Юдникова Светлана Владимировна. Управление стоимостью диверсифицированного холдинга : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10.- Санкт-Петербург, 2006.- 163 с.: ил. РГБ ОД, 61 06-8/4692

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. Повышение стоимости путем внешнего роста предприятия 9

1.1. Интеграция как инструмент реализации внешнего роста предприятия . 9

1.2. Особенности функционирования интегрированных компаний 23

1.3. Сущность финансовых отношений в холдинге 35

ГЛАВА 2. Оценка стоимости диверсифицированного холдинга 50

2.1. Особенности финансового управления в диверсифицированном холдинге 50

2.2. Факторы, определяющие стоимость многопрофильного холдинга 76

2.3. Методические подходы к управлению стоимостью диверсифицированного холдинга 90

ГЛАВА 3. Использование стоимостного подхода в оперативном управлении диверсифицированным холдингом 102

3.1. Оперативное управление диверсифицированным холдингом с позиций стоимостного подхода 102

3.2. Организация системы мониторинга факторов стоимости в диверсифицированном холдинге 111

3.3. Принципы раскрытия финансовой информации в диверсифицированном холдинге в целях управления его стоимостью 119

Заключение 125

Список используемой литературы: 132

ПРИЛОЖЕНИЯ 142

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**По мере развития рыночных отношений в России важнейшим фактором конкурентоспособности отечественных предприятий в долгосрочной перспективе становится наличие фундаментальной цели развития бизнеса - прирост его стоимости и построение эффективной системы управления, ориентированной на достижение этой цели.

Практика хозяйственной деятельности в настоящее время требует объединения усилий субъектов для достижения поставленных целей, что неизбежно приводит к образованию интегрированных структур на рынке. Во многом это было обусловлено, с одной стороны, стремлением достигнуть экономии от масштаба деятельности, а с другой стороны попыткой снизить коммерческие риски в условиях экономической нестабильности. Одной из форм таких интегрированных предпринимательских объединений являются холдинги.

Крупные компании, прежде всего холдинги, зачастую создавались стихийно на волне удачных приобретений самых различных по профилю деятельности предприятий, не связанных между собой технологически. В последние годы стала проявляться тенденция, когда на начальной стадии развития таких организационных структур доходность на вложенный капитал была выше, чем на стадии зрелости. При углубленном анализе порой выявлялось, что отдельные бизнес - единицы или направления работы в них оказывались в системе холдинга убыточными. Другой проблемой является создание корпораций с высокими рисками нестабильности, усилением центробежных тенденций внутри структуры, что часто приводит к расформированию холдинга.

В большинстве случаев данная ситуация была обусловлена тем, что интенсивный внешний рост компаний не сопровождался их внутренним

**4**развитием. Кроме того, в настоящее время появляется все больше холдингов, которые прошли начальный этап своего формирования и перед которыми встают вопросы дальнейшего развития в целях максимизации стоимости. Поэтому до сих пор остро стоят проблемы управления финансовыми, информационными потоками в таких крупных образованиях как холдинги, оценки стоимости компании как основы для принятия оптимальных управленческих решений, включая возможность продаж убыточных предприятий. В связи с этим диссертационное исследование, рассматривающее вопросы управления диверсифицированным холдингом с позиций стоимостного подхода представляется актуальным.

Актуальность темы диссертации, стоящие перед собственниками и менеджерами практические вопросы роста стоимости диверсифицированного холдинга, обеспечения стабильности его структуры и достижения синергии определили цель, задачи и основные направления диссертационного исследования.

