

На правах рукописи

**Лебедев Алексей Витальевич**

**СТРАТЕГИЧЕСКАЯ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ  
В СИСТЕМЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

Специальность 08.00.10 –  
Финансы, денежное обращение и кредит  
(оценочная деятельность)

**АВТОРЕФЕРАТ**  
**диссертации на соискание ученой степени**  
**кандидата экономических наук**

Екатеринбург – 2011

Диссертационная работа выполнена  
на кафедре денег и банковского дела  
ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет»

**Научный руководитель:** доктор экономических наук, профессор,  
**Марамигин Максим Сергеевич** (Россия),  
заведующий кафедрой денег и банковского дела  
ГОУ ВПО «Уральский государственный  
экономический университет», г. Екатеринбург

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор,  
**Майбуров Игорь Анатольевич** (Россия),  
заведующий кафедрой  
финансового и налогового менеджмента  
ФГАОУ ВПО «Уральский федеральный  
университет имени первого Президента России  
Б. Н. Ельцина», г. Екатеринбург

кандидат экономических наук, доцент,  
**Ростовцев Константин Викторович** (Россия),  
доцент кафедры финансового менеджмента  
ГОУ ВПО «Уральский государственный  
экономический университет» г. Екатеринбург

**Ведущая организация:** ГОУ ВПО «Южно-Уральский  
государственный университет», г. Челябинск

Защита состоится 24 февраля 2011 г. в 13.30 на заседании диссертационного совета ДМ 212.287.02 при ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет» по адресу: 620144, г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45, зал диссертационных советов (ауд. 150).

Отзывы на автореферат, заверенные гербовой печатью, просим направлять по адресу: 620144, г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45, ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет», ученому секретарю диссертационного совета ДМ 212.287.02. Факс (343) 257–71–47.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет». Автореферат диссертации размещен на сайте ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет»: <http://www.usue.ru>.

Автореферат разослан 24 января 2011 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
доктор экономических наук, профессор

О. Б. Веретенникова

## I Общая характеристика работы

**Актуальность темы исследования.** Происходящие в современной отечественной экономике позитивные изменения требуют усиления менеджмента и системы управления денежными потоками, производством, реализацией и в конечном итоге – стоимостью компании. Модель управления компанией, основанная на максимизации ее стоимости, является одной из самых эффективных, изменение стоимости компании за период, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю информацию, связанную с ее деятельностью. Принимая то или иное управленческое решение, руководство компании должно соотносить последствия реализации этого решения с ожидаемым изменением стоимости. Своевременный и адекватный анализ и мониторинг проектов, в которых участвует или собирается участвовать компания, позволяет эффективно управлять ее операционной, финансовой и инвестиционной деятельностью и избегать возникновения глубоких затяжных кризисов, обусловленных просчетами в управленческих решениях. Компании, относящиеся к высокотехнологичным инновационным, требуют особо пристального внимания в свете перспективности развития современных информационных технологий. Вопросы управления стоимостью становятся актуальными для предприятий данной сферы вследствие динамичности технологических изменений и высоким уровнем активности рынка. Таким образом, назрела необходимость в совершенствовании методов управления стоимостью высокотехнологичных компаний, адаптированных к условиям регионального рынка.

Данная проблема неразрывно связана с развитием методических вопросов оценки стоимости компании. Справедливая оценка стоимости высокотехнологичных инновационных компаний и выявление факторов, воздействующих на их стоимость, является важной составляющей механизма управления стоимостью. Традиционные способы оценки в рамках доходного, сравнительного и затратного подходов недооценивают потенциал российских компаний. Характерный для рынка России высокий уровень риска способствует повышению ставки дисконтирования денежных потоков и снижению оценки стоимости таких компаний. Отсутствие длительной истории фактов сделок купли-продажи таких компаний и высокая трудоемкость расчетов ограничивают применение сравнительного и затратного подходов. В связи с этим возникает необходимость применения опционных моделей для оценки стоимости таких компаний.

Необходимость совершенствования оценки стоимости высокотехнологичных инновационных компаний, к которым относятся и компании в сфере информационно-коммуникационных технологий, основанной на корректном и обоснованном определении их стоимости и инвестицион-

ной привлекательности, инициирует данное исследование и предопределяет его актуальность.

**Степень научной разработанности проблемы.** Исследованию методологии оценки стоимости компании посвящены работы таких зарубежных ученых, как Г. Александр, И. Ансофф, Р. Брейли, Дж. Бэйли, А. Дамодаран, Г. Десмонд, К. Гриффит, Р. Хэмптон, Д. Хей, Р. Келли, Б. Коллас, Т. Коллер, Т. Коупленд, В. Н. Лившиц, С. Майерс, С. Мелцгер, М. Миллер, Ф. Модильяни, Д. Моррис, Дж. Муррин, Ш. Пратт, Д. Росс, В. Шарп, Ф. Шерер, Дж. Фишмен, К. Уилсон и др. Вместе с тем следует отметить, что в России существует целый ряд проблем, касающихся организации оценки бизнеса и дальнейшего развития методического, информационного, кадрового, нормативно-правового обеспечения процесса оценки бизнеса, связанных с трансформационными изменениями экономики. Западные шаблоны зачастую не подходят для оценки отечественных компаний и требуют предварительной адаптации с учетом особенностей российской экономики. В этом аспекте следует отметить работы российских специалистов по данной тематике: В. Т. Битюцких, С. В. Валдайцева, И. Н. Гречиковой, А. Г. Грязновой, Н. Г. Данилочкиной, И. А. Егерова, В. С. Ефремова, Г. М. Загидуллиной, В. П. Зайкова, А. М. Ковалевой, А. П. Ковалева, В. В. Ковалева, Ю. В. Козыря, М. Н. Крейниной, В. Н. Лившица, А. Н. Поромонова, В. М. Мишнякова, С. Н. Мордашова, Е. С. Стояновой, Н. Е. Семионовой, Р. Ю. Семионова, И. Н. Ткаченко, Н. Н. Тренева, М. А. Федотовой, Г. М. Харисовой, М. З. Хасязянова и др.

