

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Кузнецова Анастасия Александровна

**РАЗВИТИЕ СИСТЕМЫ
ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ
СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИЙ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Лукаевич Игорь Ярославович,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2021

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать учёные степени кандидата наук, учёные степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 22 сентября 2021 г. в 13:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, Москва, ГСП-3, Ленинградский проспект, д. 49, комн. 200 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Лукаевич И.Я., д.э.н., профессор;
учёный секретарь – Лосева О.В., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Козырь Ю.В., д.э.н.;
Косорукова И.В., д.э.н., профессор;
Львова Н.А., д.э.н., доцент;
Морозко Н.И., д.э.н., профессор;
Стерник С.Г., д.э.н., профессор;
Федотова М.А., д.э.н., профессор;
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;
Чараева М.В., д.э.н., доцент;
Якупова Н.М., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 10 июня 2021 г.

Учёный секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101

Лосева Ольга Владиславовна

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Современная среда функционирования бизнеса отличается высокой динамичностью и сложностью. Эти условия деятельности компаний определяют необходимость развития и трансформации существующих подходов к финансовому управлению и его ориентации на достижение долгосрочных стратегических целей, таких как максимизация стоимости бизнеса. При этом достижение стратегической цели возможно только при наличии эффективной системы управления стоимостью и непрерывного развития ее элементов. Концепция управления на основе стоимости с философией повышения благосостояния владельцев компании и других заинтересованных сторон путем создания для них дополнительных ценностей достаточно широко используется в большинстве развитых стран.

Одним из ключевых факторов успеха компании, стремящейся к росту стоимости, является наличие комплексной системы финансового управления стоимостью, учитывающей специфику ее деятельности. Система финансового управления стоимостью компаний добывающего сектора имеет особо важное значение в связи с их существенным вкладом в ВВП страны.

Актуальность эффективного управления стоимостью компании непрерывно возрастает ввиду глобализации, значительного усложнения бизнес-среды, появления новых рисков, ускорения научно-технического прогресса, а также в связи с необходимостью дальнейшего развития и совершенствования системы финансового управления стоимостью добывающих компаний с целью достижения ее роста.

Все это приводит к усложнению процессов и системы финансового управления стоимостью компании, которые нуждается в совершенствовании и адаптации к внешним и внутренним условиям хозяйственной деятельности.

Степень разработанности темы исследования. Теоретические вопросы концепции управления стоимостью исследовались в работах Р. Брейли, С. Майерс, М. Миллер, Ф. Модильяни, М. Дженсен, С. Росс, Ш. Титман, Р. Акофф, Ф. Котлер, и другие. Российский опыт управления стоимостью освещен в трудах М.А. Федотовой, Т.В. Тазихиной, С.Н. Мордашова, И.В. Ивашковской,

А.Г. Грязновой, В.А. Щербакова, В.И. Бусова, А.В. Гуковой, С.В. Валдайцева и других.

Работы этих и других авторов посвящены различным аспектам оценки стоимости, выявлению влияющих на нее факторов, разработке соответствующих методов и моделей. Однако многие аспекты эффективного управления стоимостью бизнеса требуют дальнейшей проработки и развития.

В этой связи представляется необходимым дальнейшее развитие системы финансового управления стоимостью и ее ключевых элементов, в том числе адекватных показателей, моделей оценки, рекомендаций по развитию и методик внедрения.

Цель исследования состоит в теоретическом обосновании подходов к развитию системы финансового управления стоимостью компании и ее ключевых элементов, а также в разработке методических и практических рекомендаций для ее реализации в компаниях добывающего сектора.

Для достижения цели исследования были поставлены следующие **задачи**:

- 1) раскрыть сущность понятия системы финансового управления стоимостью, выявить и классифицировать ее ключевые элементы;
- 2) классифицировать показатели стоимости добывающей компании и определить их связь с ее стратегическими целями;
- 3) предложить модель оценки эффективности управления стоимостью добывающей компании, учитывающей финансовые и нефинансовые факторы;
- 4) разработать модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса; предложить показатель, характеризующий качественный рост стоимости компаний добывающего сектора с учетом особенностей их деятельности и потенциала;
- 5) предложить стратегическую карту для компании добывающего сектора, целью которой является максимизация стоимости;
- 6) разработать поэтапную методику внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании; апробировать методический инструментарий управления стоимостью на действующих компаниях добывающего сектора экономики.

Объектом исследования являются компании добывающей отрасли, реализующие принципы стоимостного управления.

Предмет исследования – система финансово-экономических отношений, возникающих в процессе финансового управления стоимостью добывающей компании.

Область исследования соответствует п. 3.5. «Управление финансами хозяйствующих субъектов: методология, теория; трансформация корпоративного контроля», п. 3.6. «Отраслевые финансы» Паспорта научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

Методология и методы исследования. Теоретическую базу представляют ключевые положения концепции управления стоимостью, разработанные российскими и зарубежными учеными. Для решения поставленных задач использованы методы - экспертной оценки, финансового и статистического анализа, классификации и системного подхода.

Информационную базу исследования составили законодательные и нормативные акты Российской Федерации, труды отечественных и зарубежных ученых, а также периодические издания и материалы конференций, финансовая отчетность российских добывающих компаний.

Научная новизна исследования заключается в развитии теоретических и методических положений финансового управления стоимостью российских добывающих компаний и разработке методического инструментария, направленного на достижение ее роста.

Положения, выносимые на защиту:

1) Раскрыта сущность понятия «система финансового управления стоимостью компании»; выявлены и классифицированы ее ключевые элементы: объекты и субъекты, система показателей оценки, модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании, стратегическая карта целей, методика внедрения системы управления стоимостью (с. 12-15).

2) Предложены классификация и методика выбора показателей стоимости по признаку соответствия стратегическим целям добывающей

компании, позволяющая решить проблему их разнонаправленности с точки зрения целей и задач управления стоимостью. Выделенные показатели объединены в следующие блоки: показатели прибыльности, показатели стоимости, финансовые и операционные показатели, показатели конкурентных преимуществ, показатели персонала. Каждому показателю стоимости соответствует стратегическая цель, позволяющая осуществить его выбор в зависимости от положений стратегии компании. Реализация запланированных с помощью системы показателей процессов и инициатив, по сути, представляет собой реализацию стратегии максимизации стоимости (с. 63-70).