**Степень разработанности проблемы.**Вопросы теории и практики оценки, стратегического управления компанией, нашли достаточно широкое применение в работах как отечественных, так и зарубежных ученых. Теоретические основы по тематике диссертационного исследования разработаны в трудах И.А. Бланка, Ф. Бергера, В.В. Бочарова, СВ. Валдайцева, Д.Л. Волкова, А.Г. Грязновой, В.В. Криворотова, О.В. Мезенцевой, Р. Брейли, А. Дамодарана, Тима Коллера, Т. Коупленда, С. Майерса, М. Миллера, Ф. Модильяни, Дж. Муррина, Ш. Пратта, К. Уолша, Д. Шарфштайиа и др. Специфика большинства данных работ заключается в ориентации на западный рынок, что ограничивает возможности применения зарубежного опыта в современных российских условиях. До недавнего времени оценка стоимости рассматривалась в отрыве от целей и задач стратегического управления и финансового менеджмента. Однако в текущий период все острее встает необходимость адаптации существующего широкого арсенала аналитических

**5**инструментов к изменившимся экономическим отношениям. Особую значимость это требование приобретает в условиях, когда связи между предприятиями усложняются, а возникающие риски требуют концептуального рассмотрения деятельности интегрированных структур. Теоретические основы по тематике особенностей функционирования крупных интегрированных структур разработаны С. Авдашевой, А. Бандуриным, Ю. Винславом, А. Горбуновым, Томасом Келлером, Я. Паппе, К. Портной, Н. Псаревой, А. Радыгиным, И. Шиткиной, Д. Ханом. Однако, в работах, предметом исследования которых являются интегрированные структуры, основное внимание уделено организационным и юридическим вопросам их функционирования. В то же время, анализ и систематизация зарубежного и отечественного опыта свидетельствуют о выходе на первый план вопросов стратегического развития интегрированных структур, в частности, холдингов, другими словами, повышения стоимости этих объединений.

Таким образом, возникает задача разработки методического аппарата для планирования, анализа и оценки эффективности управленческих решений, принимаемых в интегрированных структурах, с позиций стоимостного подхода. Отмеченные выше пробелы в теории и практике управления холдингами определили состав исследуемых в настоящей работе проблем.

**Цель и задачи исследования.**Целью диссертации является разработка теоретических положений и практических рекомендаций по управлению диверсифицированным холдингом с позиций стоимостного подхода.

Достижение поставленной цели определило необходимость решения следующих задач:

1. на основе исследования особенностей формирования холдинговой структуры выявление специфики финансовых отношений в ней;
2. проведение анализа факторов стоимости предприятий, входящих в холдинг, и определение роли синергетического эффекта при их формировании;
3. выбор адекватной модели оценки и определение показателя (системы показателей), которые учитывали бы влияние факторов стоимости и позволяли принимать на всех уровнях холдинга управленческие решения с позиций стоимостного подхода;
4. разработка подходов к организации системы мониторинга и анализа результатов деятельности на уровне холдинга и его дочерних предприятий;
5. разработка инструментария для выбора направлений инвестирования/дезинвестирования в диверсифицированном холдинге с целью планирования и анализа эффективности принимаемых управленческих решений.

**Предметом исследования**выступают процессы и условия формирования стоимости диверсифицированного холдинга в рамках деятельности менеджмента предприятий в области стратегического управления.

**Объектом исследования**являются диверсифицированные холдинги Северо-Западного региона.

**Теоретическую и методологическую основу исследования составили**труды отечественных и зарубежных ученых по экономике, теории организации, теории управления, инвестиционной теории, теории временной стоимости денег, а также теории стоимости капитала, материалы научно-практических конференций, нормативно-правовых и законодательных документов РФ.

При обосновании и разработке положений диссертации применялись диалектический метод и основные научные подходы, а именно: методы анализа и синтеза, индукции и дедукции, системный подход, методы статистического и системно-структурного анализа, экономико-математического и графического моделирования.

