для компании. Для примера можно указать наиболее актуальную проблему, стоящую перед IT отделами компаний, - как доказать, что внедрение программ бюджетирования, программ управления предприятием принесет стоимость и станет источником роста.

*)*Немаловажно и то, что компания сосредоточена на управлении

нематериальными и материальными активами. А между ними должна существовать связь. Расширяя производственные мощности, покупая другие компании, организация должна учитывать эту связь. Менеджмент компании должен видеть, какие новые проекты ему нужны для построения будущей компании в идеальном для них состоянии.

Однако ориентация на создание стоимости компании сама по себе не способна создавать стоимость. Внутри компании должны быть созданы механизмы, позволяющие перейти от выработки стратегии увеличения стоимости к ее практическому внедрению. Такие механизмы в свою очередь должны опираться на некоторый инструментарий, позволяющий оценить и оптимизировать ход развития компании, учитывая ее существование в среде

„ рынков капитала и труда. Практической важностью определения указанного

инструментария и формирования на его базе соответствующих механизмов и обусловлены выбор темы исследования и ее актуальность.

Кроме использования инициатив в диссертации предлагается рассмотреть использование так называемых типовых (виртуальных) проектов, описывающих актив, способствующий росту бизнеса. Например, в нефтегазовом бизнесе это месторождение на различных стадиях освоения, в промышленности это может быть бизнес-процесс и т.д. Оптимизируя стоимость, учитывая вероятности и риски, присущие инициативам и типовым проектам, метод, раскрываемый в работе, выбирает, когда и на какой стадии типового проекта его стоит приобретать. Аналогичным образом решение принимается и по инициативам,

Таким образом, суммируя вышесказанное, можно отметить, что объектом исследования являются процессы управления акционерной стоимостью компании, а предметом - механизм управления (на основании финансово-обоснованных решений) типовыми проектами компании и ее стратегическими инициативами. Целью диссертационного исследования является разработка механизма, описывающего наиболее оптимальную (по критерию акционерной стоимости) стратегию в вероятностном виде, что позволит менеджменту компании выйти на принятие управленческого решения о целесообразном наборе инициатив и целевых активов, определяющих будущее состояние компании (в диссертационном исследовании определены как типовые проекты). Для достижения этой цели в работе были поставлены и решались следующие задачи:

проанализировать основные тенденции развития подходов к созданию стратегий максимизации акционерной стоимости компаний;

определить роль нематериальных активов как источника стоимости компании;

обобщить практику применения механизмов управления портфелем активов;

проанализировать подходы к моделированию портфеля активов, включающего в себя существующие проекты, типовые проекты и стратегические инициативы;

рассмотреть различные методики моделирования портфеля активов методом Monte-Carlo;

проанализировать подходы к замещению неопределенности будущего компании;

определить возможности по использованию стратегических инициатив в качестве инвестиционных проектов, используя для этого причинно-следственные связи как элемент неопределенности.

В нефтегазовой и фармацевтической промышленности активно используется процесс портфельного анализа - процесс исследования набора проектов, их связей между собой и зависимостей от макроэкономических условий. Изучая и оптимизируя портфель, можно способствовать увеличению стоимости компании и достижению стратегических ее целей. Например, одна из основных целей нефтегазовой компании - достижение определенного уровня или поддержание определенных темпов роста добычи. Идея портфеля, позаимствованная из теории портфеля ценных бумаг, позволяет оценить ожидаемую доходность при заданном уровне риска. Это направление является центральным в работе.

Научная новизна исследования состоит в теоретическом обосновании проведения портфельной оптимизации с использованием типовых проектов и стратегических инициатив и разработке методики такой оптимизации для описания будущего компании в вероятностном виде.

Наиболее существенные научные результаты, полученные автором и отражающие новизну и практическую значимость диссертационного исследования, заключаются в следующем:

1. Разработана методика оптимизации акционерной стоимости компании, использующая оптимизацию портфеля, состоящего из набора стратегических инициатив и типовых проектов, что позволяет описать стратегию компании, опираясь на стоимостные критерии. Разработанная методика помогает значительно повысить показатели роста дохода акционеров компании.

