

Министерство образования и науки Российской Федерации
Федеральное агентство по образованию
Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова

**Е.Г. Патрушева
Д.Ю. Брюханов
Д.А. Белкин**

Управление стоимостью промышленных предприятий: теория, методика, практика

Ярославль 2007

УДК 658
ББК У9(2)29-86+
У052.201
П 20

*Рекомендовано
Редакционно-издательским советом университета
в качестве научного издания. План 2007 года*

Рецензенты

д-р экон. наук, профессор Л.С. Леонтьева;
д-р экон. наук, профессор Ф.Н. Завьялов;
кафедра финансов и банковского дела
Ивановского государственного университета

Под редакцией д-ра экон. наук, профессора Е.Г. Патрушевой

Патрушева, Е.Г. Управление стоимостью промышленных предприятий: теория, методика, практика : монография / Е.Г. Патрушева, Д.Ю. Брюханов, Д.А. Белкин ; Яросл. гос. ун-т. – Ярославль: ЯрГУ, 2007. – 296 с.
ISBN 978-5-8397-0553-1

Рассматриваются вопросы теории и методического обеспечения процесса управления стоимостью промышленного предприятия. Сформирована система факторов стоимости. Особое внимание уделено вопросам расчета цены капитала для российских предприятий и специфике ее изменения при эмиссии акций. Предложен и методически проработан ситуационный подход к управлению стоимостью предприятия, основанный на чувствительности стоимости к изменению управляемых факторов. Разработана рейтинговая оценка информационной прозрачности корпоративного управления компаний как характеристика их инвестиционной привлекательности во взаимосвязи с повышением стоимости.

Монография рассчитана на специалистов в области управления финансами предприятий, руководителей предприятий, ориентированных на стоимостной подход в управлении компанией, студентов и аспирантов экономических факультетов.

УДК 658
ББК У9(2)29-86+
У052.201

ISBN 978-5-8397-0553-1

© Ярославский государственный
университет, 2007
© Е.Г. Патрушева, Д.Ю. Брюханов,
Д.А. Белкин, 2007

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---|------------|
| Введение | 5 |
| Глава 1. Стоимость предприятия как ключевой объект управления | 8 |
| <i>1.1. Сущность и роль концепции управления стоимостью предприятия.....</i> | <i>8</i> |
| <i>1.2. Модели оценки стоимости предприятия для целей управления</i> | <i>18</i> |
| <i>1.3. Формирование системы факторов стоимости предприятия.....</i> | <i>30</i> |
| <i>1.4. Управление стоимостью на основе чувствительности к изменению факторов.....</i> | <i>43</i> |
| <i>1.5. Формирование денежных потоков при оценке стоимости предприятия.....</i> | <i>47</i> |
| Глава 2. Цена капитала в формировании стоимости компании..... | 59 |
| <i>2.1. Цена капитала и ее взаимосвязь с инвестиционными рисками и стоимостью предприятия</i> | <i>59</i> |
| <i>2.2. Методы и модели определения цены капитала.....</i> | <i>64</i> |
| <i>2.3. Цена капитала и стоимость компании в оценках эффективности размещения акций на открытом рынке (IPO).....</i> | <i>82</i> |
| Глава 3. Ситуационный подход к управлению стоимостью предприятия..... | 96 |
| <i>3.1. Сущность и процесс ситуационного подхода к управлению стоимостью предприятия.....</i> | <i>96</i> |
| <i>3.2. Классификация ситуаций и разработка моделей управления стоимостью предприятия на основе ее взаимосвязи с управляемыми факторами</i> | <i>108</i> |

| | |
|--|------------|
| 3.3. Опыт управления стоимостью промышленного предприятия на основе ситуационного подхода..... | 140 |
| Глава 4. Стоимость компании и система корпоративного управления | 173 |
| 4.1. Корпоративное управление предприятий как объектов инвестирования | 173 |
| 4.2. Отражение информационной прозрачности в существующих рейтингах корпоративного управления..... | 201 |
| 4.3. Формирование рейтинговой оценки корпоративного управления на основе информационной прозрачности..... | 210 |
| 4.4. Рейтинговая оценка ярославских предприятий на основе информационной прозрачности корпоративного управления | 224 |
| 4.5. Взаимосвязь информационной прозрачности корпоративного управления, цены и стоимости инвестиционного капитала ярославских промышленных предприятий | 252 |
| Приложения..... | 262 |

Введение

Предлагаемая читателю монография включает результаты исследований по ряду проблем, составляющих научное направление «Управление инвестиционным капиталом промышленных предприятий», в рамках которого исследуются вопросы привлечения капитала предприятием и управления его использованием и, следовательно, измерения эффективности управления через рост стоимости предприятия.