Информационной основой исследования является статистическая база отечественных и зарубежных агентств, фактологический материал,

**7**содержащийся в отечественной и зарубежной литературе, периодической печати, данные, размещенные в сети Интернет.

**Научная новизна диссертационной работы**заключается в следующем:

1. уточнена специфика финансовых отношений в диверсифицированном холдинге, на основе анализа схем перераспределения денежных потоков и направлений влияния управляющей компании на формирование финансовых ресурсов выявлены основные финансовые инструменты, которые могут быть использованы для перераспределения денежных потоков в нем;
2. на основе проведенного анализа чувствительности величины денежного потока к изменению факторов стоимости определены значимые факторы стоимости дочерних предприятий: факторы, влияющие на формирование маржинальной прибыли, постоянных расходов, размер неденежного оборотного капитала, размер инвестиций;
3. обобщены виды и источники синергических эффектов, обосновано, что источниками синергии являются перераспределение капитала внутри предприятий диверсифицированного холдинга, а также функциональная интеграция между отдельными предприятиями;
4. сформулированы требования к выбору комплексного показателя для целей управления стоимостью, проведен сравнительный анализ и расчет финансовых показателей - EVA (добавленной экономической стоимости) и CVA (добавленного денежного потока), выявлены сферы и границы применения этих показателей;
5. разработана блок-схема системы мониторинга и анализа результатов деятельности на уровне холдинга и его дочерних предприятий;
6. адаптирована матрица Boston Consulting Group для оценки привлекательности дочерних предприятий холдинга и их места в структуре диверсифицированного холдинга по критерию CVA (добавленного денежного потока);

7. даны рекомендации по составу необходимых показателей отчетности для

оценки эффективности управления стоимостью на уровне дочерних

предприятий и холдинга, предложены формы раскрытия финансовой

информации.

**Практическая значимость**диссертационного исследования состоит в том, что его основные результаты и вытекающие из него выводы могут быть использованы при разработке системы управления диверсифицированными холдингами, реализующими свою стратегию по критерию максимизации стоимости, а также при решении других задач операционной, инвестиционной и финансовой деятельности в холдинговых структурах.

Практическое применение предлагаемого инструментария позволит повысить эффективность использования капитала и в конечном результате приведет к увеличению стоимости предприятий. Отдельные положения диссертации могут быть включены в программы обучения студентов экономических специальностей, а также кадровой подготовки специалистов.

**Апробация работы.**Основные положения и результаты были использованы в работе холдинга «Троярд», при принятии стратегических решений, разработке новых направлений деятельности и анализе эффективности проектов (направлений бизнеса), а также докладывались на практических и научно-практических семинарах и конференциях. Всего автором опубликовано 6 (шесть) работ общим объемом 1,5 п.л.

**Структура и логика исследования**определяются его целью и поставленными задачами. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Работа изложена на 141 странице машинописного теста, содержит 14 рисунков, 17 таблиц, 13 приложений, список литературы из 119 наименований.

## Интеграция как инструмент реализации внешнего роста предприятия

В современных условиях развития экономики концепция управления стоимостью компании принята экономическим сообществом в качестве ключевой управленческой парадигмы и получает все большее распространение на практике, в том числе и в России. С развитием рынков капитала и других институтов рыночной экономики у российских компаний появляется возможность за счет управления стоимостью повышать свою инвестиционную привлекательность, а взаимоотношения с инвесторами переходят на качественно новый уровень. По нашему мнению, решение проблемы управления стоимостью компании является важнейшим толчком для ее развития.

Рассмотрение вопроса об источниках роста компании невозможно без определения ряда понятий, важнейшими из которых являются «управление», «стратегическое планирование», «стратегия бизнеса», «стратегический менеджмент», «стоимость предприятия». Как отмечают некоторые авторы (16, 97), управление является гармоничным соединением человеческих и материальных ресурсов с целью выполнения задач и достижения целей, стоящих перед организацией. Чаще всего, в научной литературе управление рассматривается как вид деятельности, призванный обеспечить адаптацию, баланс и координацию таких основных процессов в организации, как получение ресурсов из внешней среды, преобразование ресурсов в продукт, реализация продукта во внешней среде, контроль движения ресурсов, координация деятельности людей во времени и пространстве, а также оптимизацию будущего развития. По нашему мнению, сущность управления проявляется в воздействии субъекта управления на объект управления. Можно согласиться с высказыванием, что управление представляет собой непрерывный и целенаправленный процесс воздействия на управляемый объект.