Концепция управления стоимостью компании наиболее широко изучена и активно применяется в странах с развитой рыночной экономикой, особенно в США, Западной Европе и Японии. Именно поэтому в отечественной научной литературе доминируют переводные источники, посвященные исследованию концепции управления стоимостью компаний. Среди таких источников наибольший интерес вызывают работы Т. Коупленда, П. Дойля и М. Скотта. Отечественные авторы, такие как В. Валдайцев, Ю. Козырь и др., предпринимают попытки адаптировать существующие западные разработки в области управления стоимостью компаний к российским организациям.

Несмотря на явную практическую необходимость научных исследований в области совершенствования управления стоимостью высокотехнологичных инновационных компаний, данная проблема не нашла пока должного отражения в работах отечественных ученых.

Не имея целью снизить значимость имеющихся исследований, констатируем, что вопросам специфики отраслевой оценки российских информационно-коммуникационных компаний не уделено должного внимания, поэтому применение стандартных подходов и методов в оценке стоимости таких компаний нередко приводит к затруднениям и серьезным

ошибкам. С большим уважением отмечая труды по специфике анализа и оценки российских компаний в работах Ю. Козыря, А. Козлова, В. Мишнякова, К. Миловидова и др., отметим необходимость развития исключительно дифференцированного подхода к каждому отраслевому предприятию (компания). Восполнению этого пробела отчасти и посвящено настоящее исследование, а сложность, многоплановость и недостаточная проработанность проблемы, объективная необходимость ее научного осмысления предопределили выбор темы, цель и содержание исследования.

**Целью настоящего диссертационного исследования** является развитие теоретического и методического подходов к оценке долгосрочной стратегической стоимости высокотехнологичных инновационных компаний в условиях становления финансового менеджмента, ориентированного на максимизацию стоимости компании.

Для достижения цели были поставлены и решены следующие **задачи**:

1) развить теоретические основы финансового менеджмента компании, ориентированного на управление стоимостью;

2) систематизировать виды и способы оценки рыночной стоимости компаний и предложить новый вид стоимости компании – стратегическую стоимость;

3) обосновать авторский метод оценки стратегической стоимости компаний;

4) разработать и апробировать методику расчета стратегической стоимости компании и адаптировать ее применительно к стоимости компаний информационно-коммуникационной отрасли;

5) выявить ключевые факторы, формирующие стратегическую стоимость информационно-коммуникационных компаний;

6) провести периодизацию реализации высокотехнологичного проекта в информационно-коммуникационной компании и оценить вероятность достижения приращения долгосрочной стратегической стоимости компании.

**Объектом диссертационного исследования** выступают высокотехнологичные инновационные компании Российской Федерации, Среднего Урала.

**Предметом диссертационного исследования** являются экономические отношения, возникающие в системе финансового менеджмента в процессе оценки стратегической стоимости высокотехнологичных инновационных компаний.

**Теоретико-методологическую основу диссертационного исследования** составили труды отечественных и зарубежных авторов в области оценки бизнеса, управления стоимостью компании, финансового менеджмента, теории опционов; законодательные и нормативные акты Рос-

сийской Федерации; материалы научных конференций и периодической экономической печати.

Основными методами исследования явились общенаучные (анализ и синтез, методы аналитического моделирования, системный и структурный анализ) и экономико-статистические методы (сравнение, группировка, анализ абсолютных и относительных величин, графический метод), экономико-математическое моделирование.

**Информационной базой диссертационного исследования** послужили материалы финансовой отчетности компаний, экспертные оценки, аналитические и статистические материалы, действующие законодательные акты, нормативные документы и другие материалы, содержащиеся в отечественной и зарубежной литературе, периодической печати, отчетности информационно-коммуникационных компаний Российской Федерации и Свердловской области, а также данные, размещенные на официальных сайтах в сети Интернет.

**Научная новизна диссертационного исследования** состоит в следующем:

1 Раскрыто определение финансового менеджмента с позиции теории максимизации стоимости, на основе использования целевого индикатора долгосрочной стоимости компании, что расширяет цели финансового менеджмента.

2 Уточнено понятие «стратегическая стоимость компании» в результате исследования существующих видов стоимости, определения их содержания, целевого назначения, сфер и границ применимости для учета и оценки долгосрочных перспектив развития компании, а также их инвестиционной привлекательности.

3 Разработана модель оценки стратегической стоимости компании на основе систематизации существующих методов оценки и управления рыночной стоимостью компаний, которая помогает выявить возможности приращения ее стоимости за счет инвестиций в инновационные высокотехнологичные проекты для компаний, акции которых не представлены на фондовом рынке.

4 Предложена и апробирована авторская методика расчета стратегической стоимости высокотехнологичной инновационной компании, позволяющая оценить инвестиционную привлекательность и определить проекты, создающие максимальный прирост стоимости компании.

5 Выделены этапы реализации высокотехнологичного проекта в сфере отрасли информационно-коммуникационных технологий с оценкой вероятности достижения приращения долгосрочной стратегической стоимости компании для адекватной оценки рисков инвестора.

**Практическая значимость диссертационного исследования.** Основные результаты диссертационного исследования могут быть использо-

ваны в управлении стоимостью телекоммуникационных компаний в современных условиях. Разработанная автором методика оценки стратегической стоимости высокотехнологичных инновационных компаний может применяться в оценке и управлении стоимостью компаний, акции которых не представлены на фондовом рынке, а также для оценки и управления стоимостью подразделений, входящих в состав компаний.