3) Разработана модель оценки эффективности управления стоимостью добывающей компании, учитывающая финансовые (*себестоимость к выручке, амортизация к совокупным расходам и другие*) и нефинансовые (*уровень износа основных активов, квалификация кадров и другие*) факторы. Предлагаемая модель позволяет произвести анализ и оценку управленческой деятельности, направленной на рост стоимости бизнеса на основе рейтинговой системы оценки (с. 77-81).

4) Предложена модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса. Предлагаемая модель учитывает прирост стоимости от принятия управленческих решений. Разработан индекс устойчивого роста добывающей компании, являющийся комплексным показателем для оценки качественного роста стоимости компаний добывающего сектора и учитывающий основной драйвер их роста – рентабельность продажи одной тонны добытого сырья (с. 81-85).

5) Предложена стратегическая карта целей добывающей компании, направленная на достижение роста стоимости, представляющая собой систему задач, соответствующих выбранной стратегической цели, а также стратегических инициатив – шагов, направленных на достижение цели, и позволяющая решать задачи стратегического управления, нацеленного на максимизацию стоимости бизнеса. Предлагаемая карта является развитием подхода Д. Нортона и Р. Каплана путем добавления к четырем перспективам (финансы, клиенты, процессы,

обучение и рост) пятой перспективы – конъюнктура рынка и риски компании (с. 55-57).

б) Разработана методика внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании. Предлагаемая методика представляет собой поэтапный план внедрения системы финансового управления стоимостью в компаниях добывающего сектора, целью которого является рост стоимости бизнеса (с. 89-95).

Теоретическая значимость работы заключается в раскрытии сущности понятия «система финансового управления стоимостью компании», выявлении ее ключевых элементов, предложенной классификации показателей и методик их расчета.

Практическая значимость работы заключается в разработке модели оценки качества управления стоимостью добывающей компании, учитывающей финансовые и нефинансовые факторы стоимости, модели расчета стоимости бизнеса, учитывающей влияние эффекта от управления факторами стоимости, характерных для добывающей компании, а также предложенного индекса устойчивого роста добывающей компании.

Отдельную практическую значимость имеют стратегическая карта, направленная на достижение роста стоимости бизнеса, методический инструментарий, направленный на максимизацию стоимости добывающих компаний, и методика внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании.

Рекомендации об использовании полученных результатов будут способствовать повышению эффективности реализации концепции управления стоимостью в добывающих компаниях.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность научных положений, выводов и практических рекомендаций, приведенных в исследовании, обеспечивается корректным использованием в работе нормативно-правовых документов, теоретических положений в области финансов и финансового менеджмента, применением современных методов исследования.

Основные положения и результаты, сформированные в исследовании, опубликованы, апробированы в установленном порядке, доложены и получили одобрение на научно-практических конференциях: на XVIII Международной научно-практической конференции «Проблемы экономики, организации и управления в России и мире» (г. Прага, Чешская республика, Чешское научно-исследовательское общество «URAL Intellect s.r.o.», 22 ноября 2018 г.); на IX Международной научно-практической конференции «Инновационное развитие современной науки» (г. Анапа, Научно-исследовательский центр «Иннова», 10 марта 2019 г.); на XVI Международной научно-практической конференции «Фундаментальные научные исследования» (г. Анапа, Научно-исследовательский центр «Иннова», 16 сентября 2019 г.); на II Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 29 сентября 2020 г.).

Результаты исследования используются в деятельности ООО «Александров и Папаскири». В частности, используются методические и практические рекомендации по внедрению системы управления стоимостью. По материалам исследования проводится расчет стоимостно-ориентированных показателей в целях внутреннего анализа, что позволяет своевременно принимать управленческие решения и оказывать воздействие на финансовое положение компании, проводить анализ внешних и внутренних факторов риска. Выводы и основные положения используются специалистами компании ООО «Александров и Папаскири» и способствуют повышению качества управления стоимостью компании.

Материалы исследования применяются в практической деятельности компании ООО «Славянск ЭКО», занимающейся производством нефтепродуктов. В частности, в компании используются классификация показателей стоимости, модель оценки эффективности управления стоимостью, также компания составляет стратегическую карту, предложенную в исследовании. Компания проводит расчет предложенных показателей: индекс устойчивого роста добывающей компании, модель оценки эффективности управления стоимостью, что позволяет своевременно принимать управленческие решения и оказывать

воздействие на финансовое положение компании. Выводы и основные положения, предложенные методики и рекомендации способствуют повышению эффективности управления стоимостью компании и используются специалистами компании ООО «Славянск ЭКО».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и результаты исследования опубликованы в 6 работах общим объемом 4,2 п.л. (весь объем авторский), в том числе 4 работы авторским объемом 2,8 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России. Все публикации по теме диссертации.

Структура и объем диссертации соответствуют цели, задачам и логике исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений и условных обозначений, списка литературы, состоящего из 123 наименований, списка иллюстративного материала, а также из 15 приложений. Текст диссертации изложен на 161 странице, содержит 31 таблицу, 50 рисунков, 16 формул.

