Хрусталев Евгений Анатольевич. Управление стоимостью активов предприятия (На примере предприятий черной металлургии РФ) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 148 c. РГБ ОД, 61:04-8/2993

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы формирования активов предприятия и управления их стоимостью 9

1.1. Экономическое содержание активов предприятий и их стоимости 9

1.2. Объективная стоимость активов предприятия -необходимая основа для управленческих решений 17

1.3. Особенности управления активами предприятия и их стоимостью 40

Глава 2. Доходный подход к оценке стоимости активов предприятия - фактор успешного стратегического планирования 58

2.1. Анализ российской практики оценки активов предприятия 58

2.2. Значение отраслевого анализа для оценки стоимости активов предприятия (на примере предприятий черной металлургии РФ) 65

Глава 3. Методические основы совершенствования управления стоимостью активами предприятия (на примере предприятий черной металлургии РФ) 85

3.1. Организационно-финансовые основы оценки стоимости активов предприятия методом дисконтированных денежных потоков 85

3.2. Методические подходы к формированию прогнозной модели стоимостных факторов роста активов предприятий (на примере предприятий черной металлургии) 110

Заключение 123

Список использованной литературы 125

**Введение к работе**

Современная экономическая ситуация предъявляет адекватные требования к экономическим субъектам, в том числе предприятиям. Отсутствие развитого рынка ценных бумаг и прозрачности рынка корпоративных сделок не позволяет определить их справедливую стоимость. Традиционные методы оценки рыночной и инвестиционной стоимости активов предприятий во многом рассчитаны на наличие развитых рыночных элементов, в том числе на наличие развитого фондового рынка, корпоративного права, понятных и эффективных стандартов бухгалтерского учета, а также конкурентных отраслей промышленности. В условиях неопределенности, присущей российской экономике в целом, а следовательно в условиях значительных инвестиционных рисков, встает вопрос об адаптации уже существующих западных подходов к управлению активами предприятий и оценке их стоимости к российским реалиям. Управление стоимостью компаний широко обсуждается финансистами, управленцами и учеными развитых стран. В современной России эта проблема уже прошла осмысление и признание в научных кругах. Однако для ее внедрения на российских предприятиях нет достаточной методической базы. Один из ключевых аспектов управления стоимостью предприятия является анализ его активов и стратегическое планирование их развитием как комплекс управленческих решений по изменению их стоимости, реструктуризации, инвестированию или приобретению новых активов.

Указанные вопросы невозможно решить без достаточной информационной базы. Такой базой является квалифицированная оценка стоимости активов предприятия. Без этого долгосрочное и среднесрочное прогнозирование, а также текущее планирование коммерческой, производственной и финансовой деятельности предприятия неосуществимо.

Начиная с августовского кризиса 1998 года, рынок корпоративных сделок в России заметно оживился. Заключение сделок по слиянию,

**5**консолидации, организации совместных предприятий стали достаточно частым явлением практически во всех отраслях экономики. Если раньше такие сделки носили закрытый, полукриминальный характер, то в последние несколько лет наблюдается тенденция к заключению корпоративных сделок открыто и прозрачно. Каждая такая сделка требует оценки стоимости активов предприятия как информационного ресурса для верного управленческого решения.

Указанные проблемы определили актуальность темы исследования, связанную с необходимостью осмыслений путей совершенствования механизмов и методов управления стоимостью активов предприятий и разработкой конкретных методических рекомендаций для внедрения этих механизмов и методов на российских предприятиях. В связи с этим целью исследования стало теоретическое обоснование, методическая разработка и внедрение механизмов и методов по совершенствованию управления стоимостью активов предприятия. Достижение поставленной цели определило необходимость решения следующих взаимосвязанных задач:

1. выявление признаков для классификации активов предприятия;
2. анализ теории, международной и российской практики оценки стоимости активов предприятия и управления ими;
3. исследование финансовых основ оценки стоимости активов предприятия;
4. рассмотрение факторов, влияющих на стоимость активов предприятия;
5. разработка методических подходов к оценке стоимости активов предприятия методом дисконтирования денежных потоков - как информационному ресурсу для принятия стратегических управленческих решений;
6. формирование методических положений и практических рекомендаций по учету взаимосвязи факторов стоимости активов предприятия в целях стратегического планирования.

Предметом исследования является совокупность теоретических, методических и практических аспектов, связанных **с**управлением стоимостью активов предприятия.

**Объект**исследования - активы предприятий черной металлургии России.

**Теоретическую и методическую базу**исследования составляют научные труды российских и зарубежных ученых и специалистов по теории оценки и управлению стоимостью, в том числе Бланка И.А., Валдайцевой СВ., Григорьева В.В., Грязновой А.Г., Дамодарана А., Коллера Т., Коупленда Т., Мескона М., Муррина Дж., Ордуэй Н., Подолянца Л.А., Федотовой М.А., Фридмана Д.

