

На правах рукописи



МЕЛЬНИКОВА Наталия Александровна

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ СТРАТЕГИЧЕСКОГО
ПЛАНИРОВАНИЯ КОМПАНИИ НА ОСНОВЕ РОСТА ЕЕ
СТОИМОСТИ**

**Специальности: 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством
08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит**

АВТОРЕФЕРАТ

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

Ярославль - 2005

Работа выполнена на кафедре мировой экономики и статистики
Ярославского государственного университета им. П.Г. Демидова

Научный руководитель – Доктор экономических наук, профессор
Парфенова Людмила Борисовна

Официальные оппоненты: Доктор экономических наук, доцент
Патрушева Елена Григорьевна

Кандидат экономических наук
Щербина Екатерина Анатольевна

Ведущая организация – Костромской государственный техноло-
гический университет

Защита состоится 28 октября 2005 г. в 16 часов на заседании
диссертационного совета К 212.002.03 в Ярославском государствен-
ном университете им. П. Г. Демидова по адресу:

150000, г. Ярославль, ул. Комсомольская, 3, ауд. 307.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Яросла-
вского государственного университета им. П.Г. Демидова.

Автореферат разослан "24" сентября 2005 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета



Л.А. Маматова

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Современные тенденции развития рыночной экономики России: непрерывное изменение конкурентной среды бизнеса, расширение временного горизонта целей, высокие риски ведения хозяйственной деятельности – неизбежно предъявляют новые требования к управлению компанией. В связи с этим становится актуальным переход к новому качеству стратегического планирования на основе учета всего комплекса задач, стоящих перед компанией, среди которых на первое место чаще выдвигаются финансовые задачи. Следовательно, стратегическое планирование должно строиться в тесной взаимосвязи с финансовой стратегией фирмы.

Особая значимость финансовой составляющей стратегического планирования вытекает также из ключевой роли увеличения стоимости компании. В данной ситуации рост стоимости компании становится главной целью финансовой стратегии, реализация которой осуществляется посредством постановки и решения частных финансовых задач.

В этом контексте совершенствование стратегического планирования на основе увеличения стоимости компании приобретает важное самостоятельное значение, что актуализирует тему диссертационного исследования.

Состояние научной разработанности проблемы. Стратегическое планирование компании исследуется отечественными и зарубежными авторами с середины XX века. В 60 – 90- х годах XX века общие вопросы стратегии были представлены в работах российских и

зарубежных ученых, таких как: К. Боумэн, Ю. Бригхем, Х.П. Верт, В.А. Винокуров, О.С. Виханский, Л. Гапенски, А.П. Градов, П.В. Забелин, У. Кинг, Э.М. Коротков, П. Лоранж, М. Мескон, Н.К. Моисеева, А.И. Наумов, Д.В. Овсянко, З.П. Румянцева, А.Дж. Стрикленд, А.А. Томпсон, Э.А. Уткин и др.

В разработку сущности понятия «финансовой стратегии» значительный вклад внесли следующие авторы: В.Г. Белолипецкий, К. Боумен, М. Вартанов, П. Вернимем, В. Ириков, В.У. Кинг, Д. Клиланд, Б. Коласс, П. Консо, И.П. Хоминич и ряд других.

Фундаментальные исследования по проблеме стоимости компании представлены в работах Э. Баядина, С.В. Валдайцева, А.Г. Грязновой, Н.А. Колайко, Т. Коллера, Т. Коупленда, М. Миллера, Ф. Модильяни, Д. Муррина, М.А. Федотовой, А. Шахвердовой и др.

Тем не менее при обилии научных разработок, посвященных различным аспектам стратегического планирования, остается мало изученной его взаимосвязь с формированием и реализацией финансовой стратегии на основе роста стоимости компании.

Гипотеза исследования. Стратегическое планирование компании должно быть ориентировано на финансовую стратегию, главной целью которой является рост стоимости фирмы. Достижение этой цели осуществляется через постановку и решение последовательного ряда финансовых задач.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является разработка направления совершенствования стратегического планирования во взаимосвязи с финансовой стратегией, ориентированной на рост стоимости компании.

Для достижения поставленной цели в диссертации осуществляется решение следующих основных задач:

по специальности 08.00.05:

- обобщить современные представления о стратегическом планировании и дополнить их с учетом ключевых факторов стоимости компании во взаимосвязи с финансовой стратегией;
- обосновать систему показателей, используемых в стратегическом планировании, качественно характеризующих этапы формирования финансовой стратегии компании;
- раскрыть особенности принятия управленческих решений компаниями на различных этапах реализации финансовой стратегии.