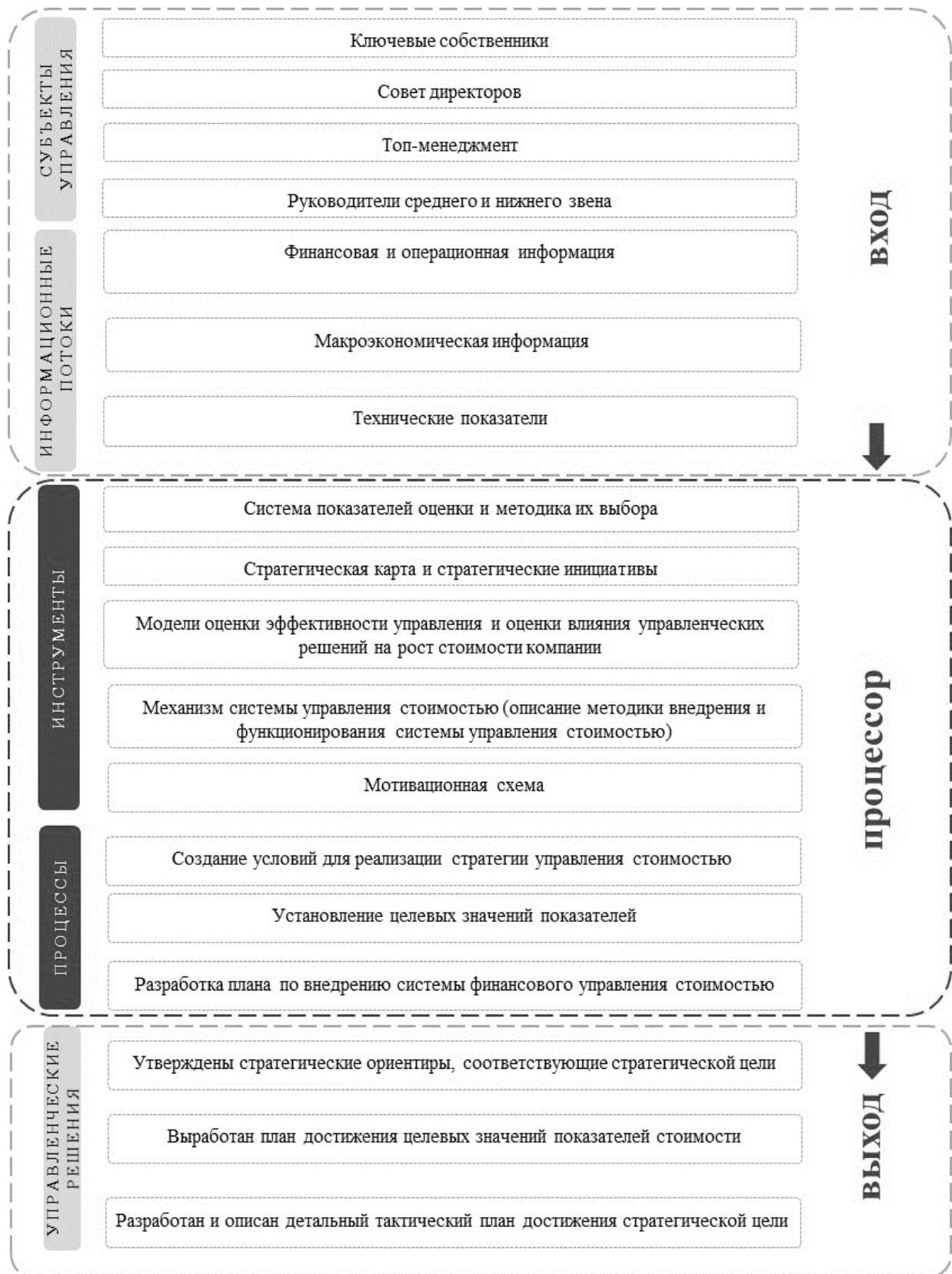
II Основное содержание работы

Цели и задачи диссертации предопределили рассмотрение следующей группы вопросов.

Раскрыта сущность понятия «система финансового управления стоимостью компании»; выявлены и классифицированы ее ключевые элементы: объекты и субъекты, система показателей оценки, модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании, стратегическая карта целей, методика внедрения системы управления стоимостью.

Несмотря на широкое применение концепции стоимостного управления бизнесом, исследование показало отсутствие какого-либо общепризнанного определения понятия «система финансового управления стоимостью компаний».

В связи с этим в работе сформулировано данное понятие с позиции системного подхода. На рисунке 1 представлены элементы системы финансового управления стоимостью компании.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Элементы системы финансового управления стоимостью

Экономист-кибернетик Н.П. Федоренко подразумевает под системным подходом к изучению экономических явлений «комплексное изучение экономики как единого целого с позиций системного анализа».

Ключевым понятием системного анализа является понятие системы. Многие экономисты считают, что систему можно представить в виде множества связанных действующих элементов, однако такой подход вызывает спорные вопросы.

Под системой финансового управления стоимостью в работе понимается совокупность элементов, обеспечивающих целостный непрерывный процесс управления, направленный на рост стоимости компании и позволяющих оценивать его эффективность с единых методологических позиций.

На входе в систему финансового управления стоимостью используются информационные ресурсы, которые необходимы субъектам управления для реализации функций системы управления стоимостью. На выходе формируются управленческие решения, направленные на рост стоимости бизнеса.

К ключевым элементам системы управления стоимостью относятся: стратегия развития, система показателей оценки, мотивационная схема, модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании, методики внедрения и применения системы управления стоимостью.

Основными субъектами системы финансового управления стоимостью являются собственники предприятия, топ-менеджмент, совет директоров. Объектами являются компании добывающей отрасли, реализующие принципы стоимостного управления.

Система стоимостных показателей является инструментом управления, транслирующим стратегию в совокупность поставленных стратегических задач, и позволяет измерить степень их выполнения.

Предложены классификация и методика выбора показателей стоимости по признаку соответствия стратегическим целям добывающей компании, позволяющая решить проблему их разнонаправленности с точки зрения целей и задач управления стоимостью. Выделенные показатели объединены в следующие блоки: показатели прибыльности, показатели стоимости,

финансовые и операционные показатели, показатели конкурентных преимуществ, показатели персонала. Каждому показателю стоимости соответствует стратегическая цель, позволяющая осуществить его выбор в зависимости от положений стратегии компании. Реализация запланированных с помощью системы показателей процессов и инициатив, по сути, представляет собой реализацию стратегии максимизации стоимости.

Предложенные классификация и методики выбора показателей по признаку соответствия стратегическим целям добывающей компании, позволяют решить проблему их разнонаправленности с точки зрения целей и задач управления стоимостью. Выбор показателя стоимости компании должен соответствовать: стадии развития (жизненного цикла); факторам внешнего окружения; стратегической цели; капиталоемкости бизнеса; структуре финансирования; этапу жизненного цикла. На рисунке 2 представлены этапы выбора показателей.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Этапы формирования системы ключевых показателей системы управления стоимостью

Предложенная классификация показателей представлена в таблице 1.