Практическое применение предлагаемого инструментария позволит повысить эффективность и точность оценки стоимости компаний, снизить риски инвестора, что в конечном итоге приведет к получению оптимального и адекватного результата оценки и инвестиционной привлекательности компаний.

Отдельные положения диссертации могут быть включены в программы обучения студентов финансовых специальностей, а также кадровой подготовки экспертов в области оценки и управления стоимостью компании.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные положения и выводы диссертационной работы докладывались и обсуждались на международных и российских конференциях в 2008–2010 гг. Научные и практические результаты диссертационной работы внедрены в практику деятельности предприятий ОАО «Асбестовский ТТЦ «Гарант»».

**Публикации.** По теме диссертации опубликовано 8 работ, в том числе две из них – в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК (Журнал экономической теории и Известия УрГЭУ). Общий объем публикаций составляет 5,5 п. л., вклад автора – 5,0 п. л.

**Объем и структура диссертационной работы.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Общий объем диссертации составляет 142 страницы. Работа содержит 11 рисунков, 18 таблиц и 4 приложения.

Во **введении** обоснована актуальность темы исследования, определены цели и задачи исследования, научная новизна и практическая значимость работы.

**Первая глава** «Концептуальные основы управления стоимостью российских компаний» посвящена исследованию содержания финансового менеджмента в системе управления стоимостью компании. Уточнено определение стратегической стоимости компании, рассмотрены существующие модели оценки опционов, применяемые в отечественной и зарубежной практике.

Во **второй главе** «Методологические основы расчета стратегической стоимости высокотехнологичных инновационных компаний» с целью совершенствования механизма управления стоимостью высокотехнологичных инновационных компаний автором разработана методика расчета стратегической стоимости таких компаний на основе оценки рыноч-

ной стоимости компании и оценки ее инновационного потенциала, апробированная на примере ОАО «Асбестовский ТТЦ «Гарант»».

*Третья глава* «Методические подходы к управлению стратегической стоимостью» посвящена определению ключевых факторов, влияющих на долгосрочную стратегическую стоимость информационно-коммуникационной компании, и этапам внедрения высокотехнологичного проекта в сфере отрасли информационно-коммуникационных технологий с оценкой вероятности достижения приращения долгосрочной стратегической стоимости компании.

В *заключении* представлены результаты и сформулированы основные выводы проведенного исследования.

В *приложениях* представлены вспомогательные аналитические материалы, иллюстрирующие отдельные и дополняющие положения диссертационной работы.

## **II Основные положения диссертационного исследования, выносимые на защиту**

**1 Раскрыто определение финансового менеджмента с позиции теории максимизации стоимости, на основе использования целевого индикатора долгосрочной стоимости компании, что расширяет цели финансового менеджмента.**

В настоящее время управление денежными потоками компании является одной из основных и приоритетных задач, стоящих перед любой компанией.

Проведенный автором анализ подходов к понятию «финансовый менеджмент» показал, что основными дискуссионными моментами, тесно между собой взаимосвязанными, являются:

- 1) рассмотрение финансового менеджмента с системных позиций или как совокупности инструментов, технологий управления финансами;
- 2) составные элементы (предметная область) системы финансового менеджмента;
- 3) встроенность системы финансового менеджмента в стратегию и взаимосвязь с целевыми индикаторами работы компании.

В системе финансового менеджмента принципиально важны выбор цели и целевого индикатора. В работе показано, что рассмотрение целевых показателей работы фирмы возможно на основе различных теоретических платформ. В наиболее общем случае можно говорить о двух базовых, в известном смысле конкурирующих подходах, ориентирующихся соответственно на 1) рост капитализации и 2) устойчивое генерирование прибыли.

В настоящее время на российском рынке широкое распространение получила *концепция управления стоимостью компании*. В ее основе лежит целевая функция максимизации стоимости для акционеров, которая достигается за счет качественного улучшения стратегических решений, принимаемых топ-менеджерами, и концентрации усилий всех сотрудников компании на ключевых факторах стоимости. В работе проанализированы проблемы использования бухгалтерских показателей и показателей на основе денежных потоков для оценки деятельности компании и показана возможность их решения при помощи внедрения концепции управления стоимостью компании.

Постоянная нацеленность компании на управление стоимостью позволяет говорить о ее стоимости в долгосрочной перспективе, или о *долгосрочной стоимости компании*. В этом случае целевой функцией финансового менеджмента становится приращение стоимости компании, а целевым индикатором – *долгосрочная стоимость компании* (рисунок 1). Этот же индикатор непосредственно позволяет оценить степень достижения стратегической цели компании в целом при условии ориентации ее на максимизацию стоимости.

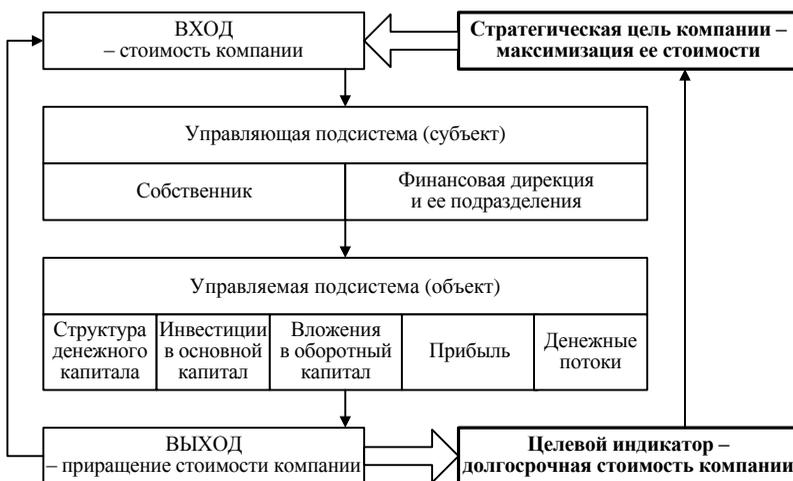


Рисунок 1 – Долгосрочная стоимость компании в системе финансового менеджмента

Таким образом, применение концепции максимизации стоимости к понятию «финансовый менеджмент» позволило автору определить его как *систему управления денежными потоками на уровне коммерческой организации, которая адаптивно взаимодействует с внешней средой и чье функционирование направлено на достижение стратегической цели управления компанией – приращение ее стоимости, что позволяет оцени-*