Наиболее широкое распространение получила точка зрения об управлении в экономических системах как процессе принятия и реализации решений. По мнению американского ученого Д. Котуа, управление означает действия по руководству производством, включая выработку, принятие решений и координацию деятельности фирмы.

Под управлением коммерческой фирмой понимается сложный процесс, который состоит из анализа ситуации, принятия решений, коммуникации, мотивации, измерения и контроля (16). Это определение показывает, что управление тесно связано с такими процессами как стратегическое планирование и разработка стратегии. Многие авторы не делают различий между стратегическим планированием и разработкой стратегии. Так, есть точка зрения, что деятельность по разработке, обсуждению и принятию стратегии предприятия может именоваться стратегическим планированием (76). Под термином «стратегия бизнеса» в этом случае понимается управленческий план одного вида бизнеса.

И. Ансофф (16) считает стратегическое планирование одним из видов стратегического управления, которое используется «при средних значениях степени нестабильности среды». Однако он же отмечает нетождественность двух этих понятий. По мнению этого автора «стратегическое планирование -управление планами, а стратегический менеджмент - управление результатами. Стратегическое планирование - аналитический процесс, а стратегический менеджмент - организационный. В стратегическом планировании используются экономические и технологические переменные. В стратегическом менеджменте, кроме того, учитываются еще и психологические, социологические и политические факторы. Таким образом, стратегическое планирование отвечает на вопрос «что делать», а стратегический менеджмент - на вопросы «как» и «кто это будет делать».

Б. Карлоф (55) подчеркивает разные роли стратегического планирования и управления: «Стратегическое планирование способствует усилению позиций бухгалтеров, т.е. тех, кто сравнивает результаты с поставленными целями. Стратегический менеджмент, напротив, стоит на службе исполнителей, т.е. тех, кто проявляет инициативу не только на этапе мыслительной работы, но и на этапе действий».

## Особенности финансового управления в диверсифицированном холдинге

В первой главе было отмечено, что возникновение дисконта конгломерата связано с отсутствием «прозрачности» отношений между предприятиями. Соответственно, для того чтобы определить, как управлять стоимостью и, в частности, выделить факторы, влияющие на изменение стоимости, необходимо рассмотреть принципы финансового управления в диверсифицированном холдинге.

Отсутствие технологической зависимости в рамках единого технологического процесса между предприятиями в диверсифицированном холдинге ставит высокие требования к степени разработанности и продуманности финансовых отношений между дочерними предприятиями, а также между ними и управляющей компанией, причем организация движения финансовых потоков зависит от степени соблюдения принципов организации холдинговых объединений. В диверсифицированных холдингах управление финансами организуется с целью максимизации прибыли всего холдинга (в краткосрочной перспективе) и максимизации его стоимости в долгосрочной.

Достижение этой цели возможно посредством рассмотрения схем распределения потоков финансовых средств внутри холдинга между дочерними предприятиями и управляющей компанией; второй аспект - анализ влияния на формирование финансовых ресурсов в дочерних предприятиях со стороны материнской компании.

Одним из механизмов перераспределения потоков денежных средств в диверсифицированном холдинге является механизм установления трансфертных цен. Трансфертные цены, или внутрихолдинговые расчетные цены, представляют собой действующие в рамках холдинга стоимостные оценки (нормативы стоимости) продукции и услуг, передаваемых одним предприятием другому. Рыночная цена зависит от спроса и предложения на рынке, а трансфертные цены являются результатом внутрихолдинговой оценки стоимости продукции (работ, услуг).

Система трансфертного ценообразования должна обеспечивать достижение следующих целей:

предоставление информации, которая позволяет руководителям дочерних предприятий и управляющей компании принимать экономически обоснованные решения;

представление информации, полезной для оценки управленческих и экономических показателей деятельности дочерних обществ. В большинстве случаев, когда для продукции (работ, услуг) существует конкурентный рынок, целесообразно как для целей принятия решений, так и для оценки деятельности дочерних компаний устанавливать трансфертные цены, равные рыночным. При таком подходе показатели деятельности дочерних обществ с большей вероятностью будут отражать реальный экономический вклад в общую прибыль в холдинге;

целенаправленное перемещение части прибыли между дочерними обществами и управляющей компанией;

гарантии автономии деятельности дочерних обществ.

