

5  
На правах рукописи

НГУЕН ЧОНГ ЗЬОНГ

**МОДЕЛИРОВАНИЕ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ  
ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИХ СТРУКТУР РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН  
(НА ПРИМЕРЕ СОЦИАЛИСТИЧЕСКОЙ РЕСПУБЛИКИ ВЬЕТНАМ)**

Специальность: 08.00.05 – Экономика и управление народным  
хозяйством (предпринимательство);  
08.00.14 – Мировая экономика

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук



2009 г.

Диссертация выполнена на кафедре оценки и управления собственностью государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Государственный университет управления»

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
Бусов Владимир Иванович

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук, доцент  
Аксенов Александр Петрович  
кандидат экономических наук  
Баитов Анатолий Валерьевич


Ведущая организация: Всероссийская государственная налоговая академия  
Министерства финансов Российской Федерации

Защита состоится « 9 » декабря 2009 года в 14 часов на заседании диссертационного совета Д 212.049.06 в Государственном университете управления по адресу: 109542, Москва, Рязанский проспект, д.99, зал заседаний Ученого совета

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета управления

Автореферат разослан « 6 » ноября 2009 г.

Ученый секретарь  
Диссертационного совета, д.э.н., доцент

 Родина И.Б.

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Обеспечение не только выживания, но и конкурентоспособности современных предпринимательских структур в развивающихся странах во многом определяется возможностью их адаптации к условиям динамично изменяющейся внешней среды, а значит, находится в прямой зависимости от их способности к непрерывному развитию и совершенствованию. При этом важнейшей составляющей является постоянный приток инвестиционных средств, который можно обеспечить только через создание эффективного механизма управления инвестиционным процессом, адекватного происходящим переменам. Необходимость решения данной проблемы привела к возникновению новой концепции менеджмента - концепции управления стоимостью предприятий (бизнеса), поставившей во главу угла ее максимизацию в интересах собственника (акционера).

Переход на новую концепцию менеджмента потребовал, прежде всего, теоретического осмысления этого нового явления в практике менеджмента, а также решения ряда методических и организационных проблем, связанных с определением параметров стоимости, факторов, влияющих на ее величину, а также с построением эффективной системы управления деятельностью предпринимательских структур, ориентированной на максимизацию стоимости их бизнеса. Причем в силу относительной новизны стоящих проблем для развивающихся экономик, они до сих пор не нашли окончательного решения, вследствие чего используются зарубежные модели управления стоимостью предприятий различных форм собственности и отраслей экономики.

Став заметным явлением в зарубежной науке и практике, новая концепция менеджмента обратила на себя внимание и вьетнамских ученых и специалистов. Более того, во Вьетнаме уже стали появляться компании, для которых ориентация на рост стоимости бизнеса из разряда теоретических изысканий перешла в сферу реальной практической деятельности. Однако ситуация в развивающихся странах с их неразвитыми рынками, технической и технологической отсталостью промышленных предприятий создает значительные трудности для внедрения системы управления стоимостью. Во многих случаях подходы к определению величины стоимости и управлению ею, показавшие высокую эффективность за рубежом, оказываются неприемлемыми для практики в развивающихся странах и требуют серьезной адаптации.

**Степень разработанности проблемы.** Как показал проведенный обзор литературы, проблемы управления стоимостью бизнеса находятся в настоящий момент в центре внимания многих российских и зарубежных исследователей. В работах Ф. Модильяни, М. Миллера, Т. Коупленда, Т. Колера, Д. Мурина, Р. Экклза, Р. Герца, М Кигана, Д. Филлипса, А. Аксенова, В. Бусова, С. Валдайцева, И. Егерева, В. Рутгайзера, М. Федотовой и ряда других ученых рассматриваются вопросы

формирования концепции управления стоимостью бизнеса, методические аспекты ее оценки, определяются условия успешного внедрения системы управления стоимостью в практику управления различными хозяйственными системами.

Значительная часть исследований посвящена выявлению факторов стоимости предпринимательских структур (предприятий и организаций, ориентированных на получение прибыли) и изучению механизма их воздействия на динамику этого показателя. В частности разработан ряд моделей оценки стоимости бизнеса в зависимости от состояния факторов внешней и внутренней среды предпринимательских структур. Это – линейная информационная динамика Ольсона, модели в рамках концепции ЕВО Фельхмана-Ольсона, Бакши-Чана, Блэка-Штольца и ряд других.

Вместе с тем до сих пор отсутствует обоснованное доказательство преимуществ новой концепции менеджмента над действующими ранее. Не сложилось также определенного единства мнений, как по вопросам формулирования самой концепции, так и по вопросам ее практической реализации в плане разработки адекватных методов оценки и прогнозирования показателя стоимости, выделения ее факторов, учета отраслевой и страновой специфики, а также принципов построения эффективной системы управления стоимостью.

Особые трудности связаны с реализацией новой концепции управления применительно к развивающимся странам в целом и Вьетнама в частности. Действующие в зарубежной практике методы оценки практически не применимы в развивающихся экономиках, характеризующихся неразвитостью фондового рынка; ограниченностью накопленной информации о результатах функционирования компаний на фондовом рынке; особыми видами компетенций предприятий, оценка которых не укладывается в рамки традиционных подходов и т.д.

**Целью диссертационного исследования** является разработка методических основ построения эффективной модели управления стоимостью предпринимательских структур в развивающихся странах.