*вать эффективность стратегии развития компании с точки зрения всех заинтересованных сторон (собственников, инвесторов, менеджеров и др.), создавать систему мотивации менеджеров на достижение в первую очередь долгосрочных, а не краткосрочных целей организации, выстраивать механизм управления стоимостью компании на основе определения того, какие направления деятельности и бизнес-единицы создают долгосрочную стоимость, а какие уменьшают ее.*

Данное определение финансового менеджмента, в отличие от существующих, сосредоточено на выделении такой его функции, как приращение стоимости, и ориентации на целевой индикатор – долгосрочную стоимость компании.

**2 Уточнено понятие «стратегическая стоимость компании» в результате исследования существующих видов стоимости, определения их содержания, целевого назначения, сфер и границ применимости для учета и оценки долгосрочных перспектив развития компании, а также их инвестиционной привлекательности.**

В зависимости от целей проведения оценки выделяют различные виды стоимости компаний: рыночную стоимость, балансовую стоимость, ликвидационную стоимость, инвестиционную стоимость, стоимость воспроизводства, утилизационную стоимость и др. Каждое из этих понятий в своем определении отражает особенности расчета стоимости, момент и цель проведения оценки. В работе проведено обобщение данных понятий и описана преимущественная сфера их применения.

Как следует из российской практики, наиболее широко применяется определение рыночной стоимости компании, которое, впрочем, не в полной мере отражает объективную стоимость компании. В частности, при определении рыночной стоимости не принимаются в расчет денежные потоки, которые способна создавать компания в будущем и прогнозирование которых прямо влияет на стоимость компании для инвестора. Недостаточное развитие российского фондового рынка также отрицательно влияет на объективность оценки рыночной стоимости компании.

Традиционные виды стоимости используются для отдельных субъектов (покупателей, инвесторов) или для определенных целей (продажи, воспроизводства основных фондов и др.). Среди существующих понятий отсутствует вид стоимости, который соответствовал бы цели финансового менеджмента, направленной на управление (увеличение) стоимости компании в долгосрочной перспективе.

В связи с этим автором предлагается уточнить такое понятие, как *«стратегическая стоимость компании»*, под которой предлагается понимать аналитическую оценку рыночной стоимости компании и оценку ее инновационного потенциала, который заключается в возможностях компании по использованию технологических решений, позволяющих вы-

пускать на рынок новые виды товаров и пакеты услуг либо существенно повышать уровень их качества.

Сравнение содержания понятий рыночной и стратегической стоимости компании приведено в таблице 1.

Таблица 1 – Сравнение содержания понятий «рыночная стоимость» и «стратегическая стоимость» компании

Параметр сравнения	Рыночная стоимость компании	Стратегическая стоимость компании
Определение	1 Денежная сумма, по которой на дату оценки предполагается переход компании от покупателя к продавцу, которые осуществляют сделку на обычных рыночных условиях и располагают всей соответствующей информацией, действуют осмотрительно и не подвержены какому-либо принуждению. 2 Наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства	Денежная сумма, соответствующая рыночной стоимости компании и стоимости ее инновационного потенциала, который заключается в возможностях компании по использованию технологических решений, позволяющих выпускать на рынок новые виды товаров и пакеты услуг либо существенно повышать уровень их качества
Цели оценки	Купля-продажа компании. Оценка пакета акций, оценка компании для инвестирования и др. Залог имущества и др.	Выбор стратегии, позволяющей максимизировать стоимость компании для собственников (акционеров) и инвесторов
Характер оценки	Оценка носит текущий характер, ориентированный в первую очередь на увеличение продажных показателей	Оценка учитывает факторы долгосрочного характера для развития фирмы
Субъекты оценки	Специализированная компания – оценщик	Собственники, инвесторы
Субъекты управления стоимостью	Собственники, руководство, финансовый менеджмент компании	Собственники
Составляющие оценки стоимости	Имущество. НМА и др.	Имущество. НМА и др. Инновационный потенциал компании. Рыночный потенциал. Организационно-управленческий потенциал. Конкурентный потенциал
Факторы, влияющие на стоимость	Объем спроса, предложения на аналогичные компании на рынке. Полнота информации об объекте купли-продажи, инвестирования. Доля компании на рынке. Уровень менеджмента и др.	Стратегия развития компании. Доля компании на рынке. Темпы роста бизнеса. Уровень и технологичность менеджмента

Таким образом, рассмотрение стоимости компании в системе финансового менеджмента, нацеленного на повышение (приращение) стоимости компании, позволяет предложить показатель стратегической стоимости.

Данное определение, в отличие от существующих, расширяет понятие стоимости компании с учетом факторов, которые существенно влияют на стоимость компании в долгосрочной перспективе и в то же время не принимаются во внимание в рамках действующих подходов к оценке стоимости компаний. К таким факторам автор относит инновационный потенциал, отражающий возможности компании по совершенствованию технологий и бизнес-решений, предложение потребителям новых услуг за счет реализации высокотехнологичных инновационных проектов. Большинство исследователей, как показано выше, обосновывают существенное влияние данных факторов на стоимость компании. Оценка стоимости компании на основе показателя «стратегическая стоимость компании» позволит расширить инструментарий принятия управленческих решений, влияющих на ее увеличение.