В работе применены методы системного анализа, синтеза, балансовый, сравнительного сопоставления, экономико-математические, статистические и другие методы познания.

**Обоснованность и достоверность**исследования обеспечиваются использованием трудов ведущих ученых в данной области, нормативных документов, практических информационных источников в виде данных экономической и финансовой статистики, а также отчетности российских предприятий.

**Научная**новизна диссертационного исследования состоит в теоретическом и методическом обосновании, разработке алгоритмов, матриц, моделей и методических положений по управлению стоимостью активов предприятий, адекватных современным условиям, и их практическом внедрении.

Наиболее существенные научные результаты, полученные лично автором, состоят в следующем:

1. Уточнены аспекты экономического содержания активов предприятия как ликвидных и надежных объектов регулярного рыночного оборота, которые можно классифицировать по

7 признакам: правовому, натурально-вещественному, финансовому, хозяйственному.

1. Разработаны методические положения по анализу факторов роста стоимости активов предприятий, включающих риск, рыночную конъюнктуру, макро- и микроэкономическую среду, временные и стоимостные факторы.
2. Разработана организационно-функциональная матрица анализа производственно-технологических факторов и предложен алгоритм прогнозирования стоимости активов предприятия в совокупности этапов, мероприятий и методов оценки.
3. Предложен алгоритм оценки стоимости активов предприятий методом дисконтированных денежных потоков с учетом отраслевой специфики, позволяющий выработать управленческие решения по изменению стоимости каждого актива или предприятия в целом.
4. На основе сравнительного анализа теории и практики по оценке активов предприятий в России и за рубежом разработана прогнозная модель взаимосвязи факторов роста стоимости активов предприятий, позволяющая количественно оценить операционные и финансовые риски, а также ранжировать факторы стоимости для управления стоимостью активов предприятий.

Практическая значимость работы состоит в том, что теоретические выводы и предложенные автором методические разработки по совершенствованию механизмов и методов управления стоимостью активов предприятий использованы при практической оценке и консультировании в международной компании Эрнст Энд Янг, в учебном процессе на кафедре «Финансы, денежное обращение и кредит» Государственного университета управления и на кафедре «Экономика и финансы фирмы» Высшей школы экономики..

Результаты исследования могут быть использованы:

1. инвесторами при обосновании управленческих решений по вопросу приобретения предприятий или их акций;
2. менеджментом предприятий в целях стратегического планирования и при принятии управленческих решений по выбору путей развития предприятия;
3. в учебном процессе при подготовке специалистов и переподготовке управленческих кадров по специальностям «Менеджмент», «Финансы, денежное обращение и кредит».

Апробация результатов работы.

Методики, предложенные автором в диссертации, апробированы в практической консультационной и оценочной работе на предприятиях черной металлургии. Результаты исследования докладывались на научно-практических конференциях, в частности на международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы управления - 2000», «Актуальные проблемы управления - 2001», «Актуальные проблемы управления - 2002».

По теме диссертации опубликовано 3 работы общим объемом 0,8 п.л., в том числе лично автором 0,8 п.л.

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, приложения.

Библиография содержит 91 наименование.

## Экономическое содержание активов предприятий и их стоимости

Современная экономическая теория позволяет дать достаточно полное представление об активах (от латинского activus - действенный) организации. В экономической литературе широко представлены работы по данной проблеме. Одни авторы дают определение активам с позиций стоимости имущества. Так Едронова В.Н. и Мизиковский Е.А. определяют активы как стоимость имущества эмитента, акционерного общества, включая основные средства, нематериальные активы, финансовые вложения, запасы и затраты, денежные средства, дебиторскую задолженность, прочие оборотные и внеоборотные активы [28].

Другие авторы (Лозовский Л.Ш., Райзберг Б.А., Ратновский) уточняют необходимость определения состава и стоимости имущества и долговых прав, которыми располагают и которые контролирует предприятие на отчетную дату [43].

По мнению И.А. Бланка, активы предприятия представляют собой контролируемые им экономические ресурсы, сформированные за счет инвестированного в них капитала, характеризующиеся детерминированной стоимостью, производительностью и способностью генерировать доход, постоянный оборот которых в процессе использования связан с факторами времени, риска и ликвидности [8].

По нашему мнению, экономическое содержание активов в дополнение к имеющимся определениям состоит в том, что они являются объектами регулярного оборота, широко доступными рынку, имеющими определенную степень ликвидности и надежности. Все экономические субъекты (граждане, домохозяйство, организации, государство) имеют те или иные активы.

Анализ теории и практики позволил сгруппировать активы организации по следующим признакам: правовому, натурально 10 вещественному, имущественному, финансовому, хозяйственному (рисунок

По правовому признаку активы представлены:

1) принадлежащими на основании вещных прав: собственности, хозяйственного ведения, оперативного управления, использования (в т.ч. аренды);

2) находящимися в собственности государства и его субъектов, организаций, граждан и в смешанной собственности.