Таблица 1 – Предлагаемая классификация стоимостных показателей для компаний добывающего сектора

Стратегическая цель	Показатель	Описание	Единица измерения	Ответственное бизнес-подразделение
1	2	3	4	5
ПОКАЗАТЕЛИ ПРИБЫЛЬНОСТИ				
Рост стоимости компании	Индекс устойчивого роста добывающей компании	Предлагаемый индекс, характеризующий эффективность общего операционного управления компанией через оценку рентабельности добычи одной тонны добываемого сырья	процент	Департамент стратегического развития
Улучшение финансовых показателей	Динамика чистой прибыли	Определяется на основании отчета о финансовых результатах компании	денежная единица	

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4	5
Рост прибыльности	Рентабельности EBITDA	Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании	процент	Департамент стратегического развития
Повышение доходности инвестиций	ROI	Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании	процент	
Рост стоимости компании	EVA	Экономическая добавленная стоимость. Базой для сравнения являются конкуренты, либо достигнутые анализируемой компанией в прошлом значения показателя	денежная единица	
	EV (Enterprise value)	Стоимость компании, определенная доходным подходом (DCF модель)		
	Показатель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса	Стоимость компании может быть выражена в вероятностном выражении в зависимости от изменения влияющих на нее факторов.		
ПОКАЗАТЕЛИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА				
Рост стоимости компании	EV / Запасы	Стоимостной мультипликатор, используемый для анализа стоимости добывающей компании с учетом соотношения стоимости аналогичной компании к запасам	-	Департамент стратегического развития
Улучшение операционных показателей	Свободный денежный поток на 1 тонну добычи	Свободный / объем добычи	денежная единица	Департамент по экономике и развитию
ПОКАЗАТЕЛИ КОНКУРЕНТНЫХ ПРЕИМУЩЕСТВ				
Увеличение доли рынка	Рост доли рынка	Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании	процент	Департамент по экономике и развитию
Достижение лидерства на рынке	Занимаемое место по параметрам:	Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании	-	
	- объем добычи			
	- рентабельность по EBITDA			
	- прибыль на 1 тонну добычи			
ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ				
Улучшение операционных показателей	EBITDA	Оценивается операционная прибыль компании	денежная единица	Финансовый департамент
	Капитальные затраты	Снижение капиталоемкости путем повышения эффективности разработки месторождений		
	Оборотный капитал	Оценивается возможность роста оборачиваемости		
	Стоимость заемного капитала	Политика заимствований компании отражается в стоимости будущих заимствований	процент	
	Затраты на консервацию отработанных месторождений	Являются существенной суммой обязательств добывающей компании, регламентируются законодательно - не поддаются управлению.	денежная единица	Департамент по экономике и развитию
	Операционные затраты	Оценивается:		
- возможность снижения постоянных издержек (коммерческие, административные)				
	- снижение переменных затрат на добычу и переработку			

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4	5
ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ				
Улучшение технических показателей	Производственные потери	Сравнивается с показателями конкурентов / с историческим показателем анализируемой компании	-	Департамент по экономике и развитию
	Отработка запасов полезных ископаемых (эффективность добычи)	Оценивается технологическая эффективность добычи и эффективная политика отработки месторождений. Планы отработки месторождений на период соответствующий планируемому периоду добычи.	тонн	
Улучшение операционных показателей	Выручка на 1 тонну добычи	Выручка / объем добычи	денежная единица	
	Себестоимость на 1 тонну добычи	Себестоимость / объем добычи		
	ЕВИТДА на 1 тонну добычи	ЕВИТДА / объем добычи		
	Капитальные затраты на 1 тонну добычи	Капитальные / объем добычи		
ПОКАЗАТЕЛИ, СВЯЗАННЫЕ С ПЕРСОНАЛОМ				
Повышение уровня квалификации сотрудников	Квалификация персонала	-	процент	Директор по персоналу
Повышения уровня удовлетворенности сотрудников	Снижение текучести кадров	-		
	Высокий уровень удовлетворенности сотрудников	-		

Источник: составлено автором.

Разработана модель оценки эффективности управления стоимостью добывающей компании, учитывающая финансовые (себестоимость к выручке, амортизация к совокупным расходам и другие) и нефинансовые (уровень износа основных активов, квалификация кадров и другие) факторы. Предлагаемая модель позволяет произвести анализ и оценку управленческой деятельности, направленной на рост стоимости бизнеса на основе рейтинговой системы оценки.

Предлагаемая модель оценки эффективности управления стоимостью представляет собой развитие модели рентабельности инвестиций, предложенной

Т. Коуплендом и состоит из двух частей: оценки финансовых и нефинансовых показателей.

При проставлении рейтинга для показателей первого уровня (себестоимость/выручка, коммерческие и управленческие расходы/выручка, амортизация/итого расходы, доля основных средств (далее - ОС) в чистых активах и доля оборотного капитала (далее - ОК) в активах), применяется балльная система, зависящая от количества анализируемых компаний. Полученные значения рейтинга суммируются в показатели второго уровня: норму чистой прибыли и оборачиваемость капитала, затем складываются при проставлении итогового рейтинга. Итоговый рейтинг (P_3) складывается из рейтингов показателей второго уровня (P_2).