Введение понятий стратегической стоимости компании и стоимости ее инновационного потенциала позволяет отразить результаты работы финансового менеджмента, инвестиционную привлекательность и избежать недооценки российских компаний в условиях недостаточного развития российского фондового рынка.

**3 Разработана модель оценки стратегической стоимости компании на основе систематизации существующих методов оценки и управления рыночной стоимостью компаний, которая помогает выявить возможности приращения ее стоимости за счет инвестиций в инновационные высокотехнологичные проекты для компаний, акции которых не представлены на фондовом рынке.**

В диссертационной работе проведено сравнение различных методов оценки и управления стоимостью компании. Для сравнительной характеристики данных методов автор предлагает использовать следующий подход, представленный на рисунке 2, позволяющий по анализу характеристик выделять их преимущества и недостатки. В качестве таких сравнительных характеристик предлагается использовать:

- область применения метода;
- полноту оценки;
- временной ориентир показателя оценки;
- учет в оценке стратегических целей компании;
- возможность привязки системы мотивации сотрудников разных организационных уровней к значению оценки;
- трудоемкость расчета оценки;
- наличие ограничений применения.



Рисунок 2 – Схема анализа методов оценки и управления стоимостью компании

Анализируя существующие методы управления стоимостью (на основе определения EVA, MVA, TSR, TBR, CVA, MCVA), автор сделал вывод, что у каждого из них присутствуют как достоинства, так и недостатки. На практике части недостатков удастся избежать за счет сочетания различных методик. В то же время методам управления стоимостью присущ один общий недостаток – это сложность управления стоимостью компании на основе запаздывающих показателей без возможности их прогнозирования. Кроме того, многие методы предполагают выделение факторов создания стоимости компании, но ни один из них дает решения, каким образом их улучшить. Другими словами, существующие методы не предлагают системный подход к максимизации стоимости и не охватывают все уровни организации.

Одним из вариантов устранения указанных недостатков существующих методов является предлагаемая в работе методика оценки стратегической стоимости и управления компанией на ее основе, включающая оценку рыночной стоимости компании и оценку инновационного потенциала.

В составе стратегической стоимости предлагается выделять оценку:

1) *стоимости компании*, которая складывается из стоимости компании СК, оцененной с помощью принятых в международной практике методов. При этом стоимость компании представляет собой взвешенную стоимость, рассчитанную на основе разных методов:

$$СК = \sum_{i=1}^m w_i СК_i, \quad (1)$$

где  $СК_i$  – стоимость компании, оцененная по методу  $i$ ;  $w_i$  – вес, придаваемый оценщиком методу  $i$ ;  $m$  – количество использованных оценщиком методов оценки стоимости компании;

2) *стоимости инновационного потенциала компании СИП*, под которой автор понимает стоимость возможностей компании по использованию технологических решений, позволяющих выпускать на рынок новые продукты и пакеты услуг либо существенно повышать уровень их качества. Возможность компании получить в будущем доход от использования нового продукта или услуги может рассматриваться как реальный опцион.

$$ССК = СК + СИП, \quad (2)$$

где ССК – стратегическая стоимость компании; СК – средневзвешенная стоимость компании, определенная традиционными методами оценки; СИП – стоимость инновационного потенциала компании, рассчитываемого с помощью реального опциона.

Таким образом, применение стратегической стоимости строится на основе не запаздывающих показателей, характерных для всех современных методов управления стоимостью, а прогнозных, заложенных при расчете инновационного потенциала компании.

Многие методы предполагают выделение факторов создания стоимости компании, но ни один из них не дает способов их улучшения. Конструкция стратегической стоимости составлена таким образом, что позволяет учитывать объективные и субъективные моменты, отражающие механизм влияния на изменение рыночной стоимости компании при условии успешной реализации инвестиционных проектов.

Существующие методики оценки стоимости не предлагают системный подход к ее максимизации и не охватывают все уровни организации. В рамках концепции стратегической стоимости, выделенные факторы относятся к разным уровням и функциям управления, что также способствует выработке системного подхода к управлению стоимостью компании.

В качестве *дополнительных преимуществ* управления компанией на основе данной методики можно выделить следующие:

- методика фокусируется на стратегических целях компании;
  - способствует созданию модели поведения для управленческой команды;
  - поддается разбиению на факторы создания стоимости компании, что помогает в дальнейшем анализе и принятии стратегических решений;
  - учитывает высокотехнологичность компании, так как включает оценку инновационного потенциала;
  - учитывает рыночные позиции компании;
  - включает в оценку уровень менеджмента в компании и др.
- Среди *недостатков* следует отметить:
- сложность методики расчета;
  - необходимость использования большого массива данных по развитию компании;
  - относительную субъективность оценки инновационного потенциала компании и др.

В целом применение модели расчета стратегической стоимости компании позволит более объективно подойти к оценке стоимости компании на долгосрочном горизонте ее развития и может стать эффективным инструментом финансового менеджмента, направленного на рост стоимости компании.

#### **4 Предложена и апробирована авторская методика расчета стратегической стоимости высокотехнологичной инновационной компании, позволяющая оценить инвестиционную привлекательность и определить проекты, создающие максимальный прирост стоимости компании.**

Предложенный выше подход к оценке стратегической стоимости компании рассмотрен в работе применительно к компаниям в сфере информационно-коммуникационных технологий, предоставляющим высокотехнологичные услуги в области кабельного телевидения. Рынок услуг данных компаний является одним из бурно развивающихся в России, в отличие от более стабильных сырьевых рынков и рынков промышленной продукции.

С методической точки зрения при расчете стоимости информационно-коммуникационной компании возникает проблема оценки ее инновационного потенциала. Под стоимостью инновационного потенциала компании автор понимает стоимость возможностей компании реализовать инвестиционные инновационные проекты, которые вводят на рынок новую высокотехнологичную услугу либо существенно повышают ее технический уровень. Данные возможности компаний можно расценивать как опционы колл. Если компания, владеющая реальными опционами, на момент оценки ее стоимости еще не сделала окончательный выбор срока запуска новой услуги, но ожидает, что это может произойти, например, че-

рез год или два, то это означает, что имеется совокупность реальных опционов, причем опцион с более длительным сроком может быть исполнен только в случае неисполнения опционов с более короткими сроками.