Для достижения цели в диссертации поставлены и решены следующие задачи:

- уточнить понятие стоимости предпринимательской компании с учетом специфики экономики развивающихся стран и кризисных ситуаций;
- определить методологические аспекты управления стоимостью предпринимательских структур в институциональной экономике;
- выявить влияние стадий жизненного цикла компании на элементы стоимостного управления;
- определить проблемы управления стоимостью предпринимательских структур в развивающихся экономиках и основные направления их решения;
- разработать модель оценки чувствительности стоимости компании к формирующим ее факторам;

– разработать методику моделирования управления стоимостью предпринимательских структур развивающихся стран и апробировать ее на примере вьетнамской компании.

**Предметом исследования** являются экономико-организационные отношения, возникающие между субъектами экономической деятельности в ходе управления стоимостью их бизнеса.

**Объект исследования** – предпринимательские структуры, рассматриваемые как объекты инвестирования и управления бизнесом.

**Методология и методы исследования.** Методологическую основу диссертации составили достижения экономической науки, социологии, теории управления, права, отраженные в трудах отечественных и зарубежных ученых в области финансов, инвестирования и управления стоимостью бизнеса. В ходе диссертационного исследования использованы законодательные и нормативно-правовые документы Российской Федерации и Социалистической Республики Вьетнам, годовые отчеты и официальные публикации по проблемам управления стоимостью, материалы научных конференций, а так же региональные и корпоративные статистические и аналитические материалы. Ряд методологических положений и выводов, содержащихся в диссертации, иллюстрирован расчетными таблицами и графическими схемами, подготовленными автором на основе статистических данных.

Совокупность используемой методологической базы и методов исследования позволила обеспечить достоверность и обоснованность выводов и практических решений.

**Научная новизна исследования** состоит в разработке методики формирования экономико-организационной модели управления стоимостью предпринимательских структур и построении экономико-математической модели оценки чувствительности стоимости к формирующим ее факторам, основанных на дополнении традиционного финансового подхода управленческим и учитывающих особенности бизнеса в развивающихся странах. Научная новизна базируется на информационной базе с использованием элементов современного моделирования.

**Научная новизна подтверждена следующими научными результатами, выносимыми на защиту:**

*в области предпринимательства:*

– обосновано определение понятия «стоимость предпринимательской структуры» как сложной системы ее взаимоотношений с внешней средой по поводу привлечения инвестиций для использования их с максимальной эффективностью, что позволяет выделить наряду с рыночной ценой объективный критерий оценки эффективности процесса управления стоимостью бизнеса (с.12-15);

– выявлено влияние институциональной среды на управление стоимостью предпринимательских структур и определены направления использования в нем

институционального подхода, что создает предпосылки для построения эффективных и сбалансированных систем управления стоимостью бизнеса, в которых учитываются как экономические, так и неэкономические факторы (с. 31 – 44)

– определено влияние стадий жизненного цикла предпринимательских структур на формы и методы управления их стоимостью, предложена структура цикла управления ее созданием (с. 64 – 74);

– определены особенности управления стоимостью предпринимательских структур в кризисных ситуациях и обоснованы методы использования инвестиционной, ликвидационной и утилизационной стоимости их бизнеса в антикризисном управлении (с. 77 – 86);

– доказана необходимость расширения состава факторов, учитываемых в процессе управления стоимостью предпринимательских структур, за счет включения в него наряду с финансовыми результатами факторов его потенциала, состояния отрасли и качества разрабатываемых стратегий, что позволяет не только констатировать достижение тех или иных финансовых результатов, но и выявить их источники (с.36-39);

– разработана экономико-математическая модель оценки чувствительности стоимости предпринимательских структур к формирующим ее факторам, с учетом взаимозависимостей между ними, т.к. для эффективного управления стоимостью бизнеса помимо необходимости выявления факторов, влияющие на результат деятельности, необходимо оценивать, какие из факторов вносят наибольший вклад в формирование стоимости (с. 114-121);

#### *в области мировой экономики*

– определены особенности, проблемы и возможности использования теории и опыта управления стоимостью предпринимательских структур развитых стран в экономике развивающихся стран и, прежде всего во Вьетнаме (с. 46 -62, 89 – 108);

– предложена и апробирована во вьетнамской корпорации «Lilama Corporation» методика формирования экономико-организационной модели управления стоимостью предпринимательских структур развивающихся стран, основанная на дополнении традиционного финансового подхода управленческим, что позволяет включить в процесс разработки и реализации управленческих решений наиболее значимые факторы внутренней и внешней среды и обеспечить ориентацию всех функциональных областей деятельности компании на максимизацию ее стоимости и учет особенностей экономики данной страны (с. 130-134, 140 – 162).

**Теоретическая и практическая значимость** работы определена тем, что она представляет собой самостоятельное и завершенное научное исследование одной из актуальных проблем современности. Работа содержит теоретические положения и методические подходы, которые могут составить основу совершенствования действующих моделей управления современными промышленными предприятиями.

Теоретические и практические положения и выводы исследования могут быть использованы в учебном процессе при подготовке учебных дисциплин «Управление стоимостью бизнеса», «Стратегический менеджмент», «Антикризисное управление», «Финансовый менеджмент» для студентов, обучающихся экономическим специальностям, и руководителями промышленных предприятий.

**Обоснованность и достоверность полученных результатов** обеспечивается методологией проведенного исследования, базирующейся на системном и комплексном подходах к предмету исследования, использованием официальных, в том числе статистических, архивных источников, федеральных и ведомственных нормативно-правовых документов, результатов научных исследований отечественных и зарубежных ученых по данной проблематике.

Выводы диссертации базируются также на анализе материалов научных и научно-практических конференций и семинаров.

#### **Внедрение и апробация результатов исследования.**

Результаты исследований автора, выраженные в конкретных методиках, могут быть использованы: в разработке программ и мероприятий по формированию систем управления стоимостью предпринимательских структур развивающихся стран.