Рейтинги по показателям норма чистой прибыли и оборачиваемость капитала складываются из рейтингов по показателям уровня 3 (P_3): себестоимость к выручке, коммерческие и управленческие расходы к выручке, амортизация к расходам, ОС к активам, ОК к активам представлены в формулах (1)-(3)

$$P_3 = \sum P_2 = P_{нчп} + P_{ок}, \quad (1)$$

$$P_{нчп} = \sum P_{1(a)} = P_{с/с / выручка} + P_{комм. и упр. расходы / выручка} + P_{аморт / расходы}, \quad (2)$$

$$P_{ок} = \sum P_{1(б)} = P_{ос / активы} + P_{ок / активы}, \quad (3)$$

где R_3 - итоговый рейтинг;

R_2 - рейтинг по показателям уровня 2;

$P_{нчп}$ - рейтинг по норме чистой прибыли;

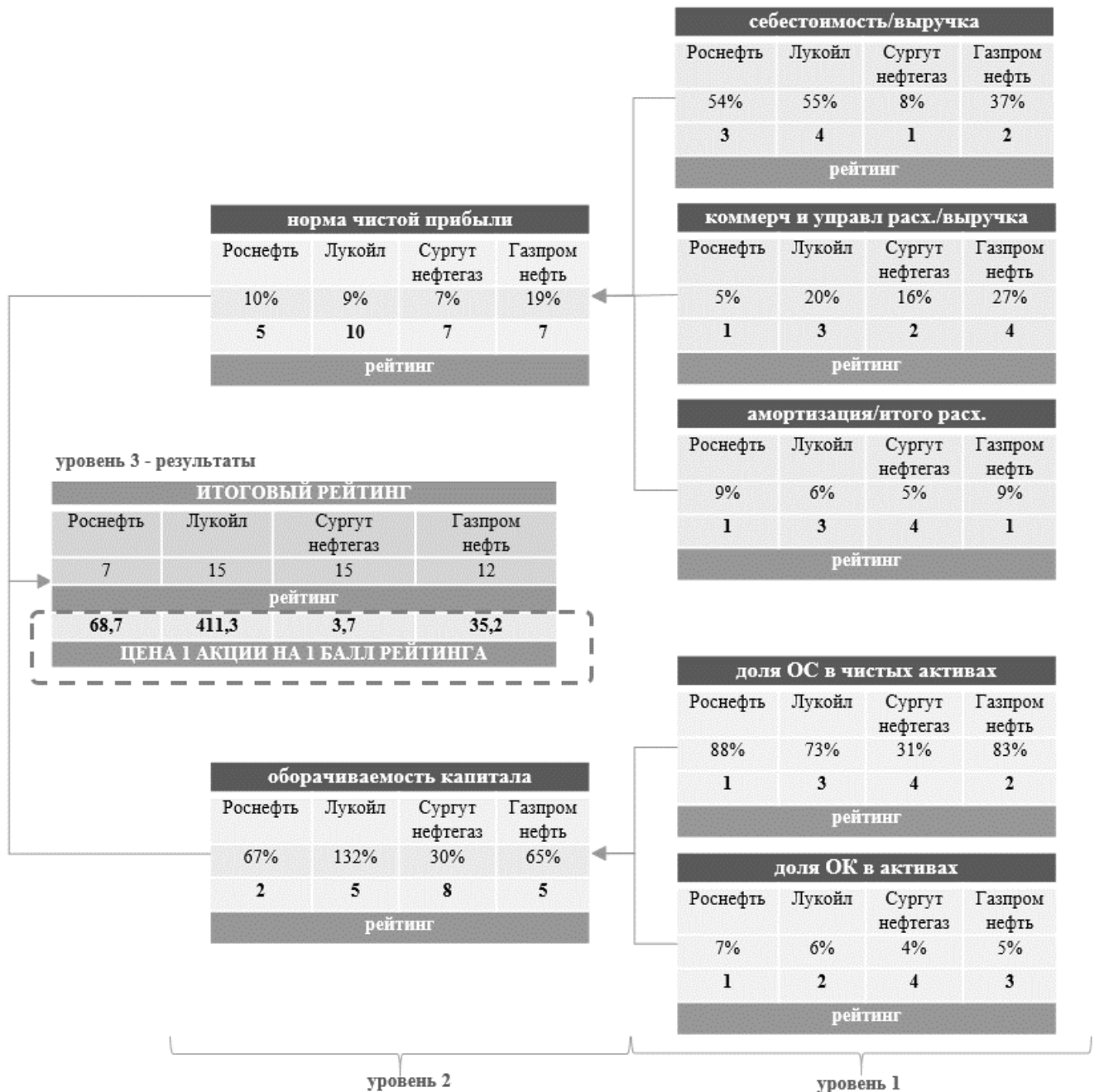
$P_{ок}$ - рейтинг по оборачиваемости капитала;

$P_{1(a)}$ - показатели уровня 3 для расчета рейтинга по норме чистой прибыли;

$P_{1(б)}$ - показатели уровня 3 для расчета рейтинга по оборачиваемости капитала.

Для показателей первого уровня выбирается значение от 1 до n (в зависимости от количества компаний), где 1 – наилучший рейтинг, n – наихудший. Полученная модель позволяет менеджменту компании оценить эффект изменения анализируемых показателей на цену акции посредством расчета стоимости, приходящейся на один балл рейтинга.

На рисунке 3 представлена схема процесса оценки эффективности управления стоимостью.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Схема процесса оценки эффективности управления стоимостью на основе предлагаемой модели

Компаниям необходимо оценивать влияние нефинансовых факторов – таких факторов, как квалификация персонала, диверсифицированность рынков сбыта и других. Успешные компании, как правило, преуспевают в этих областях.

Присвоение рейтингов осуществляется экспертным методом. Чем меньше полученное среднее геометрическое значение, тем выше рейтинг. Итоговый рейтинг компании позволяет менеджменту проанализировать нефинансовые факторы. Все представленные показатели представляют собой интерес для

инвесторов в ходе принятия решения об инвестировании в активы, а, следовательно, положительное значение нефинансовых факторов находит отражение в изменении спроса на акции и их стоимость.

Предложена модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса. Предлагаемая модель учитывает прирост стоимости от принятия управленческих решений. Разработан индекс устойчивого роста добывающей компании, являющийся комплексным показателем для оценки качественного роста стоимости компаний добывающего сектора и учитывающий основной драйвер их роста – рентабельность продажи одной тонны добытого сырья.

Стоимость компании является интегрированным показателем эффективности, включающим всю информацию о деятельности, и позволяет в денежной форме оценить эффективность деятельности менеджмента.

Предлагается рассчитывать показатель прироста стоимости компании в результате принятия управленческого решения касательно того или иного фактора (драйвера) стоимости ($F_n(i)$).

Полученное значение может приводить к стоимости большей, чем в базовом сценарии – сценарии до принятия решения касательно драйвера стоимости (EV base).