Информационно-коммуникационные компании создают денежные потоки от оказания услуг в области телевидения. При этом направления развития современных компаний кабельного телевидения таковы, что они находятся на этапе перехода от традиционного к персональному телевидению. Этот переход сопровождается возможностью введения новых сервисов, а именно:

- телевидение высокой четкости (HDTV);
- видео по запросу (VOD);
- видеоманитфон (DVR);
- персональное телевидение, система рекомендаций;
- задержанное телевидение вещание (TimeShiftedTV, StartOver);
- медиаизмерения (Audience Measurement System – AMS);
- интерактивные приложения (погода, гороскоп, игры);
- информационные и развлекательные приложения, запускаемые на тюнере;
- голосование с помощью телевизионного пульта (Voting);
- конвергенция телевизионных и других услуг (отображение фотографий, размещенных в Интернете, на телевизоре; АОН звонящего на телевизоре; интерфейс офиса абонента на телевизоре) и др.

Как было сказано выше, возможность компании получить в будущем доход от использования нового продукта рассматривается как реальный опцион. Следовательно, можно использовать модель Блэка–Шоулза для расчета стоимостей реальных опционов:

*Стоимость колл-опциона* (CPO) =  $SN(d_1) - Ke^{-rN}(d_2)$ , где

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \times t}{\sigma\sqrt{t}} \quad \text{и} \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t},$$

где  $S$  – текущая стоимость базового актива;  $K$  – цена исполнения опциона;  $t$  – срок жизни опциона (период, оставшийся до момента его истечения), доли года;  $r$  – безрисковая процентная ставка, соответствующая сроку жизни опциона (в годовом исчислении);  $\sigma^2$  – дисперсия натурального логарифма коэффициента, показывающего изменение стоимости базового актива, который можно определить как коэффициент доходности базового актива.

Необходимо отметить, что оценку на основании приведенной модели Блэка–Шоулза невозможно применить в чистом виде в силу специфики российского рынка, отечественного бухгалтерского учета, а также

ввиду сложности математического аппарата, а следовательно, высокой трудоемкости применения. Необходима адаптация этой модели к современным экономическим условиям российского рынка телекоммуникаций, особенностям бухгалтерского учета и специфике информационно-коммуникационных компаний.

Для расчета ценности невнедренных услуг компанией кабельного телевидения автором предложено использовать в модели следующие исходные данные:

- текущая стоимость ожидаемых денежных притоков от запуска данной услуги, млн р.;
- текущая доходность услуги кабельного телевидения, р. на одного пользователя;
- текущая стоимость необходимых инвестиций, млн р.;
- стандартное отклонение стоимости услуги, %;
- срок реального опциона;
- степень риска (дисперсия темпов роста);
- безрисковая ставка, %;
- вероятность исполнения реального опциона.

В этом случае мы получаем модель оценки стоимости невнедренных услуг как конкретное приложение известной модели Блэка–Шоулза к оценке опциона на услуги телекоммуникационной компании.

Применение данной модели на примере внедрения услуги «телевидение высокой четкости» (HDTV) компанией кабельного телевидения ОАО «Асбестовский ТТЦ “Гарант”», расположенной в Свердловской области, представлено в таблице 2. Реализация данного проекта даст дополнительную стоимость компании в размере 1 777 710 р.

Следовательно, можно оценить стратегическую стоимость компании ОАО «Асбестовский ТТЦ “Гарант”». В соответствии с традиционными подходами автором была оценена рыночная стоимость предприятия, которая составляет 16 500 000 р.

Тогда стратегическая стоимость компании:

$$ССК = 16\,500\,000 + 1\,777\,710 = 18\,277\,710 \text{ р.}$$

Таким образом, если при оценке российских высокотехнологичных инновационных компаний не учитывать наличие у них реальных опционов на производство новых продуктов и услуг, то это приводит к недооценке стоимости компаний, особенно тех, которые работают на неустойчивых и быстрорастущих рынках. Это не способствует инвестиционной привлекательности организаций и снижает мотивацию самих организаций к внедрению новых услуг.

Использование механизма реальных опционов позволяет отделить риски на предпроектной стадии и риски на стадии освоения и реализации

проекта. Сам механизм использования реальных опционов приводит к сокращению рисков на стадии освоения и производства новой услуги.

Таблица 2 – Расчет стоимости реального опциона на внедрение услуги «телевидение высокой четкости» (HDTV)

Исходные данные	2-й год	3-й год	4-й год
Текущая стоимость ожидаемых денежных притоков от использования нового продукта $S$ , млн р.	6	6	6
Текущая стоимость необходимых инвестиций $K$ , млн р.	5	5	5
Срок реального опциона $t$ , годы	2	3	4
Безрисковая ставка при непрерывном начислении $r$	0,08158	0,08158	0,08158
Степень риска (дисперсия темпов роста) $\sigma^2$	0,11842	0,11842	0,11842
Стоимость необходимых инвестиций на конец периода $K_T$ , млн р.	7,2	8,64	10,4
<b>Расчетные данные:</b>			
$S / K$	1,2	1,2	1,2
$\ln (S / K)$	0,18232	0,18232	0,18232
$(r + \sigma^2/2) \times t$	0,28158	0,42237	0,56316
$(\sigma^2 \times t)^{1/2}$	0,48666	0,59604	0,68824
Аргумент $d_1$	0,95323	1,0145	1,08317
Аргумент $d_2$	0,46657	0,41846	0,39493
Функция $N(d_1)$	0,82976	0,84483	0,86063
Функция $N(d_2)$	0,6796	0,6622	0,65355
Приведенная стоимость необходимых инвестиций $K_T \times \exp^{-rt}$ , млн р.	5	5	5
$K_T \times \exp^{-rt} \times N(d_2)$	3,398	3,311	3,26775
Текущая стоимость реального опциона CPO, млн р.	1,58056	1,75798	1,89603
Вероятность исполнения реального опциона $p$ , млн р.	0,4	0,6	0,8
Текущая стоимость реального опциона с учетом вероятности CPO', млн р.	0,31611	0,70319	0,75841
Текущая взвешенная стоимость реального опциона с учетом вероятности исполнения CPO <sub>вз.</sub> , млн р.	1,77771		