Разработанные автором экономико-математическая модель оценки чувствительности стоимости предпринимательских структур к формирующим ее факторам и методика формирования экономико-организационной модели управления стоимостью могут быть использованы в процессах совершенствования управления бизнесом.

Материалы диссертации использовались в подготовке программ и лекций учебных дисциплин «Оценка бизнеса», «Стратегический менеджмент», «Управление стоимостью компании» «Реструктуризация предприятий» ВУЗов. Результаты исследования докладывались на 23-ей Всероссийской конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления-2008», г. Москва, 2009 г., международной научно-практических конференциях: «Актуальные проблемы управления - 2008», г. Москва, 2008 г..

**Структура и логика изложения работы** определены с учетом цели и задач исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы. Общий объем машинописного текста составляет 176 листов, в том числе 8 таблиц и 9 рисунков

#### **Содержание**

##### **Введение**

Глава 1. Теоретические аспекты управления стоимостью предпринимательских структур

1.1. Теоретико-методологические основы формирования стоимости предпринимательских структур

1.2. Методологические аспекты управления стоимостью предпринимательских структур в институциональной экономике

1.3. Стоимость бизнеса как эффективный критерий управления деятельностью предпринимательских структур

Глава 2. Анализ проблематики управления стоимостью предпринимательских структур развивающихся стран

2.1. Влияние стадий жизненного цикла компании на элементы стоимостного управления

2.2. Особенности управления стоимостью компании в кризисных ситуациях

2.3. Специфика и проблемы управления стоимостью вьетнамских предпринимательских структур.

Глава 3. Разработка механизма управления стоимостью предпринимательских структур развивающихся стран

3.1. Разработка экономико-математической модели оценки чувствительности стоимости бизнеса предпринимательских структур к формирующим ее факторам

3.2. Методические основы формирования организационно-экономическая модели управления инвестиционной стоимостью компании в развивающихся странах

3.3. Апробация методики формирования модели управление стоимостью компании развивающихся стран (на примере вьетнамской корпорации «Lilama Corporation»)

Заключение

Список использованной литературы

## **2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

*Во введении* обоснована актуальность темы диссертационного исследования, сформулированы цели и задачи его проведения, определена теоретико-методологическая основа, показана научная новизна и практическая значимость полученных результатов.

*В первой главе диссертации* «Теоретические аспекты управления стоимостью предпринимательских структур» дана краткая характеристика товара и стоимости как экономических категорий; рассмотрены характеристики и свойства компании как товара; рассмотрены основные виды стоимости предпринимательских структур (их бизнеса), рассмотрена эволюция концепций управления стоимостью в мировой теории и практике.

В диссертации показано, что, концепция управления стоимостью позволяет объяснить причины перелива капитала из одной компании, отрасли, страны в другую. Капитал - самовозрастающая величина, поэтому его стоимость должна постоянно увеличиваться. Если стоимость капитала не возрастает, то его собственники принимают решение о новой сфере его приложения, в которой эта



стоимость будет создаваться. Руководство любой предпринимательской структуры должно понимать, что она находится в постоянной конкурентной борьбе с другими хозяйствующими субъектами за капитал инвесторов и, если данная структура не может обеспечивать приемлемого для инвесторов роста капитала, она лишается этого ресурса, без которого невозможно ее дальнейшее функционирование.

Отправной точкой анализа служит доскональное изучение текущей рыночной стоимости данной предпринимательской структуры. Затем оцениваются ее фактическое и потенциальное значения с учетом внутренних улучшений деятельности, основанные на ожидаемых денежных потоках. На следующем этапе прогнозируется «внешняя», продажная стоимость данной структуры и возможности ее увеличения посредством финансового конструирования. Все оценки соотносятся со стоимостью компании на фондовом рынке, и тогда становится очевидна потенциальная выгода для заинтересованных лиц после проведения реструктуризации. Несмотря на то, что в развивающихся странах стратегические цели многих компаний соответствуют направлению данной концепции, в полной мере сейчас она не может быть задействована, прежде всего, потому, что текущая рыночная стоимость предпринимательских структур очень редко отражает ее реальное значение. Тем не менее, интерес к указанной концепции управления в этих странах возрастает, т. к. в ее основе лежит понимание того, что для акционеров (владельцев предприятий и организаций) первостепенной задачей является увеличение их финансового благосостояния в результате эффективной эксплуатации объектов владения. При этом рост благосостояния акционеров измеряется не объемом введенных мощностей, количеством нанятых сотрудников или оборотом компании, а ее рыночной стоимостью и ростом прибыли на вложенный капитал.

Целью управления стоимостью предпринимательских структур является их устойчивая работа и динамичное развитие в условиях рыночной экономики, обеспечение платежеспособности, инвестиционной и социальной привлекательности, а в итоге – рост их рыночной стоимости, повышение конкурентоспособности, с одной стороны, и развитие социально-экономической сферы региона, где они осуществляют свою деятельность, – с другой.

В диссертации на основе анализа международного опыта и специальной литературы определены основные этапы внедрения системы управления стоимостью:

1. Определение точки отсчета или даты, на которую определяется рыночная стоимость компании. Как правило, это будет ближайшая отчетная дата, на которую уже оформлены сведения о ее деятельности;

2. Определение схемы влияния основных факторов стоимости данной компании;

3. Создание системы оценки управленческих решений, где определяется характер и степень воздействия того или иного решения на благосостояние акционеров, вклад менеджмента в создание стоимости;

4. Анализ вклада подразделений в стоимость компании;

5. Формирование системы оперативного контроля и периодической оценки стоимости компании, которая является новой точкой отсчета процесса управления.

Исследования автора опыта различных по организационно-правовой форме и собственности предпринимательских структур показывают, что применение концепции управления стоимостью не только способно дать результаты, связанные с улучшением финансового состояния компании, но и одновременно поддерживает ее надежный имидж у акционеров, потенциальных инвесторов и потребителей.