При этом эффект от управления драйвером стоимости может приводить к оптимистическому сценарию (EVopt) и пессимистическому сценарию (EVpess).

Предлагаем рассчитывать стоимость компании в базовом, оптимистическом и пессимистическом сценариях, представленных формулами (4)-(8)

$$\Delta EV = EV_{base} - EV_{opt}, \quad (4)$$

$$\Delta EV = EV_{base} - EV_{pess}, \quad (5)$$

$$EV_{base} = \sum_{i=1}^k \frac{FCFF_i}{(1+r)^{t+1}} + \frac{(FCFF_{(i+n)})}{(1+r)^{t+1}} \frac{r-g}{r-g}, \quad (6)$$

$$EV_{opt} F_n(i) = \sum_{i=1}^k \frac{FCFF_{opt\ i}}{(1+r)^{t+1}} + \frac{(FCFF_{opt\ (i+n)})}{(1+r)^{t+1}} \frac{r-g}{r-g}, \quad (7)$$

$$EV\ press\ Fn(i) = \sum_{i=1}^k \frac{FCFF\ press\ i}{(1+r)^{t+1}} + \frac{(FCFF\ press\ (i+n))}{(1+r)^{t+1}}, \quad (8)$$

где ΔEV – прирост либо разрушение стоимости компании в результате принятия того или иного управленческого решения с учетом драйвера стоимости ($F_n(i)$);

$EV\ base$ – стоимость компании в базовом сценарии до принятия руководством компании управленческого решения с учетом драйверов стоимости (F_n);

$EV\ opt\ F_n(i)$, $EV\ press\ F_n(i)$ – стоимость компании в оптимистическом (пессимистическом) сценарии после принятия руководством компании управленческого решения касательно драйвера стоимости ($F_n(i)$);

$FCFF_i$, $FCFF\ opt\ (press)$ – свободный денежный поток за период, свободный денежный поток за период при оптимистическом (пессимистическом) сценарии;

$FCFF(i+n)$ – свободный денежный поток терминального периода;

r – ставка дисконтирования;

g – долгосрочный темп роста.

Такой подход позволяет на основе финансовой модели компании делать выводы о создании и разрушении стоимости. Для демонстрации предлагаемого подхода был проведен расчет стоимости бизнеса (Enterprise value) компаний: «СУЭК», «Кузбассразрезуголь», «ХК СДС-Уголь» и ЗАО «Сибуглемет» методом дисконтированных денежных потоков.

Предложен модифицированный индекс устойчивого роста добывающей компании. Данный индекс основан на индексе роста (SGI), предложенного в работе И.В. Ивашковской, и дополнен с учетом отраслевой специфики добывающих компаний, а также учитывает их основной драйвер роста – рентабельность продажи одной тонны продукции. Он является комплексным показателем для оценки качественного роста стоимости компании добывающего сектора. Предлагаемый модифицированный индекс устойчивого роста добывающей компании рассчитывается по формуле (9)

$$\begin{aligned} & \text{Индекс устойчивого роста добывающей компании} = \\ & = (1 + Ravt) * \frac{L}{k} * \sum_{i=1}^k (ROIC_i - WACC_i), \end{aligned} \quad (9)$$

где $(1+R_{avt})$ – средний прирост рентабельности тонны проданного сырья,

ROI_i – доходность инвестированного капитала в год i ,

$WACC_i$ – средневзвешенная стоимость затрат на капитал в год i ,

L – количество лет, в течение которых спред доходности инвестированного капитала положителен,

k – количество лет наблюдения.

Чем ближе показатель $\frac{L}{k}$ к единице, тем выше устойчивость роста компании.

Предложена стратегическая карта целей добывающей компании, направленная на достижение роста стоимости, представляющая собой систему задач, соответствующих выбранной стратегической цели, а также стратегических инициатив – шагов, направленных на достижение цели, и позволяющая решать задачи стратегического управления, нацеленного на максимизацию стоимости бизнеса. Предлагаемая карта является развитием подхода Д. Нортон и Р. Каплана путем добавления к четырем перспективам (финансы, клиенты, процессы, обучение и рост) пятой перспективы – конъюнктура рынка и риски компании.