Процесс формирования стратегической стоимости компании – это процесс создания возможностей получения будущих доходов от использования услуг, которые можно внедрить в настоящем. Данный процесс приносит больший результат, если носит постоянный характер.

Разработанная методика расчета стратегической стоимости компании представлена на рисунке 3.

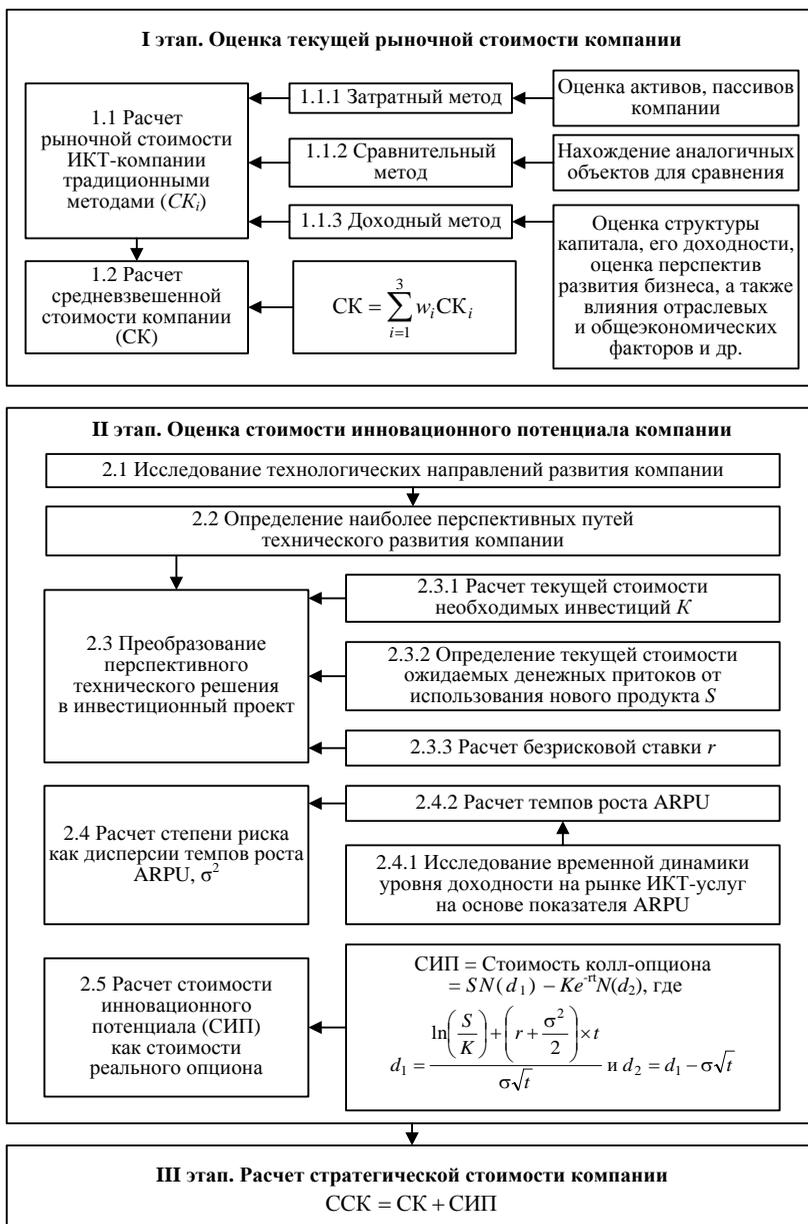


Рисунок 3 – Модель расчета стратегической стоимости высокотехнологичной компании

**5 Выделены этапы реализации высокотехнологичного проекта в сфере отрасли информационно-коммуникационных технологий с оценкой вероятности достижения приращения долгосрочной стратегической стоимости компании для адекватной оценки рисков инвестора.**

Для обоснования этапов реализации высокотехнологичных проектов в работе выделены ключевые факторы, определяющие стратегическую стоимость телекоммуникационной компании. К факторам, определяющим формирование долгосрочной стоимости телекоммуникационных компаний (рисунок 4), следует отнести факторы общего характера (наличие стратегии компании, нацеленной на рост ее внутренней стоимости; выделение ключевых показателей, позволяющих управлять стоимостью компании на всех организационных уровнях; формирование системы управления факторами, способствующими росту стоимости компании) и факторы специфического характера, отражающие особенность отрасли телекоммуникаций (управление техническим развитием и формированием пакетов товаров и услуг, позволяющее создавать добавленную экономическую стоимость телекоммуникационной компании).



Рисунок 4 – Факторы, определяющие стратегическую стоимость телекоммуникационной компании

В связи с этим автором выделены этапы реализации высокотехнологичного проекта в информационно-коммуникационной компании, направленного на приращение стратегической стоимости такой компании. Данные этапы представлены на рисунке 5.