По натурально-вещественному признаку активы могут быть: 1) физическими объектами - осязаемыми или материальными, вещественными; 2) нематериальными (интеллектуальные продукты, технологии, патенты, особые права).

По имущественному признаку активы представлены недвижимыми (земельные участки, здания и сооружения, оборудование, сырье и продукция, права требования и долги, товарные знаки и другие исключительные права) и движимыми (деньги, ценные бумаги, иные вещи не относящиеся к недвижимости) вещами, имущественными правами, информацией, результатами интеллектуальной деятельности и правами на них (интеллектуальная собственность), нематериальными благами (в том числе деловая репутация).

## Анализ российской практики оценки активов предприятия

В новейшей России практика оценки активов предприятий имеет недолгую историю. Еще 20 лет оценка и переоценка имеющейся государственной и ведомственной собственности проводилась в соответствии с утвержденными методическими рекомендациями для определения балансовой стоимости имущества предприятий.

Очевидно, что в постперестроечный период в связи с развитием рыночных отношений возникли новые потребности в этой сфере, в т.ч. -определение рыночной стоимости активов предприятий. Как известно, рынок ориентирует собственника на получение дохода от своей деятельности и на возрастание стоимости собственности. В этой связи доходный подход к оценке активов предприятия является приоритетным. В рамках этого подхода основным методом является метод дисконтирования денежных потоков (ДДП), который еще два десятилетия назад считался крайне ненадежным в связи с отсутствием эффективных компьютерных технологий. Сегодня в применении этого метода также есть трудности, но они носят другой характер. Это, прежде всего, недостаточность информации в связи с отсутствием рынков аналогичных активов; неадекватная задачам оценки методология и организационная система бухгалтерского учета.

Вместе с тем доходный подход к оценке активов все активнее используется специалистами-оценщиками. Так, согласно результатам опроса, проведенного Российским клубом оценщиков по состоянию на 31.07.2002 приоритетность использования различных методов оценки следующая (рис. 6): метод дисконтирования денежных потоков (доходный подход) - 30%, учетные методы оценки (затратный подход) - 28%, метод капитализации доходов (доходный подход) - 19%, метод рынка капитала сравнительный подход) - 9%, метод сделок (сравнительный подход) - 8%, метод отраслевых коэффициентов (сравнительный подход) - 5 %.

## Организационно-финансовые основы оценки стоимости активов предприятия методом дисконтированных денежных потоков

В условиях развивающейся российской экономики в ходе исследования были выявлены и проанализированы те проблемы, с которыми сталкиваются управленцы на предприятиях металлургической промышленности при принятии решений, основанных на результатах оценки активов этих предприятий.

Проанализированы и обобщены те факторы, которые оказывают существенное влияние на стоимость предприятий черной металлургии. Предложенный в работе алгоритм оценки активов металлургического холдинга может быть адаптирован с учетом отраслевой специфики другими российскими предприятиями.

Он включает следующие шаги:

анализ корпоративной структуры;

анализ среднеотраслевых финансовых и производственных показателей;

разработка модели оценки стоимости активов предприятия методом дисконтированных денежных потоков;

анализ факторов внешней и внутренней среды предприятия;

выявление значимости стоимостных факторов при оценке активов предприятия методом дисконтирования денежных потоков;

выработка управленческих решений по изменению стоимости каждого актива или предприятия в целом.

В рамках исследования принят сценарий стратегии роста стоимости металлургического комбината за счет приобретения крупнейшего поставщика сырья - горно-обогатительного комбината. Как показал анализ российских сделок по слиянию и поглощению предприятий, данный сценарий является достаточно распространенным.

Сформулируем основные задачи менеджмента комбината в виде следующих мероприятий:

- оценка текущей стоимости активов металлургического комбината;

- выявление основных факторов, оказывающих влияние на стоимость металлургического комбината;

- оценка текущей стоимости горно-обогатительного комбината;

- выявление основных факторов, оказывающих влияние на стоимость горно-обогатительного комбината;

- прогнозирование будущей стоимости активов металлургического холдинга;

- разработка схемы по приобретению активов горно-обогатительного комбината;

- оценка стоимости объединенной компании (металлургический холдинг, включающий металлургический комбинат и горнообогатительный комбинат);

- принятие стратегического решения в отношении приобретения горно-обогатительного комбината.

Перед менеджментом комбината стоит задача оценить активы ГОК до приобретения, то есть до заключения сделки по покупке акций ГОКа, и после приобретения, когда будет сформирован вертикально-интегрированный металлургический холдинг.

Очевидно, что прогнозирование денежных потоков предприятия в условиях значительной неопределенности является крайне сложным процессом.