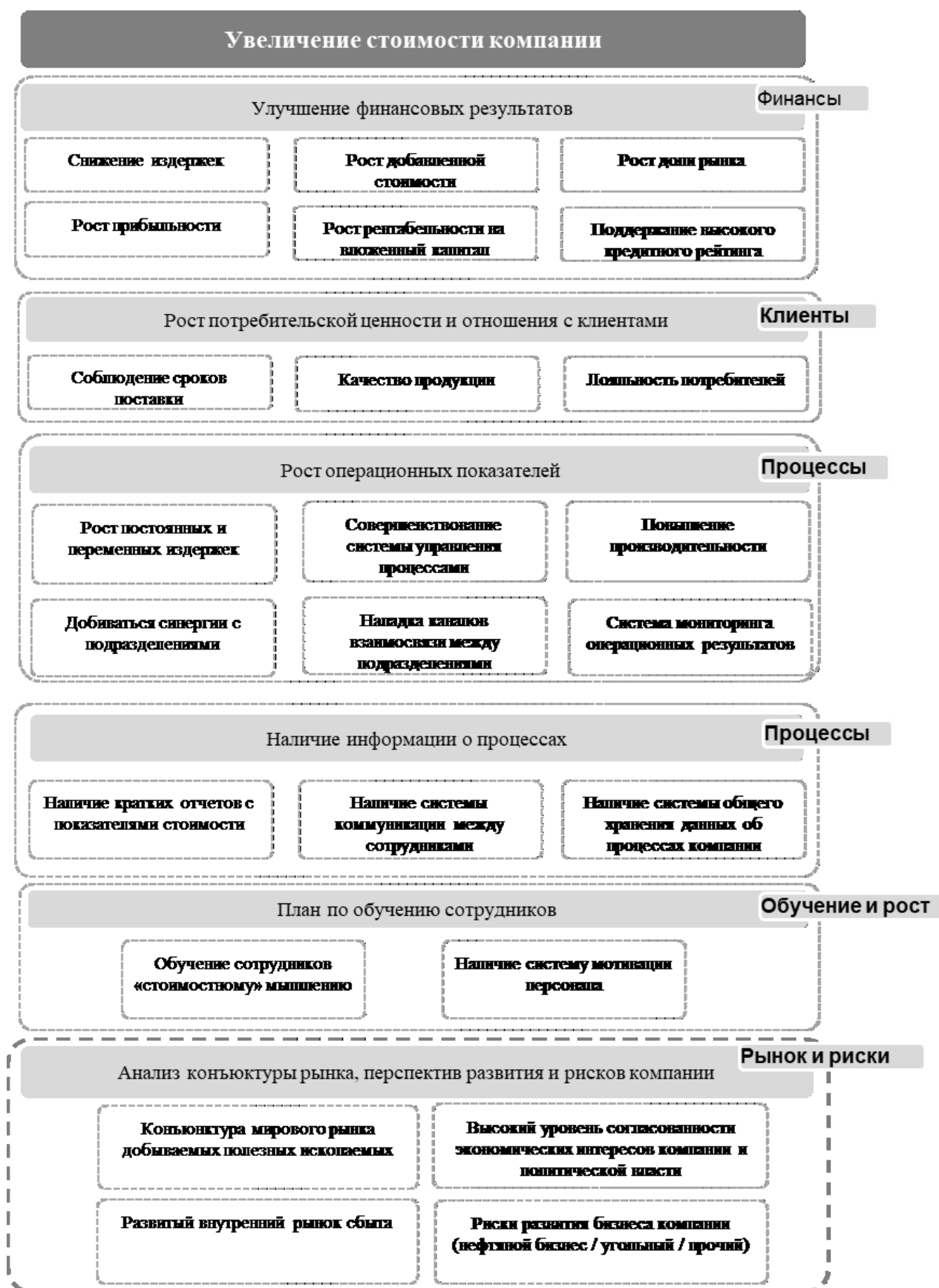
Стратегическая карта, по сути, представляет собой систему задач, соответствующих выбранной стратегической цели, а также стратегических инициатив – шагов, направленных на достижение цели.

Реализация данных целей, контроль и анализ их исполнения позволяет двигаться в направлении достижения роста стоимости компании.

В отличие от классической концепции стратегических карт, разработанной Д. Нортоном и Р. Капланом, предусматривающей наличие нескольких стратегических целей, предлагается ограничиться одной целью, а именно целью «рост стоимости компании» и все последующие составляющие системы управления стоимостью адаптировать к данной цели.

Еще одним предлагаемым усовершенствованием классической стратегической карты Д. Нортон и Р. Каплана является добавление к четырем перспективам (финансы, клиенты, процессы, обучение и рост) пятой перспективы – конъюнктура рынка и риски компании.

Предлагаемая стратегическая карта представлена ниже на рисунке 4.



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Стратегическая карта компании

Предлагаемая перспектива основана на анализе конкретного рынка, к которому относится добывающая компания (угольный, нефтяной, прочий) представлена на рисунке 5.



Источник: составлено автором.

Рисунок 5 – Анализ конъюнктуры рынка и рисков компании угольной отрасли

Таким образом, стратегическая карта, дополненная с учетом предлагаемой перспективы, является ориентиром продвижения в направлении достижения роста стоимости компании.

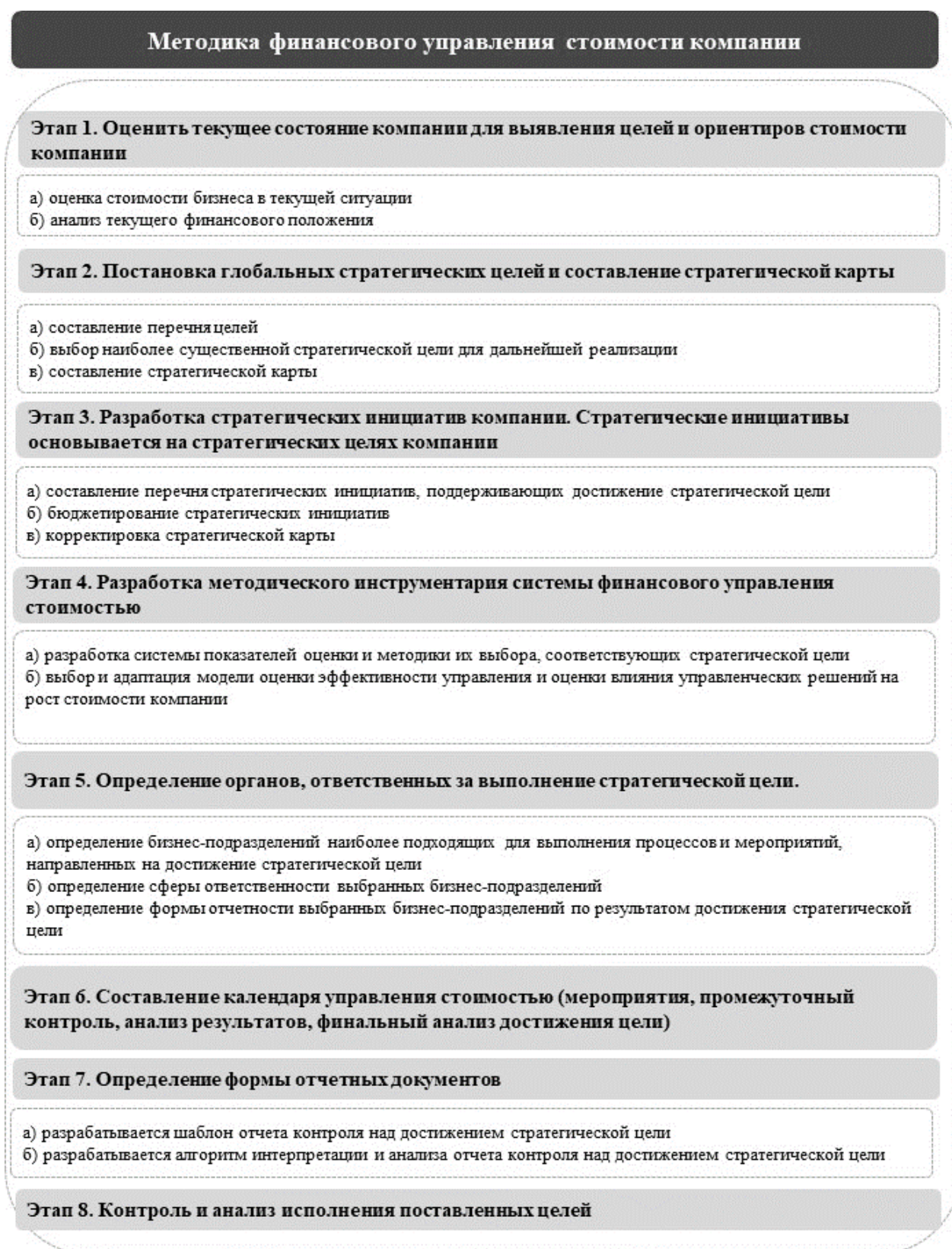
Разработана методика внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании. Предлагаемая методика представляет собой поэтапный план внедрения системы финансового управления стоимостью в компаниях добывающего сектора, целью которого является рост стоимости бизнеса.