Актуальность этой проблемы определяется, с одной стороны, недостаточной разработанностью в финансовой теории прикладных аспектов концепций управления стоимостью – отсутствием конкретных механизмов управления стоимостью, а также низкой ориентированностью менеджмента отечественных предприятий на открытый рынок капитала и рост стоимости, что обуславливает дефицит инвестиционного капитала и снижает конкурентоспособность российского бизнеса.

В монографии систематизированы факторы стоимости, представлена их взаимосвязь и взаимообусловленность. Особое внимание уделено цене капитала и денежным потокам как ключевым и одновременно наиболее проблемным в оценках факторам стоимости. Специфика состояния фондового рынка Российской Федерации вызывает трудности расчетов цены собственного капитала. Западные финансовые теории и практика оценки нуждаются в адаптации к российским условиям. В представленной работе предложены модели расчетов цены капитала и методики оценки премий за несистематические риски.

Цена капитала обсуждается также в контексте ее участия в оценке эффективности привлечения капитала через IPO. В данной работе решается задача выработки методики экономической эффективности публичного выпуска как проекта, требующего высоких единовременных и текущих затрат и связанного с разно-

образными изменениями в характеристиках компании – системе корпоративного управления, цене и структуре капитала, масштабах и эффективности деятельности, рентабельности капитала. При этом авторы в качестве критерия эффективности проекта «IPO» рассматривают экономическую прибыль, характеризующую возрастание стоимости предприятия.

Представленная монография включает результаты исследования в области теории управления стоимостью промышленных предприятий через ситуационный подход, основанный на изучении взаимосвязей факторов стоимости с ее ростом, моделировании ситуаций как определенных состояний внутренней и внешней среды, вызывающих негативные изменения стоимости. Прикладной аспект исследования представлен разработкой содержания процесса управления стоимостью и сценариев преодоления этих изменений. Авторы полагают, что данное исследование является определенным этапом в исследовании проблемы управления стоимостью на основе сбалансированной системы показателей (BSC), поскольку содержит как концептуальные положения ситуационного управления стоимостью, так и модели количественных взаимосвязей стоимости, причем не только с ключевыми показателями стоимости предприятия (финансовыми), но и с показателями бизнес-процессов (выручкой и затратами). В известных нам научных публикациях по данным вопросам эта взаимосвязь обсуждается лишь в обобщенно-постановочном, а не конкретно-прикладном плане.

Цена капитала и стоимость предприятия в значительной степени определяются уровнем информационной открытости корпоративного управления, чрезвычайно низким на российских предприятиях. Известные методики измерения уровня корпоративного управления с целью информирования инвесторов о привлекательности бизнеса для вложения отличаются недостаточной корректностью, что предопределило содержание исследований, проведенных в области разработки рейтингов корпоративного управления через информационную прозрачность. Более того, показана количественная связь информационной непрозрачности промышленных компаний с ценой капитала и, как следствие, с

потерей стоимости компании ввиду информационной закрытости.

В монографии представлена апробация разработанных в ходе проведенных исследований методических положений на примерах и материалах ярославских промышленных компаний, что позволило сформировать конкретные рекомендации по совершенствованию их деятельности.

Монография включает результаты исследований доктора экономических наук, профессора Е.Г. Патрушевой (введение, п. 1.1, 1.5, гл. 2, п. 3.2, 4.4), кандидата экономических наук, старшего преподавателя Д.Ю. Брюханова (гл. 4), аспиранта Д.А. Белкина (п. 1.2, 1.3, 1.4, гл. 3). Исследования выполнены под руководством доктора экономических наук, профессора Е.Г. Патрушевой.