Формирование финансовых связей между предприятиями в диверсифицированном холдинге может происходить следующем образом (на примере диверсифицированного холдинга «Троярд»). Одно из предприятий холдинга приобретает оборудование и передает его по договору аренды другому предприятию холдинга. Обобщенное представление эффектов, возникающих в результате этой операции, представлено в таблице 2.1.

## Оперативное управление диверсифицированным холдингом с позиций стоимостного подхода

Промышленная группа «Троярд» представляет собой объединение российских компаний, ориентированных на производство.

В целом группа занимается производством строительных материалов, алкогольных и безалкогольных напитков, косметических и гигиенических средств и др.

Создание промышленной группы «Троярд» началось в начале 90-х годов, когда группа инженеров одного из предприятий энергетического машиностроения Санкт-Петербурга с небольшим стартовым капиталом создала небольшую торговую фирму.

Средства, накопленные за время функционирования торговой фирмы, в 1993 году были вложены в производство гигиенических и косметических средств.

На первом этапе деятельности компания размещала заказы на других производствах, затем стала арендовать площади, на которых смонтировала свою первую производственную линию. С этого этапа началось непосредственное развитие корпорации в направлении производства.

Нестабильность отечественной экономики подтолкнула собственников к созданию диверсифицированного бизнеса.

На 01.01.2005 года в состав ПГ «Троярд» входят 12 фирм, которые объединены не только общим руководством, но и единой миссией, целями, стратегией.

Структура промышленной группы представлена в Приложении 1.

Стратегия промышленной группы включает три направления:

1. Поведение на рынке.

Все предприятия холдинга оперируют только на территории России, причем присутствие на рынке многих компаний ограничено определенными регионами, что связано с видом деятельности и спросом на продукцию (строительство - Северо-запад, косметические средства только в регионах РФ, не продаются в Санкт-Петербурге и т.д.).

Определение единого для холдинга потребителя сложно, т.к. выпускаемые продукты несвязанно диверсифицированы.

Холдинг создавался для более эффективного управления финансовыми потоками, снижения затрат и рисков, что должно позволить вести более конкурентную политику, при необходимости снижать цены для увеличения доли рынка.

2. Внутренняя стратегия холдинга.

Единая дилерская сеть и производственные связи позволяют более эффективно управлять продажами и послепродажным обслуживанием, быстрее собирать необходимую информацию о рынке. Мониторинг рынка необходим для осуществления успешной инвестиционной политики, внедрения инноваций.

В холдинге разрабатывается единая управленческая структура, управляющая компания, входящая в состав группы, позволяет ускорить этот процесс. Создание единой финансовой отчетности обеспечит прозрачность финансовых потоков группы, что позволит более эффективно управлять холдингом и вести более разумную финансовую политику.

3. Организационно-управленческая структура.

Компании, входящие в состав ПГ «Троярд», достаточно независимы в ведении основной деятельности. Поэтому структура корпорации должна оставаться дивизиональной, но необходимо внедрение элементов функциональной (единого финансового отдела, юридического отдела и т.д.).

В своем управлении промышленная группа использует три подхода к организации производства: собственные мощности, совместные производства, размещение заказов - дают возможность оптимизировать финансовые вложения в основные фонды. Это позволяет разрабатывать и осуществлять новые проекты, имея возможность вкладывать средства в продвижение новых товаров на рынок. Основным инструментом была диверсификация производства в целях снижения рисков. Политика группы заключается в том, что в определенный момент развивается только одно направление и развитие нового начинается только после того, как первое начинает приносить прибыль.

Перспективы деятельности связаны с развитием привлекательных направлений и избавлением от неприбыльных: на первых этапах деятельности одним из направлений была розничная торговля, промышленной группе принадлежала сеть магазинов, ресторан, которые впоследствии были проданы.