Для успешного внедрения системы управления стоимостью была разработана поэтапная методика.

На первом этапе для анализа необходимости внедрения системы управления стоимостью предлагается провести детальный финансовый и операционный анализ текущих процессов с целью выявления слабых и сильных мест компании. Важным шагом является оценка текущей стоимости компании для будущей сравнительной

базы, то есть для создания базы отчета, представляющей собой стоимость компании сегодня.

Предлагаемая методика представлена на рисунке 6.



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Методика внедрения финансового управления стоимостью компании

Для оценки стоимости предлагается руководствоваться одним из выбранных подходов: доходный, сравнительный или затратный, однако, именно построение долгосрочной модели бизнеса и оценка методом дисконтированных денежных потоков даст наибольший результат ввиду проведения более детального анализа операционной деятельности.

Поставленные стратегические задачи будут являться ориентиром компании, на основании которого будут приниматься проекты и решения.

Для достижения эффективного управления необходимо задействовать руководителей и среднего, и низшего звеньев.

Результатом является пересмотр целевых значений и стратегических инициатив. Компания выбирает отчетную дату, по состоянию на которую будет проведена оценка достижения стратегических целей и инициатив, и делает соответствующие выводы.

III Заключение

Результатами проведенного исследования, осуществленного в рамках развития системы финансового управления стоимостью компании, стали следующие научные результаты.

Сформулировано понятие «система финансового управления стоимостью компании»; выявлены и классифицированы ее ключевые элементы: объекты, субъекты, система показателей оценки, модели оценки эффективности управления и оценки влияния управленческих решений на рост стоимости компании, стратегическая карта целей, методика внедрения системы управления стоимостью.

Предложены классификация и методика выбора показателей стоимости по признаку соответствия стратегическим целям добывающей компании, позволяющая решить проблему их разнонаправленности с точки зрения целей и задач управления стоимостью.

Разработана модель оценки эффективности управления стоимостью добывающей компании, учитывающая финансовые (себестоимость к выручке, амортизация к итогу расходам и другие) и нефинансовые (уровень износа основной техники, квалификация кадров и другие) факторы. Модель позволяет

произвести анализ эффективности управления стоимостью компании на основе рейтинговой системы оценки.

Предложена модель оценки влияния управленческих решений на рост стоимости бизнеса. Разработан индекс устойчивого роста добывающей компании. Предлагаемая модель учитывает прирост стоимости компании от принятия управленческих решений. Предложена стратегическая карта целей добывающей компании, направленная на достижение роста стоимости. Разработана методика внедрения системы финансового управления стоимостью добывающей компании.

Предложенные разработки при их соответствующей практической реализации будут способствовать повышению эффективности управления стоимостью компаний добывающего сектора.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Кузнецова, А.А. Модель управления ростом стоимости компании на основе стратегического анализа корпоративной стратегии / А.А. Кузнецова // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 3 (104). – С. 938 – 942. – ISSN 1999-2300.

2. Кузнецова, А.А. Классификация и методика выбора показателей стоимости и модели оценки эффективности управленческих решений в рамках системы финансового управления стоимостью компании / А.А. Кузнецова // Российский экономический интернет-журнал. – 2020. – № 4. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://e-rej.ru/upload/iblock/565/565f47663e22609263a3e4d7c85dbc86.pdf> (дата обращения: 12.10.2020).

3. Кузнецова, А.А. Стратегическая карта целей добывающей компании в рамках концепции финансового управления стоимостью / А.А. Кузнецова // Российский экономический вестник. – 2020. – № 5. Том 3. – С. 178-182. – ISSN 2658- 5286. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://dgpu-journals.ru/archives/11486> (дата обращения: 12.10.2020).

4. Кузнецова, А.А. Система финансового управления стоимостью:

описание и методика внедрения / А.А. Кузнецова // Вестник Евразийской науки. – 2020. – № 6. Том 12. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/46ECVN620.pdf> (дата обращения: 19.12.2020).

Публикации в других научных изданиях:

5. Кузнецова, А.А. Финансовые модели управления стоимостью / А.А. Кузнецова // Московский экономический журнал. – 2019. – № 10. – ISSN 2413-046X. – Текст : электронный. – DOI 10.24411/2413-046X-2019-10018. – URL: <https://qje.su/otraslevaya-i-regionalnaya-ekonomika/moskovskij-ekonomicheskijzhurnal-10-2019-20> / (дата обращения: 20.12.2019).

6. Кузнецова, А.А. Применение механизма финансового управления стоимостью компании реального сектора экономики / А.А. Кузнецова // ИННОВАЦИИ В ЖИЗНЬ. Международный журнал. – 2020. – № 2 (33). – С. 26-29. – ISSN 2227- 6300. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: [http://anodporirs.ru/Roman/jornal/№%20%20\(33\)%202020%20сборка.pdf](http://anodporirs.ru/Roman/jornal/№%20%20(33)%202020%20сборка.pdf) (дата обращения: 01.08.2020).