Указанная методика также позволяет устанавливать стратегические цели для дочерних компаний, бизнес-единиц таким образом, чтобы эти цели были обоснованными и позволяли повысить мотивированость подразделений компании

1. Разработана последовательность шагов, позволяющая оценить стоимость большинства стратегических инициатив, в том числе дорогостоящих программных продуктов большой сложности. Данная техника оценки стоимости инициатив может быть использована в большинстве компаний, которые начинают внедрение программных продуктов и систем усовершенствования внутренних бизнес-процессов, оказывающих значительное воздействие на показатели компании.
2. Раскрыт подход по оптимальному описанию внутренних связей сбалансированных счетных карт. Данный подход позволяет на этапе построения карты оценить и сопоставить стратегическую инициативу с возможностями достижения целевых ориентиров и определить, как те или иные инициативы способствуют выполнению стратегических задач компании.
3. Дано определение понятию типового проекта, позволяющего заместить неопределенность будущих проектов компании. При этом вышеописанная методика позволяет выявить то, какие типовые проекты необходимы компании для повышения темпов роста. Описан типовой проект для нефтегазовой отрасли.
4. На основе обобщения практики портфельного менеджмента предложен способ определения основного перечня показателей, с помощью которого описывается портфель активов. Приводится пример определения показателей для компаний нефтяной отрасли. Применение способа позволило уменьшить расчетное время и улучшить восприятие получаемых результатов.

## Стратегии компаний, направленные на увеличение акционерной стоимости

В финансовом мире стоимость компании, как правило, измеряется методом дисконтированных денежных потоков (DCF). Основой этого подхода послужило опубликование в 1958 году Франко Модильяни и Мертоном Миллером своей теоремы о том, что стоимость любой компании определяется только ее будущими доходами и совершенно не зависит от структуры капитала1. В дальнейшем этот подход все более и более усложнялся, и на сегодняшний день существует множество пособий по оценке стоимости. Более того, видоизменение DCF привело к возникновению EVA (добавленная экономическая стоимость) - подхода, дающего тот же самый результат, однако более понятный с экономической точки зрения ..

Основной вопрос, возникающий при использовании DCF, - Как точно определить будущие денежные потоки компании3. Ведь, например существенные изменения в стратегии компании, ее руководстве нельзя предвидеть, а тем более оценить их воздействие. Однако финансовая теория утверждает, что это под силу рынку, с чем спорит достаточно много авторов (так называемые теории эффективности рынка).

Многие компании разрабатывают модели DCF для своих проектов и тем самым определяют внутреннюю стоимость компании. Сравнивая ее с рыночной, менеджмент компании пытается или раскрыть о себе больше информации (если наблюдается положительный разрыв) или стремится повысить эффективность бизнеса предприятия (если разрыв отрицательный). Поэтому знание стратегии компании является необходимым условием при оценке компании аналитиками, а стратегические цели компании есть ключевые точки в таком анализе. Использование стратегических инициатив при оценке стоимости может заметно приблизить оценку к стоимости на рынке, однако для того чтобы их использование стало оптимальным, необходимы долгие годы для тестирования различных гипотез о поведении персонала, потребителей и т.д. Использование оптимизационного механизма с типовыми проектами (замещающими неопределенность будущего) и со стратегическими инициативами позволит построить оптимальный путь увеличения акционерной стоимости, что ускоряет рост компании. Если же говорить о других методах оценки стоимости, то затратный, сравнительный методы не берут во внимание специфику компании, а значит, тем более несовершенны.

Представляется очевидным, что в настоящий момент большинство фирм ставят своей целью рост стоимости компании. Данное направление постепенно приживается и в России. Пример ОАО «ЮКОС», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Норильский Никель» показывает, что рост стоимости компании свидетельствует об эффективности, прибыльности и успешности бизнеса компании. Безусловно, прототипом этого является американская модель ведения бизнеса. Эта модель, основана на максимизации стоимости для акционеров в сочетании с широким владением долговыми обязательствами и обыкновенными акциями, а также с открытым рынком корпоративного контроля. На деле модель увязывает рост уровня жизни с более высокой общей производительностью и конкурентоспособностью и более эффективным фондовым рынком. Если в странах, экономика которых не ориентирована на максимальное повышение стоимости для акционеров, инвесторы будут получать меньшую отдачу на вложенный капитал, чем в странах, имеющих такую ориентацию, то по мере дальнейшей глобализации рынка капитала первые постепенно начнут испытывать недостаток в инвестициях и все больше и больше отставать во всемирной конкуренции. По мере того как капитал становится все более мобильным, система, опирающаяся на стоимость, приобретает все больший вес и значение.