Поставщики продуктов и услуг	Проектирование и развитие сети	Эксплуатация сети	Создание и продвижение продуктов и услуг	Продажа и оказание сервисных услуг	Выставление счетов и сбор платежей	Абонентское обслуживание	Клиенты и дилерские сети
	Управление жизненным циклом сети						
	Закупка оборудования и сервисов		Анализ рынка и управление продуктом				
	Техническое развитие		Медиапланирование и реклама	Продажа и оказание услуг			
	Инвестиционные проекты		Развитие продуктов и услуг	Привлечение ключевых клиентов			
	Эксплуатация сети и сетевых платформ		Конкурентный анализ	Работа с выделенными сегментами рынка			
	Метрология и техническое обеспечение		Продуктовый маркетинг	Работа с корпоративными клиентами			
			Стратегия продаж и каналов сбыта	Управление базами данных и внедрение специальных услуг			
				Управление взаимоотношениями с дилерами и партнерами			
				Развитие дилерских сетей			
				Контроль дилерских сетей и качества предоставляемых услуг			
				Работа с ключевыми партнерами			
				Техническая поддержка партнеров			
					Биллинг, выставление счетов, обработка платежей		
					Биллинг и выставление счетов		
					Управление дебиторской задолженностью		
					Управление доходами		
					Развитие системы платежей		
					Обслуживание абонентов		
					Управление качеством		
					Претензионно- исковая работа		

Рисунок 5 – Этапы реализации высокотехнологичного проекта в информационно-коммуникационной компании

На каждом этапе автором проведена качественная оценка вероятности достижения приращения долгосрочной стратегической стоимости компании (таблице 3). Полученные результаты позволяют адекватно оценивать риски инвестирования на каждом этапе реализации проекта.

Таблица 3 – Оценка вероятности достижения приращения долгосрочной стратегической стоимости компании

Этапы внедрения услуги	Вероятность достижения приращения стоимости (нарастающим итогом)	Обоснование
Проектирование и развитие сети	Низкая	Возможность неправильного выбора из альтернативных проектов; высокий объем инвестиций
Эксплуатация сети	Низкая	Высокие затраты на техническую наладку системы и бесперебойную работу
Создание и продвижение продуктов и услуг	Средняя	Высокая значимость правильного выбора рыночной стратегии компании
Продажа и оказание сервисных услуг	Высокая	Сравнительно невысокие затраты при налаженной системе продаж и оказании сервисных услуг, абонентском обслуживании
Выставление счетов и сбор платежей	Высокая	
Абонентское обслуживание	Высокая	

Исходя из вышеизложенного автором предложены этапы реализации высокотехнологичного проекта, соответствующие звеньям цепочки создания долгосрочной стратегической стоимости в телекоммуникационной компании, что позволяет инвесторам учитывать риски во всех важнейших бизнес-процессах, начиная с проектирования и развития сетей и заканчивая абонентским обслуживанием.

### **III Основные положения диссертационного исследования опубликованы в следующих работах**

#### ***Статьи в изданиях, рекомендуемых экспертным советом ВАК РФ***

1 *Марамыгин, М. С.* Концептуальные подходы к управлению стоимостью телекоммуникационной компании [Текст] / М. С. Марамыгин, А. В. Лебедев // Журнал экономической теории. 2010. № 2. – 0,5/0,4 п. л.

2 *Марамыгин, М. С.* Стратегическая стоимость информационно-телекоммуникационной компании [Текст] / М. С. Марамыгин, А. В. Лебедев // Известия Уральского государственного экономического университета. 2010. № 5(31). – 0,6/0,4 п. л.

#### ***Статьи и материалы в прочих изданиях***

3 *Марамыгин, М. С.* Концептуальные основы управления стоимостью российских компаний [Текст] : [препринт] / М. С. Марамыгин, А. В. Лебедев. Екатеринбург : Ин-т экономики УрО РАН, 2010.– 3,2/3,0 п. л.

4 *Лебедев, А. В.* Инвестиционная активность компаний как фактор развития рынка оценочных услуг [Текст] / А. В. Лебедев // *Позиционирование региона в глобальной экономике : инвестиционный имидж региона как фактор конкурентоспособности : материалы круглого стола XIII Рос. экон. форума. Екатеринбург : Ин-т экономики УрО РАН, 2008. – 0,3 п. л.*

5 *Лебедев, А. В.* Новые подходы к информационному обеспечению оценки бизнеса в регионе [Текст] / А. В. Лебедев // *Регион в условиях формирования экономики знаний : сб. науч. тр. Всерос. науч.-практ. конф. Курган: Курган. филиал Ин-та экономики УрО РАН, 2008. – 0,2 п. л.*

6 *Лебедев, А. В.* Роль оценки бизнеса в системе финансового менеджмента [Текст] / А.В. Лебедев // *Тр. III Всерос. симпоз. по экон. теории. Екатеринбург : Ин-т экономики УрО РАН, 2008. Т. 2. – 0,2 п. л.*

7 *Лебедев, А. В.* Управление стоимостью телекоммуникационной компании как фактор ее саморазвития [Текст] / А. В. Лебедев // *От идеи академика С.С. Шаталина о системных подходах к саморазвивающимся социально-экономическим системам : материалы Всерос. конф. Екатеринбург : Ин-т экономики УрО РАН, 2009. Т. 3. – 0,3 п.л.*

8 *Лебедев, А. В.* Управление стоимостью компании в системе финансового менеджмента [Текст] / А. В. Лебедев // *Тр. IV Всерос. симпоз. по экон. теории. Екатеринбург : Ин-т экономики УрО РАН, 2010. Т. 1. – 0,2 п. л.*

Подписано в печать 20.11.2011.  
Формат 60 × 84 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>. Гарнитура «Таймс». Бумага офсетная.  
Печать плоская. Усл. печ. л. 1,5. Печ. л. 1,62.  
Заказ 11. Тираж 150 экз.

Отпечатано с готового оригинал-макета в подразделении оперативной полиграфии  
Уральского государственного экономического университета  
620144, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45