Однако, любой процесс развития подразумевает усложнение структуры и качественное изменение как составляющих это явление элементов, так и взаимосвязей между ними. Применительно к предпринимательским структурам это выражается в преобразовании его институциональной среды – совокупности основополагающих политических, социальных и юридических правил, образующих базу для производства, обмена и распределения.

В институциональной экономике приоритетными задачами формирования механизмов управления стоимостью являются развитие внутрикорпоративной институциональной среды и разработка механизмов адаптации деятельности компании к внешней институциональной среде. Их решение требует использования системного подхода и формирования целостной системы управления стоимостью компании. Исходя из этого в диссертации показано, что система управления стоимостью образует четыре уровня:

1. Принятия управленческих решений – уровень воздействия отдельного менеджера или группы менеджеров в рамках отдельного вопроса, проблемы;

2. Сфер компетенции - уровень приобретенных знаний, наработанных компанией навыков и умений;

3. Факторов стоимости - уровень объективно сложившихся условий создания стоимости, сгруппированных по функциональному признаку, в рамках отдельно взятого вида или видов деятельности, или национальной экономики в целом;

4. Стоимости - наивысший уровень системы, где на основе единого определения и критерия измерения стоимости оценивается эффективность и результативность функционирования хозяйственной системы.

В представленном виде уровни системы выстраиваются в логическую последовательность. Принятие текущих управленческих решений менеджерами стратегически определено выбором ключевых сфер компетенции всей компании. Выбор ключевых сфер компетенции компании, в свою очередь, определяется на основании их потенциала воздействия на факторы стоимости на рынке ее продукции.

В диссертации определены преимущества и недостатки использования в управлении стоимостью предпринимательских структур модели оценки долгосрочных активов У. Шарпа и Дж. Литнера (известную как CAPM – Capital Asset Pricing Model), методики расчета показателя экономической прибыли EVA (Economical Value Added), разработанной компанией Stern Stewart&Co, модели EBO (Edward - Bell - Olson), подхода, базирующегося на дисконтировании экономической прибыли. Чтобы выявить преимущества и недостатки использования отдельных показателей в качестве критериев управления стоимостью предпринимательских структур, автором предлагается сравнить между собой выручку (S), прибыль (P), рентабельность активов (ROA) и продаж (ROS), их динамику и стоимость бизнеса. Из всего перечня показателей выбираются два, после чего второй показатель выражается через первый. В результате можно сделать выводы о том, какой из показателей является предпочтительней. На рис. 1 показана взаимосвязь выбранных показателей.

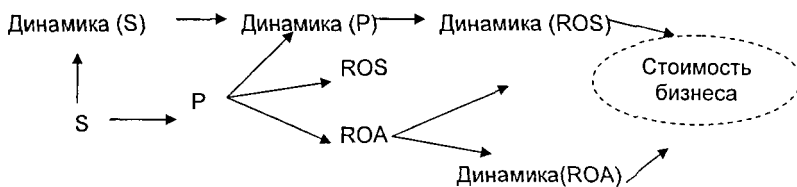


Рис. 1. Взаимосвязь показателей

Движение в направлении, указанном стрелкой означает переход от менее предпочтительного показателя к более предпочтительному. Вершина «стоимость бизнеса» является конечным показателем, использование которого наиболее предпочтительно в качестве критерия деятельности.

В диссертации показано, что наибольший интерес для решения задач, поставленных в исследовании автора, представляет концепция А. Дамодарана, опирающейся на то, что бета-коэффициенты, а также премия за риск инвестирования в акции, рассчитанные по статистике американского фондового рынка, справедливы и для развивающихся рынков с учетом поправок на страновой риск. Отсюда формула расчета требуемой доходности для Вьетнама выглядит следующим образом:

$$R = R_f + \beta * (R_m - R_f) * d + S$$

где  $R_f$  - безрисковая ставка дохода для вьетнамского рынка, рассчитанная как доходность государственных облигаций Вьетнама;

$R_f$  - безрисковая ставка дохода для американского рынка, рассчитанная как доходность государственных облигаций США;

$R_m$  - доходность американского рынка в целом;

d - отношение волатильности вьетнамского фондового рынка к волатильности американского фондового рынка. Данный множитель позволяет отразить в ставке дисконтирования страновую составляющую риска инвестиций во вьетнамские предприятия;

S - премия за риск инвестирования в конкретную компанию.

Историческая волатильность фондового рынка представляет собой волатильность основного фондового индекса страны, например для Вьетнама - это индекс VN, для США индекс Доу-Джонса. Волатильность индекса рассчитывается по формуле стандартного отклонения натурального логарифма изменения цены.

На основании данного предположения упрощается процедура определения коэффициентов дисконтирования денежных потоков. Однако американский рынок не является показателем зависимости систематического риска и не может быть использован для сравнения.

*Во второй главе диссертации «Анализ проблематики управления стоимостью предпринимательских структур развивающихся стран»* определяются признаки, на основании которых можно отнести компанию к той или иной стадии жизненного цикла и соотнести их с основными функциями стоимостного управления; уточняются функций стоимостного управления; рассматриваются стадии жизненного цикла компании в зависимости от изменения ее доходов, определяются структура цикла управления стоимостью, внутренние механизмы корпоративного управления стоимостью вьетнамских компаний, обосновывается необходимость использования в управлении стоимостью инвестиционной, ликвидационной и утилизационной ее форм.

Для решения задач диссертации, все стадии жизненного цикла предпринимательских структур рассмотрены автором с учетом особенностей развивающейся экономики. Например, при создании организации руководство часто ставит слишком глобальные цели, недостижимые на ранних стадиях жизненного цикла в развивающейся стране, т. к. для их осуществления нужны ресурсы, а ими развивающаяся экономика не обладает.

Цикл управления предпринимательской структурой на основе стоимостной оценки бизнеса может быть представлен более подробно, с учетом специфики рассматриваемого критерия, которая заключается в возможности использования показателя стоимости бизнеса как для целей стратегического, так и текущего управления. Разработанная в диссертации структура цикла управления стоимостью предпринимательских структур представлена на рис. 2.

Она состоит из следующих этапов:

1. Определение текущей стоимости компании. На данном этапе определяется текущая рыночная стоимость ее бизнеса методами сравнительного (рыночного), доходного, имущественного (затратного) подходов;

2. Анализ внутренних и внешних факторов, позволяющих оценить альтернативные стратегии развития данной предпринимательской структуры;

3. Разработка альтернативных стратегий развития компании. На основе анализа внутренних и внешних конкурентных преимуществ разрабатываются возможные альтернативные стратегии развития бизнеса и оценивается его стоимость, которая может быть достигнута в результате реализации каждой из стратегий;



Рис. 2. Структура цикла управления стоимостью предпринимательских структур

4. Выбор предпочтительной стратегии развития предприятия на основе критерия максимизации стоимости бизнеса;

5. Разработка модели управления стоимостью компании на этапе реализации стратегии. На этапе текущего управления компании (этапе реализации приоритетной стратегии) необходимо детализировать все факторы, влияющие на достижение целей стратегии, а далее контролировать и отслеживать достижение запланированных значений и в случае возникновения отклонения, принимать управленческие решения по воздействию на факторы стоимости.

6. Реализация мероприятий по управлению стоимостью компании.

В развивающихся странах степень риска значительно выше, а защитный потенциал слабее, что создает угрозу возникновения кризисных ситуаций и может

привести к банкротству. Главная особенность управления стоимостью предпринимательских структур в условиях кризиса состоит в том, что оно направлено не на рост стоимости, а на ее сохранение. Это определяет специфику подхода к управлению, подбора инструмента и процедур воздействия на управляемый объект. Основные усилия при этом концентрируются на обеспечении самосохранения бизнеса и устранении причин кризиса, восстановлении платежеспособности, а в случае ликвидации - недопущении обесценения активов и бизнеса в целом.

Антикризисное управление предполагает проведение комплекса мероприятий по предварительной диагностике причин кризиса, состояния компании (стоимостная оценка) и разработке мер по преодолению кризисной ситуации в рамках досудебной санации или процедуры банкротства.

В процессе диагностики причин кризисных явлений определяются внешние и внутренние неблагоприятные условия, возможность их преодоления, необходимые для этого ресурсы и сроки. Предварительный анализ ситуации составляет основу формирования плана выхода из кризиса

Исследования автора показывают, что на кризисных предприятиях в процессе арбитражного управления, особенно на стадии конкурсного производства все большее применение находят инвестиционная, ликвидационная и утилизационная стоимости, которые в процессе управления стабильными предприятиями используется достаточно редко.

Инвестиционная стоимость как специальный вид стоимости может быть рассчитана с учетом:

- перспектив использования конкретных активов компании в производственно-технологическом процессе инвестора, в том числе нематериальных активов;

- эффекта экономии затрат при отказе от услуг сторонних организаций и альтернативного использования услуг кризисной предпринимательской структуры с оплатой ниже рыночных тарифов;

- антикризисных мер, предполагающих дополнительные инвестиции, которые будет осуществлять не типичный покупатель, а конкретный или потенциальный инвестор (группа инвесторов). Учет инвестиций и положительной отдачи на вложения в будущем даст положительную величину стоимости компании в настоящем, что позволит ей привлечь реальных инвесторов для выхода из кризисной ситуации. Инвестиционная стоимость как специальный вид стоимости имеет свою специфику, отличительные черты и методологию определения.

Разница между инвестиционной и ликвидационной стоимостью является критерием принятия обоснованных решений. Ее положительное значение указывает на то, что более значительный эффект достигается при реализации инвестиционного проекта, чем при ликвидации предпринимательской структуры. В

случае отрицательной разницы между величиной инвестиционной стоимости и стоимости, рассчитанной методом чистых активов, более приоритетным является ликвидация кризисной компании.

Особенности кризисных предпринимательских структур как объектов оценки обуславливают необходимость модификации и корректировки методов, используемых для оценки инвестиционной стоимости бизнеса. Так при расчете ставки дисконтирования необходимо учитывать как индивидуальные предпочтения инвестора, так и риски ликвидации компании.

В диссертации определены специфика и проблемы управления стоимостью вьетнамских предпринимательских структур. В основе управления стоимостью за рубежом лежат зрелые рынки, способные обеспечить действенные механизмы рыночного контроля над эффективностью работы компании и необходимые данные для сопоставительного анализа на протяжении более чем вековой истории. В отличие от вьетнамских предпринимательские структуры ведущих стран мира обладают высоким уровнем концентрации экономического потенциала, продолжительным опытом работы в условиях рынка; активно используют преимущества глобализации и научно-технического прогресса. В этой связи те компетенции, на которых концентрируют свое внимание зарубежные специалисты при управлении стоимостью компании, не могут быть использованы во вьетнамских условиях.

Степень разработанности проблемы управления стоимостью во Вьетнаме незначительна и большинство специалистов рассматривают ее на уровне общетеоретических представлений, ограничиваясь выделением этапов перехода на новую систему управления.

Внутренние механизмы корпоративного управления стоимостью вьетнамских компаний можно кратко охарактеризовать следующим образом. Ключевым конфликтом во вьетнамской модели корпоративного управления стоимостью является конфликт между контролирующими акционерами, одновременно являющимися топ-менеджерами компании, и миноритарными акционерами. Нарушения прав миноритарных акционеров во вьетнамской практике корпоративного управления - довольно типичное явление. Также необходимо отметить, что в период с 2001-2006 гг. степень концентрации собственности во вьетнамских компаниях усиливалась, так как стратегические акционеры активно участвовали в консолидационных процессах, наращивая контроль в целевых компаниях. Данное обстоятельство выразилось в значимом падении фри-флоата и соответственно ликвидности акций многих вьетнамских компаний. Среднее изменение фри-флоата в публичных компаниях различных отраслей вьетнамской экономики за последние пять лет составляло от 5 до 20% в зависимости от отрасли. Что касается типа собственника, то во вьетнамской практике корпоративного

управления доминируют два вида стратегических акционеров: (а) частные стратегические акционеры; (б) государство, как стратегический акционер.

По данным ведущих инвестиционных банков около 50% в терминах капитализации вьетнамских компании контролируется частными стратегическими акционерами. В то же время компании, которые формируют порядка 25% общей капитализации фондового рынка Вьетнама, контролируются государством. Таким образом, роль государства, как контролирующего акционера, во вьетнамской практике корпоративного управления стоимостью последовательно усиливается, в то время как эффективность прямого мониторинга государства, как субъекта корпоративного управления стоимостью, по мнению многих экспертов и аналитиков, достаточно сомнительна. Что касается эффективности других механизмов корпоративного управления стоимостью во Вьетнаме, необходимо выделить следующее:

1. Система вознаграждения не является эффективным механизмом управления стоимостью во вьетнамской модели. Применение опционных механизмов встречается редко, а ограничено узостью и несовершенством национального фондового рынка. Исследования показывают, что только 30% вьетнамских компаний имеют разработанную, утвержденную и применяемую систему вознаграждения сотрудников. При этом речь не идет об эффективности этих систем, а только лишь об их существовании в трети вьетнамских компаний;

2. Практика внутреннего и внешнего аудита представляет отдельную проблему. Отсутствие в советах директоров большинства вьетнамских компании комитетов по аудиту, функции которых подменяют дружественные или подконтрольные менеджменту Ревизионные комиссии, зачастую препятствует аудиторам проводить полноценные и качественные проверки. Независимость аудиторских проверок во вьетнамских компаниях также вызывает ряд серьезных и широко обсуждаемых вопросов.

3. Важное влияние политической среды на управление стоимостью, обнаруженное в США профессором Рое М. типично и для вьетнамской модели корпоративного управления. Политические риски выступали одним из наиболее существенных препятствий, останавливающим иностранных инвесторов осуществлять прямые инвестиции во вьетнамские компании.

4. Вьетнамская модель управления стоимостью бизнеса опирается преимущественно на механизм прямого контроля. Неэффективность распыленной собственности во Вьетнаме объясняется слабостью основных внутренних и внешних механизмов корпоративного управления. Вьетнамские советы директоров обычно лояльны менеджменту и часто не способны, либо не мотивированы защищать интересы миноритарных акционеров. Рынок корпоративного контроля не эффективен в исполнении дисциплинирующей функции. Правовая система не обеспечивает адекватной защиты интересов миноритарных акционеров, ввиду



недоработанности ряда основных законов и слабости механизма должного правоприменения. Несмотря на значительный прогресс, достигнутый в последние годы и связанный, прежде всего, с существенным улучшением практики корпоративного управления в ряде вьетнамских компаний, уровень корпоративного управления во Вьетнаме в целом остается достаточно низким. Исследование, проведенное инвестиционным банком ANZ Vietnam, показывает, что лидеры в практике корпоративного управления имеют существенно более высокие показатели темпов роста капитализации, чем в среднем по рынку, тогда как аутсайдеры растут в среднем на 15-20% медленнее. Данные исследования показывают, что за улучшением практики корпоративного управления стоимостью стоит реальный потенциал снижения недооцененности и увеличения стоимости.

В третьей главе диссертации «Разработка механизма управления стоимостью предпринимательских структур развивающихся стран» разработана экономико-математическая модель оценки чувствительности стоимости предпринимательских структур к формирующим ее факторам с учетом их взаимозависимостей; дополнена методика формирования организационно-экономической модели управления инвестиционной стоимостью компании в развивающихся странах с позиции внедрения в нее бизнес-единиц; приведена ее адаптация на примере вьетнамской корпорации «Lilama Corporation».

Для эффективного управления предприятием на основе управления его стоимостью помимо того, что необходимо выявить факторы, влияющие на результат деятельности, необходимо уметь оценивать, какие из факторов вносят наибольший вклад в формирование стоимости. Если все факторы расположить в порядке убывания степени влияния их изменений на конечную стоимость предприятия, то необходимо сконцентрировать внимание, прежде всего, на управлении теми из них, которые находятся в начале полученного ряда.

В основу подхода, позволяющего выявлять факторы, наиболее существенно влияющие на стоимость предпринимательских структур, может быть положен способ представления функции многих переменных посредством ее разложения в ряд Тейлора.