## Методика моделирования портфеля активов

Безусловно, моделирование портфеля активов начинается с моделирования отдельных проектов. Основой модели отдельных проектов является модель дисконтированных свободных денежных потоков. Консолидируя в портфеле проекты, мы также получаем модель DCF, которую можно описать в следующем виде:

где PV - стоимость компании, FCF - свободные денежные потоки, г - ставка дисконтирования. Но нам с точки зрения оптимизации важна акционерная стоимость, которая равна разнице стоимости компании и чистого долга. Безусловно, расчет денежного потока должен идти на основе расчета технологических показателей, как, например, количество произведенных изделий, количество потребляемой энергии, что позволяет говорить о необходимости создания в каждой модели блока технологических показателей.

Важным является то, чтобы информация по отдельные проектам носила вероятностный характер и существовали связи между проектами (значит, в модели необходимо наличие блока связей с другими проектами). Например, в нефтегазовой отрасли такими связями становится использование одного и того же транспортного маршрута, или то, что неудача по одному проекту означает прекращение работ по другим, т.к. продолжение инвестиций будет разрушать стоимость компании. Следующим важным моментом является создание в каждой модели проекта одних и тех же внешний условий (инфляция, курс рубля к доллару, цены на нефть, рост ВВП, рост рынка и т.д. в зависимости от отрасли, т.е. блока внешней среды, позволяющих описать создание денежного потока), которые также должны в итоге носить вероятностный характер.

На этапе построения моделей проектов необходимо полное понимание того, что же в итоге будет целями и ограничениями по портфелю. Например, если одной из целей компании является увеличение рентабельности задействованного капитала, то это означает, что мы должны уметь его вычислять (блок экономического анализа). Это в свою очередь приводит к тому, что мы должны получить на выходе величины чистой прибыли, уплаченных процентов, долга, акционерного капитала. Значит, в каждом проекте должно быть предусмотрено хотя бы наличие отчета о прибылях и убытках (здесь также необходимо обратить внимание на связь между проектом и материнской компанией, т.к. существуют внутренние обороты, которые, например, позволяют минимизировать налоговые платежи).. Балансы и отчеты о движении денежных средств довольно сложно построить и поддерживать на уровне отдельных проектов (ввиду наличия внутренних оборотов), поэтому на первоначальном этапе можно порекомендовать использование этих форм только на уровне всего портфеля.

Описанные стратегические инициативы и ограничения на уровне поддержания некоторых показателей со стороны рынка капитала (уровень рентабельности, размер долга) задают нам список показателей, которые будут агрегированны в модель портфеля. Каждый раз при создании модели проекта мы должны отвечать на вопрос: "Достаточно ли показателей передается на верхний уровень, чтобы затем иметь возможность описать все ограничения, налагаемые рынками капитала, структурой компании, а также проанализировать детали воздействия стратегических инициатив"?

## Подготовка материалов о компании для использования методики

Нижеописанный расчет будет строиться на данных дочернего подразделения российской нефтяной компании, активно работающей на зарубежных рынках. Приведенные цифры являются лишь частью реальных данных, что связано с невозможностью раскрытия полной информации. При расчетах мы предполагаем, что компания работает на одном месторождении. В рамках разработки данного месторождения основой налогообложения является соглашение о разделе продукции, составленное с учетом ограничения итоговой

Перед недавно обновившимся менеджментом компании активно стоит вопрос о развитии бизнеса. При этом акцент поставлен на создании стоимости для акционеров компании. Исходя из анализа основных компаний-конкурентов, можно говорить о том, что для данной компании наиболее вероятен ежегодный рост в 5-7%, что, однако, на первоначальном этапе может означать наличие отрицательного денежного потока (состояние «Как Есть» можно увидеть на рисунке 23). Кроме этого, дивидендная политика компании определяет то, что на дивиденды должно отправляться 20% от размера чистой прибыли. Так как предприятие является дочерним подразделением, то стоимость капитала определяется стоимостью капитала материнской компании, т.е. стоимость капитал (WACC) составляет 11%. Описание ситуации «Как Есть» не позволяет говорить о , значительном превышении рентабельности капитала над его стоимостью, т.к. при этом не рассматриваются возможности по инвестированию свободных денежных средств в новые проекты (см. рисунок 24).

Для головной компании кратность запасов составляет 9 лет (отношение доказанных запасов к добыче), что также не соответствует стратегической линии предприятия должно быть не менее 10 лет. С точки зрения материнской компании затраты на разработку и разведку запасов не должны превышать уровень $12/баррель запасов (с учетом приобретений).

Стоимость компании на начало 2005 года по вышеприведенным оценкам составляет $1,5 млрд. (без учета развития бизнеса), $4,07 млрд. с учетом 5-процентного роста, $6 млрд. с учетом 7 процентного роста. Для расчета этих цифр нами была использована формула для расчета стоимости с учетом постпрогнозного периода: