Вожик Сергей Владимирович. Разработка методов оценки стоимости компании для принятия стратегических решений : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2005 210 c. РГБ ОД, 61:05-8/2385

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ТЕОРИИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ И СТРАТЕГИЧЕСКОГО УПРАВЛЕНИЯ 4

1.1. Анализ взаимосвязи стратегического управления предприятием и оценки стоимости компании 9

1.2. Современная теория и методы определения стоимости компании 26

1.3. Неопределенность и риск при расчете стоимости компании 44

ГЛАВА 2. РАЗРАБОТКА МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ СТРАТЕГИЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ 61

2.1. Оценка стоимости компании в стабильных условиях 61

2.2. Оценка стоимости компании в условиях постоянного роста 69

2.3. Оценка стоимости компании с учетом фундаментальных показателей 77

2.4. Модификация методов оценки стоимости компании, основанных на анализе остаточной прибыли 88

2.5. Разработка алгоритма определения факторов стоимости 95

2.6. Модель анализа стратегических альтернатив в условиях неопределенности на основе оценки бизнеса 104

ГЛАВА 3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РАЗРАБОТАННЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ ПРИ ПРИНЯТИИ СТРАТЕГИЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ 116

3.1. Оценка проекта строительства делового выставочного комплекса для анализа эффективности вложения собственных средств 116

3.2. Оценка пакетов акций предприятий для принятия стратегических решений І з5

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 156

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 159

ПРИЛОЖЕНИЯ 174

**Введение к работе**

Актуальность темы. Развитие рыночной экономики России проходит очень сложный и длительный путь. Как результат, признание России, как страны с рыночной экономикой произошло лишь спустя более 10 лет после начала реформ. Трудно прогнозируемая динамика рынка, обилие новых директивных решений и законодательных актов создают для российских предприятий многочисленные препятствия для развития. В подобных условиях очень важно качество стратегического управления предприятием. Стратегическое управление обеспечивает основу для управленческих решений в краткосрочном плане, а так же позволяет осуществлять оценку цели и направления развития организации. Оно становится все более актуальным для российских предприятий, которые вступают в жесткую конкуренцию, как между собой, так и с иностранными корпорациями.

В процессе стратегического управления особая роль принадлежит этапу анализа и оценки стратегических решений. Однако в рамках данной задачи возникает множество вопросов относительно критериев эффективности, а также необходимости учета факторов неопределенности и риска. До сих пор предприятиями используются такие критерии оценки результата принятия решений, как прибыль, рентабельность, производительность и пр. В то же время сегодня ведущими экономистами мира признано, что главной финансовой целью стратегического управления предприятием является увеличение его стоимости. Данное направление начинает развиваться и в России, тем не менее, реализация принципов управления стоимостью в условиях нестабильной экономической ситуации сталкивается с серьезными затруднениями.

Важнейшим элементом в системе управления стоимостью является определение стоимости бизнеса. Существующие методики оценки не приспособлены для принятия решений в условиях нестабильной экономической ситуации. Подтверждением этому служит тот факт, что традиционные методы доходного подхода не позволяют учесть эффекты,

присущие развивающейся рыночной экономике. Кроме того, оценка бизнеса в рамках данных методов, в недостаточной мере учитывает фундаментальные показатели деятельности предприятия (рентабельность капитала, политика реинвестиций). Также используемые методы расчета стоимости не позволяют учесть неопределенность в исходных для прогноза данных. Как следствие, современные методы оценки не позволяют определить влияние управляющих воздействий на повышение стоимости компании.

В научной литературе изложены основополагающие принципы оценки стоимости компаний. Однако экономико-математический инструментарий их практического применения для целей анализа стратегических альтернатив разработан недостаточно полно.

Необходимость в научно обоснованном анализе и развитии методов оценки бизнеса для целей принятия стратегических решений в условиях неопределенности и определила выбор темы диссертации.

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 Г. Александера, И.А. Бланка, Р. Брейли, А. Дамодарана,

Д.Д. Джонса, П. Друкера, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. Майерса, М. Миллера,

Г. Минцберга, Ф. Модильяни, Д. Морриса, Дж. Муррина, Ш. Пратта, М.

Скотта, Т.Л. Уэста, В. Шарпа и др. Вместе с тем, большинство указанных

работ ориентировано на западный рынок, а накопленный преимущественно за

рубежом опыт не всегда может быть применен в современных российских

условиях. Особенно острые проблемы возникают при использовании

рыночной информации для целей оценки стоимости, при учете высокой

степени неопределенности российской экономики, при принятии

стратегических решений на основе концепции управления стоимостью

компании. Как следствие, необходимо найти способы разрешения

специфических проблем рыночной экономики России. Среди исследований

российских ученых по данной тематике следует отметить труды П.Л.

Виленского, О.С. Виханского, И.М. Волкова, И.Н. Герчиковой, А.Г.

Грязновой, М.В. Грачевой, И.А. Егерева, Ю.В. Козыря, В.Н. Лившица, С.А. Попова, В.М. Рутгайзера, С.А. Смоляка, М. А. Федотовой и др. Указанными авторами разработаны новые подходы к оценке стоимости компании, определению критериев принятия стратегических решений, оценке эффективности проектов, анализу и учету неопределенности при прогнозировании. В то же время, предлагаемые российскими учеными решения не охватывают все возникающие в рассматриваемой области проблемы. Например, остается неисследованным вопрос определения факторов стоимости. Мало изучены в условиях изменяющейся экономической среды методы оценки стоимости компании, применяемые российскими специалистами, а также взаимосвязь различных методов между собой. Кроме того, в настоящее время не достаточно четко определены методы анализа управленческих решений с позиции увеличения стоимости компании. Отмеченные выше пробелы в теории и практике оценки стоимости компании и определили состав исследуемых в настоящей работе проблем.

Цель и задачи исследования. Целью диссертации является разработка методов оценки бизнеса для принятия стратегических решений в условиях неопределенности, направленных на повышение стоимости компании.

Достижение поставленной цели определило необходимость решения следующих задач:

- исследование современных подходов к разработке стратегии предприятия в России и за рубежом;

- определение критерия эффективности для анализа стратегических альтернатив;

- выявление недостатков существующих методов расчета стоимости бизнеса как инструмента стратегического управления предприятием;

- исследование методов учета неопределенности при оценке бизнеса в рамках анализа стратегических альтернатив;

- разработка и модификация методов оценки стоимости компании для проведения анализа стратегических альтернатив в условиях развивающейся рыночной экономики;

- разработка методики определения ключевых факторов стоимости для построения модели исследуемого предприятия и оценки его бизнеса;

- разработка методического механизма, позволяющего проводить анализ стратегических альтернатив в условиях неопределенности с целью увеличения стоимости компании.

Предметом исследования выступают методы оценки стоимости компании и их применение в управлении предприятием.

Объектом исследования являются процессы и условия формирования стоимости компании в рамках деятельности менеджмента предприятий в области стратегического управления.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых по экономике, теории организации, теории управления, инвестиционной теории, теории временной стоимости денег, а также теории стоимости капитала, которые отраженны в материалах научно-практических конференций, методических разработках, периодической литературе, нормативно-правовых и законодательных документах РФ.

В работе использовались данные по проектам нового строительства предприятий Нижнего Новгорода, проводился анализ деятельности и расчет стоимости крупнейших компаний России. Кроме этого использовались материалы Госкомстата РФ, данные Министерства экономического развития и торговли РФ, Министерства энергетики РФ, официально изданные или опубликованные в сети Интернет.

При обосновании и разработке положений диссертации применялись системный подход, методы статистического и системно-структурного анализа, экономико-математического и графического моделирования.

На защиту выносятся экономически обоснованные предложения, обеспечивающие решение прикладной задачи по оценке бизнеса в условиях неопределенности для принятия стратегических решений, направленных на повышение стоимости компании.

Научная новизна диссертационной работы состоит в развитии и модификации методов оценки стоимости компании и их адаптации к использованию в процессе стратегического управления предприятием в условиях неопределенности.

В соответствии с этим:

- выявлена сущность и взаимосвязь управления стоимостью компании со стратегическим управлением предприятием;

- определены недостатки традиционных методов дисконтирования свободных денежных потоков в условиях изменяющейся внешней среды и осуществлена их модификация, в частности, уточнена формула расчета свободного денежного потока для акционерного капитала в условиях роста собственных и заемных средств компании;

- осуществлена модификация методов оценки, основанных на анализе «остаточной прибыли» или «сверхдоходов», с внесением изменений в методику расчета, позволяющих учесть политику реинвестиций предприятия;

- сформулированы условия использования различных методов оценки, зависящие от таких характеристик функционирования предприятия, как наличие реинвестиций, профиль денежных потоков в рамках расчетных периодов, величина ставки дисконтирования;

- разработан алгоритм определения ключевых факторов, влияющих на стоимость бизнеса, базирующийся на анализе последствий, вызываемых принятием определенного управленческого решения;

- сформирован методический механизм анализа стратегических альтернатив для построения стратегии предприятия в целях увеличения стоимости бизнеса, включающий этапы построения модели бизнеса, выявления ключевых факторов стоимости и проведения имитационного эксперимента в рамках анализа рисков и неопределенности.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в том, что его основные результаты и вытекающие из него выводы могут быть использованы при оценке бизнеса в условиях неопределенности, анализе стратегических альтернатив, а также при решении других задач операционной, инвестиционной и финансовой деятельности с позиции повышения стоимости компании.

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 при оценке бизнеса более 20 предприятий России, в т.ч. ОАО «Гипровостокнефть», ОАО «Володарский комбинат хлебопродуктов», ОАО «НБД-Банк», предприятия группы ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «ГАЗ»; при принятии стратегических решений, разработке новых направлений деятельности и анализе эффективности проектов (направлений бизнеса) ВЗАО «Нижегородская ярмарка» и др..

Основные положения диссертационного исследования докладывались на научной конференции «Экономика, управление и инвестиции» (г. Челябинск, 2004 г.), а также на III международной научно-практической конференции (г. Барнаул, 2004 г.).

Публикации. По теме диссертации опубликованы 4 печатные работы (3 научные статьи, 1 тезисы к докладу на конференции) общим объемом 2,8 п.л. (авторский вклад 2,3 п.л.).

Структура и объем диссертации.

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения (общий объем 173 стр. машинописного текста, 45 таблиц, 18 рисунков), библиографического списка литературы и 6 приложений.

## Анализ взаимосвязи стратегического управления предприятием и оценки стоимости компании

В своем развитии стратегическое управление прошло несколько этапов от управления на основе контроля над исполнением, при котором реакция организаций на происходящие изменения появляется после совершения событий, до управления на основе гибких экстренных решений[3, 59]. Согласно современной теории, основой стратегического управления является создание организации с таким потенциалом, который бы позволил ей достичь поставленных целей даже при неожиданно возникших трудностях. Большое внимание в данном случае уделяется внутренней структуре и организационным изменениям, обеспечивающим чувствительность организации к переменам во внешней среде. В результате, стратегическое управление характеризуется стремлением к изменениям, к предвосхищению будущих опасностей и новых возможностей. Ведется широкий поиск управленческих решений, следствием которого является разработка многочисленных альтернатив и последующий выбор оптимальной из них. В широком понимании альтернативы представляют собой средства, при помощи которых можно достичь поставленной цели, решить проблему или реализовать возможность. В качестве стратегических альтернатив в таком случае могут пониматься «альтернативы, обладающие следующими характеристиками:

- они относятся к выборам действий, связанным со стратегией на рынке;

- они очень важны для организации;

- исход выбора вариантов неопределенный.. .

Несмотря на всю важность стратегического управления и обилие предлагаемых сейчас подходов (например, Минцберг выделяет десять различных школ стратегий1), оно, главным образом, остается выбором крупных транснациональных корпораций. Согласно статистике, чем ниже активы и доходы компании, тем меньше шансов, что ее руководство использует стратегическое управление[13]. Это связано с тем, что зачастую высший менеджмент российских компаний не уверен в эффективности создания подразделений стратегического развития, расходовании денег и времени на дорогих специалистов. Однако подобное отношение можно было наблюдать и относительно маркетинга и логистики, являвшихся уделом наиболее развитых корпораций. В настоящее же время данные функции присутствуют практически во всех организациях независимо от их размера. Без создания системы стратегического управления на предприятии невозможно эффективное осуществление инвестиционной деятельности, одного из важнейших факторов повышения и сохранения конкурентоспособности организации. Согласно совместному исследованию «Эксперт РА» и консалтинговой компании BKG, директора компаний из «Эксперт-200» имеют вполне определенное мнение по поводу низкой эффективности инвестиций. Основные шаги, которые они намерены предпринять - это формирование системы принятия инвестиционных решений (67%)) и планирование инвестиционной деятельности (53%). На первый взгляд с этим сложно согласиться. Но на самом деле опыт показывает, что даже среди компаний, входящих в число первых пятидесяти, проблемы принятия решений и планирования достаточно актуальны[121].

## Оценка стоимости компании в стабильных условиях

В современных публикациях, касающихся вопросов оценки стоимости компании доходным подходом, не всегда четко прописаны все ограничения и предположения, на которых основаны предлагаемые результаты, а используемый математический аппарат и недостаточно внятная интерпретация результатов затрудняют его понимание.

Особо следует отметить проблемы, которые встают перед специалистами, занимающимися оценкой бизнеса для целей управления предприятием [137, 139]. От практика требуется применение методов, включающих в явном виде зависимость стоимости компании от управляемых параметров предприятия (коэффициентов реинвестирования, рентабельности активов, соотношения заемного и собственного капитала и т. п.). В противном случае, когда оценка бизнеса не основывается на реальных характеристиках предприятия, а опирается только на составленные прогнозы, результат оценки может оказаться неприемлемым для принятия управленческих решений. Важно отметить еще одно обстоятельство. Очевидно что, если оценка осуществляется с использованием одной и той же информационной базы, то ее результаты должны быть одинаковыми, каким бы методом оценщик не пользовался. Одни и те же исходные данные должны приводить к одинаковым оценкам. Однако, как будет показано в настоящей главе, если не учитывать внутренние механизмы, порождающие притоки и оттоки денежных средств, возникают противоречия в используемых моделях. Чтобы устранить эти противоречия, требуется несколько модернизировать традиционные модели. Вопросам ошибок при расчете стоимости компании посвящено множество серьезных статей [132, 135, 136, 140], тем не менее, некоторые вопросы все еще не решены окончательно.

Для исследования методов, с точки зрения их практического применения для управления стоимостью компании в различных ситуациях, рассмотрим конкретные ситуации, которые могут возникнуть при оценке, на числовых примерах.

Анализ методов дисконтирования СДП осуществляется на базе условного примера. Допустим, что управляющее звено имеет следующую информацию за последний отчетный период и относительно прогнозов развития.

## Оценка проекта строительства делового выставочного комплекса для анализа эффективности вложения собственных средств

Одним из вариантов применения разработанной в настоящей работе методики является анализ инвестиционных проектов с точки зрения их влияния на стоимость компании. При этом вклад в акционерную стоимость можно рассчитывать как через приростные потоки с последующим сравнением со стоимостью компании без проекта, так и путем оценки проекта отдельно от компании, но с учетом преимуществ, вытекающих из специфики его реализации внутри действующей структуры.

Расчет стоимости акционерного капитала для реализуемого проекта был осуществлен автором для ВЗАО «Нижегородская ярмарка». В качестве проекта рассматривается вторая очередь строительства Международного Делового Выставочного Комплекса (МДВК). Проект предусматривает привлечение инвестиций в виде прямых инвестиций (акционера) и заемных средств в размере от 30 до 150 млн. руб. Продолжительность строительства -18 месяцев. Строительство рассматриваемого комплекса требует капитальных вложений согласно плану, представленному в таблице 20.

Кроме этого, земельный участок под комплексом оценивается в 51 млн. руб., первая очередь строительства МДВК (заложенный фундамент, проектная документация и пр.) - в 50 млн. руб. Для снижения вероятности возникновения дефицита денежных средств в первый год эксплуатации проекта запланирован страховой фонд в размере 5 млн. руб.

Общая сумма вложений собственных средств ВЗАО «Нижегородская ярмарка» составляет 171 млн. руб. с учетом стоимости земельного участка, первой очереди строительства МДВК и свободных денежных средств. Необходимо определить эффективность проекта с точки зрения его вклада в стоимость бизнеса ВЗАО «Нижегородская ярмарка» с учетом различных вариантов привлечения дополнительных денежных средств.

Для целей прогнозирования денежных потоков были проанализированы шесть направлений деятельности: гостиничный бизнес, функционирование предприятий общественного питания (ресторан и кафе), деловой центр (офисы и конференц-залы), выставочный пассаж. Кроме этого, для сферы услуг населению предусмотрен рост цен на услуги в связи с ростом реальных доходов населения. Темп прироста реальных доходов населения в последнее время усиливался, а за три года составил более 9% в год[11]. Для целей прогноза принимается умеренный темп прироста стоимости услуг (гостиница, ресторан, кафе) и заработной платы в размере 3% в год. В соответствии с результатами проведенного во второй главе анализа, темп роста рассчитывается на середину периода. Ниже приводится краткое содержание анализа с выводами о результатах деятельности каждой из сфер деятельности (более полные данные см. в прил. 2).

В последнее время гостиничный бизнес довольно быстро наращивал темпы своего развития в Москве и Санкт-Петербурге, особенно в верхнем ценовом уровне. Реализованные за последнее десятилетие крупные проекты в этих городах, связанные со строительством новых отелей или реконструкцией старых, привели к появлению таких высококлассных отелей, как «Рэдиссон-Славянская», «Шератон-Паллас», «Балчуг-Кемпински» и являются примерами успешных и эффективных инвестиций. Загрузка большинства отелей этого класса превысила величину 50%, считающуюся хорошей в мировой практике, и приближается к отметке 70%.

Сейчас данная сфера деятельности развивается и в других городах России. Нижний Новгород в данном случае не так показателен, имея лишь две гостиницы элитного сектора (гостиница «Октябрьская» (категория «три звезды») и «Волна» (категория «четыре звезды»)). Тем не менее, гостиничный бизнес Нижнего Новгорода имеет значительный потенциал. С учетом местоположения, и потребностей ярмарки в гостинице для размещения гостей, а также для целей внутреннего въездного туризма фирмы «Ярмарка-тур» прогнозируются следующие параметры доходов:

- цена средневзвешенного номера - 3 000 руб. в сутки;

- загрузка гостиницы - 50% сначала и 75% с третьего года;

Затраты принимаются исходя из анализа хозяйственной деятельности гостиниц Нижнего Новгорода:

- переменные издержки на номер - 300 руб. в сутки;

- заработная плата персонала - 132 000 руб. в мес;