Формула Тейлора имеет место в том случае, если функция является непрерывной и достаточное число раз дифференцируема:

$$\Delta S = \sum_{k=1}^N \frac{1}{k!} \cdot d^k S + R_{N+1},$$

где:

$d^k S$  полный дифференциал  $k$ -го порядка функции  $S$ , который в символической записи имеет вид:

$$d^k S = \left( \frac{\partial}{\partial \hat{O}_1} \cdot d\hat{O}_1 + \dots + \frac{\partial}{\partial \hat{O}_n} \cdot d\hat{O}_n \right)^k \cdot S, k=1, \dots, N$$

$R_{N+1}$  - остаточный член в формуле Лагранжа:

$$R_{N+1} = \frac{1}{(N+1)!} \cdot d^{N+1} S(\hat{O}_{\text{нб}}),$$

где  $d^{N+1} S(\hat{O}_{\text{нб}})$  - полный дифференциал (N+1)-го порядка функции S, вычисленный в некой промежуточной точке  $\hat{O}_{\text{нб}} = (\hat{O}_1^{\text{нб}}, \dots, \hat{O}_n^{\text{нб}})$

В развернутом виде получим:

$$\begin{aligned} \Delta S &= dS + \frac{1}{2} d^2 S + \frac{1}{6} d^3 S + \dots + \frac{1}{N!} d^N S + R_{N+1} \\ dS &= \left( \frac{\partial}{\partial \hat{O}_1} \cdot d\hat{O}_1 + \dots + \frac{\partial}{\partial \hat{O}_n} \cdot d\hat{O}_n \right) \cdot S = \sum_{i=1}^n \frac{\partial S}{\partial \hat{O}_i} \cdot d\hat{O}_i \\ d^2 S &= \left( \frac{\partial}{\partial \hat{O}_1} \cdot d\hat{O}_1 + \dots + \frac{\partial}{\partial \hat{O}_n} \cdot d\hat{O}_n \right)^2 \cdot S = \sum_{i,j=1}^n \frac{\partial^2 S}{\partial \hat{O}_i \partial \hat{O}_j} \cdot d\hat{O}_i d\hat{O}_j \end{aligned}$$

где:  $\frac{\partial S}{\partial \hat{O}_i}$  - частные производные 1-го порядка функции S;  $\frac{\partial^2 S}{\partial \hat{O}_i \partial \hat{O}_j}$  - частные производные 2-го порядка функции S;  $d\hat{O}_i d\hat{O}_j$  - дифференциалы (приращения) переменных  $\hat{O}_i, \hat{O}_j$ .

Суть данного подхода заключается в следующем: поскольку стоимость представляет собой величину, зависящую от ряда факторов, то, придавая им малые относительные приращения, можно изменить величину стоимости.

Если в формуле Тейлора отбросить остаточный член  $R_{N+1}$ , получим приближенное равенство:

$$\Delta S \approx dS + \frac{1}{2} d^2 S + \frac{1}{6} d^3 S + \dots + \frac{1}{N!} d^N S$$

Погрешность « $\delta$ » приближенного равенства можно оценить с помощью остаточного члена:

$$\delta \leq \max |R_{N+1}| = \frac{1}{(N+1)!} \cdot \max |d^{N+1} S(\hat{O})|.$$

Оценку погрешности « $\delta$ » можно упростить, если ввести обозначения:

$$M_{ij} = \max \left| \frac{\partial^2 S}{\partial \hat{O}_i \partial \hat{O}_j}(\hat{O}) \right| \quad M = \max M_{ij}$$

Тогда получим:

$$\delta \leq \frac{M}{2} \cdot \sum_{i,j=1}^n |d\hat{O}_i| \cdot |d\hat{O}_j| = \frac{M}{2} \cdot (|d\hat{O}_1| + \dots + |d\hat{O}_n|)^2$$

Коэффициент перед приращением фактора показывает, какой будет реакция стоимости на изменение значения фактора, равное единице. При этом речь идет об абсолютных величинах. Недостатком данных коэффициентов является невозможность их сопоставления друг с другом вследствие того, что факторы, которым они соответствуют, имеют неодинаковую размерность.

Чтобы избавиться от указанного недостатка, связанного с различием в размерности, необходимо рассмотреть относительные величины:

$$\frac{\Delta S}{S} \approx \sum_{i=1}^n \frac{\partial S}{\partial \Phi_i} \cdot \frac{\Delta \Phi_i}{S} = \sum_{i=1}^n \frac{\partial S}{\partial \Phi} \cdot \frac{\Phi_i}{S} \cdot \frac{\Delta \Phi_i}{\Phi_i}$$

Тогда получим формулу:

$$\frac{\Delta S}{S} \approx \sum_{i=1}^n K_{\Phi_i} \cdot \frac{\Delta \Phi_i}{\Phi_i}$$

где  $K_{\Phi_i}$  - коэффициент чувствительности стоимости к фактору  $\Phi_i$ :

$$K_{\Phi_i} = \frac{\partial S}{\partial \Phi} \cdot \frac{\Phi_i}{S}$$

Таким образом, если среди  $\Phi_i$  есть зависимые переменные, то приращения  $\Delta \Phi_i$  нужно рассматривать не отдельно друг от друга, а с учетом связи между ними.

Рассмотрение случаев, когда между факторами стоимости существует какая-либо зависимость, является необходимым на наш взгляд, так как в этом случае вклад факторов в формирование стоимости может быть иным, нежели без учета взаимосвязи. Этот вклад может не только увеличиваться или уменьшаться (например, цена реализации единицы продукции и объем продаж), но и менять знак.

Таким образом, процедура управления стоимостью предпринимательских структур на этапе реализации стратегии (текущего управления) включает следующие этапы:

1. Построение факторной модели стоимости (предпочтительным методом доходного подхода) - построение иерархии факторов стоимости;
2. Анализ взаимного влияния факторов.
  - Выделение функциональных зависимостей между факторами
  - Выделение корреляционных зависимостей между факторами, в случае если прослеживается сильная связь между факторами, то выявленная зависимость включается в дальнейший расчет как функциональная; если не удастся выявить корреляционную зависимость между факторами или такая зависимость является слабо выраженной, то в этом случае в дальнейших расчетах считать, что связь между факторами отсутствует;
3. Расчет коэффициентов чувствительности стоимости к изменению каждого из факторов (с учетом выявленных взаимосвязей факторов)
4. Экспертным, ретроспективным или иным способом определение величин управляемости и изменчивости каждого из факторов;
5. Упорядочивание факторов стоимости по убыванию модуля значений

коэффициентов чувствительности соответствующих факторов, умноженных на изменчивость и управляемость ими. В отдельных случаях в целях упрощения процедуры упорядочение можно проводить по модулю коэффициентов чувствительности;

6. Для каждого отобранного фактора в зависимости от знака коэффициента чувствительности разработка рекомендаций по направлению и степени воздействия на него в случае отклонения фактических значений показателей от запланированных.

Однако в ряде случаев управление стоимостью компании затруднено в связи с ее размером. Особенно это касается холдинговых компаний. Компания может управлять рядом предприятий, при этом не обязательно все они принадлежат к одной отрасли. С целью управления стоимостью компании наиболее рационально разделить ее деятельность на бизнес-единицы. Они определяются как отдельные экономические объекты, практически не взаимодействующие ни с какой другой частью компании. В принципе, любая бизнес-единица может быть выделена в отдельное самостоятельное предприятие или продана другой компании. В качестве бизнес-единицы могут выступать отдельные предприятия и организации, входящие в состав компании; цехи предприятия, выпускающие однородную продукцию; отдельные подразделения компании (например, информационное, сбытовое, снабженческое и т.д.).

Поскольку каждую бизнес-единицу можно выделить в отдельное предприятие, предпринимательскую структуру, то стоимость компании может быть рассчитана следующим образом:

$$CK = \sum_{k=1}^n CK_k$$

где:  $CK_k$  - стоимость собственного капитала  $k$ -ой отдельной бизнес-единицы;  $n$  - номер бизнес-единицы.

Разделение компании на бизнес-единицы, совокупная стоимость которых образует стоимость всей компании, позволяет разбить задачу управления стоимостью компании на подзадачи управления стоимостью каждой бизнес-единицы. Такое разбиение основной задачи на подзадачи более низкого уровня значительно упрощает модель управления стоимостью компании, ведет к уменьшению объема исходной информации и способствует облегчению процесса управления. Выделение бизнес-единицы позволяет сократить размерность модели финансового управления, выделить перспективные и неперспективные направления деятельности, выявить наиболее значимые факторы стоимости. Стоимость каждой деловой единицы представляет собой фактор стоимости компании первого порядка. Поскольку стоимость компании разбивается на стоимости ее бизнес-единиц, то для облегчения построения финансовой модели в диссертации анализируется только одна бизнес-единица, которая рассматривается как отдельная предпринимательская структура.

Управление стоимостью бизнес-единицы нацелено, с одной стороны, на повышение денежного потока в каждый момент деятельности фирмы, с другой - на

снижение уровня риска получения данного потока, т.е. на снижение ставки дисконтирования денежного потока. Кроме того, большое значение имеет и время получения денежного потока. На стоимость компании помимо генерирующих денежный поток активов влияет также наличие избыточных активов и недостатка (избытка) собственного оборотного капитала. Чистый денежный поток, время его получения, ставка дисконтирования, величина избыточных активов и недостаток (избыток) собственного оборотного капитала являются факторами стоимости второго порядка.

Факторами третьего порядка являются рентабельность активов, структура капитала, изменение собственных оборотных средств и амортизационные отчисления. В свою очередь, на чистую прибыль влияют выручка от реализации, себестоимость произведенной продукции, налог на прибыль; на изменение собственных оборотных средств – оборачиваемость дебиторской и кредиторской задолженностей, запасов и денежных средств. Они составляют факторы стоимости компании четвертого порядка. Наконец, выручка от реализации зависит от цены и количества проданных товаров, а себестоимость – от соотношения переменных и постоянных затрат.

Прежде всего, определяется бизнес-единица, стоимость которой необходимо увеличить. Далее устанавливается зависимость стоимости данной бизнес-единицы от факторов второго уровня и т.д. В результате определяется тот фактор, который нельзя разделить на факторы более низкого уровня. Именно на него должно быть направлено управленческое решение.

Проведенное исследование инструментов оценки эффективности инвестиционных проектов показало, что в рамках инвестиционной деятельности по управлению стоимостью компании в качестве показателя эффективности инвестиционных проектов следует использовать именно ее рыночную стоимость. Проект следует принять, если рыночная стоимость всей компании увеличивается. В случае альтернативности проектов следует принять тот из них, осуществление которого приводит к большему росту стоимости компании. Особой формой инвестиционного проекта являются сделки слияния и поглощения. Критерием эффективности данных сделок является рост совокупной стоимости компании по сравнению с суммой стоимостей объединяющихся компаний. Повышение стоимости компании достигается также в случае продажи избыточных активов.

*В заключении* подводятся итоги проведенного исследования, делаются выводы и предложения направленные на решение проблем, поднимаемых в работе.

*Основные положения диссертационного исследования нашли отражение в следующих публикациях автора:*

1. Нгуен Ч.З. Роль и место деловых единиц в модели управления стоимостью компании. В сб. «Иновации и инвестиции», № 3, 2009 г. (0,35 п.л.).

---

Подп. в печ. 05.11.2009.

Формат 60x90/16.

Объем 1,0 п.л.

Бумага офисная.

Печать цифровая.

Тираж 50 экз.

Заказ № 846

---

ГОУВПО «Государственный университет управления»

Издательский дом ГОУВПО «ГУУ»

109542, Москва, Рязанский проспект, 99, Учебный корпус, ауд. 106

Тел./факс: (495) 371-95-10, e-mail: [diric@guu.ru](mailto:diric@guu.ru)

[www.guu.ru](http://www.guu.ru)