по специальности 08.00.10:

- раскрыть сущность категорий «финансовая стратегия» и «стоимость компании» и определить их место в системе стратегического планирования;
- выявить главную цель и финансовые задачи компании при поэтапном подходе к построению и реализации финансовой стратегии;
- провести сравнительный анализ существующих методов оценки стоимости компаний в российской и зарубежной практике;
- адаптировать методiku Т. Коупленда, Т. Коллера и Д. Муррина к специфике российских компаний;
- предложить универсальную модель стратегического планирования в части построения и реализации финансовой стратегии посредством поэтапного решения финансовых задач;

- провести практическую проверку модели и предложить ряд стратегических решений на основе полученных результатов.

Объектом исследования являются промышленные компании: Дженерал Электрик, ОАО «Газпром» и ОАО «Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез», - осуществляющие стратегическое планирование с учетом роста стоимости компании.

Предметом исследования являются управленческие отношения, возникающие в процессе стратегического планирования компании при разработке ее финансовой стратегии.

Методологическая и теоретическая основа исследования. Диссертационное исследование основано на концептуальных методических и теоретических положениях, представленных в классических и современных работах отечественных и зарубежных ученых.

В процессе исследования проблем по избранной теме изучалась фундаментальная и специальная литература, содержащая основные положения стратегического планирования на предприятии, анализировались подходы к построению и реализации финансовой стратегии, теоретические и методологические основы оценки стоимости компаний.

В процессе исследования использовались следующие общенаучные приемы и методы: научной абстракции, анализа и синтеза, дедукции, индукции, восхождения от абстрактного к конкретному, группировки, сравнения, конкретно-аналитические приемы исследования (коэффициентный анализ, формирование комплексных оценок, приемы дисконтирования).

Работа выполнена в соответствии с Паспортом специальности ВАК 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством: пункт 15.4 (Инструменты внутрифирменного и стратегического планирования на промышленных предприятиях, отраслях и комплексах); Паспортом специальности ВАК 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит: пункты 3.2 (Финансовая стратегия корпораций) и 7.3 (Теоретические и методологические вопросы оценки рыночной стоимости фирмы).

Информационную базу исследования составляют российская и зарубежная монографическая литература, публикации в периодической печати, экономико-статистические сборники, ресурсы Интернет.

Научная новизна исследования состоит в разработке и научном обосновании стратегического планирования компании в части построения финансовой стратегии, ориентированной на рост стоимости компании.

В диссертации получены следующие результаты, имеющие признаки научной новизны:

по специальности 08.00.05:

1) Обосновано понятие стратегического планирования с учетом ключевой роли в нем финансовой стратегии, что позволяет использовать управление стоимостью компании в качестве основы формирования стратегического плана.

2) Предложен поэтапный подход к постановке финансовых задач стратегического планирования компании, исходя из ее генеральной цели – роста стоимости. Последовательное решение постав-

ленных задач обеспечит переход компании на более высокие уровни реализации финансовой стратегии.

3) Разработана универсальная модель стратегического планирования с учетом поэтапного решения его финансовых задач. Модель позволяет диагностировать этапы финансовой стратегии и принимать конкретные управленческие решения по перемещению компании на следующий стратегический уровень. В рамках универсальной модели автором предложен способ количественной оценки этапов реализации финансовой стратегии через комплекс показателей.

4) Выявлены особенности применения разработанной модели компаниями, функционирующими в различных экономических условиях и отличающимися по уровню менеджмента: возможность «обратного» движения по этапам финансовой стратегии; учет средне- и долгосрочных тенденций развития фирмы с поправками на временной горизонт; возможность одновременного решения задач, теоретически относящихся к различным этапам.

по специальности 08.00.10:

1) Структурированы ключевые финансовые показатели стоимости компании, количественно выражающие содержание и специфику каждого этапа финансовой стратегии.

2) Адаптирована методика Т. Коупленда, Т. Коллера и Д. Муррина по оценке стоимости применительно к российским компаниям на основе разработанных в диссертации способов расчета показателей по данным российской отчетности.

Теоретическая и практическая значимость диссертационной работы. Выдвигаемые в диссертации теоретические положения и

выводы могут использоваться научными и практическими работниками в процессе исследования вопросов стратегического планирования в части построения финансовой стратегии, ориентированной на рост стоимости компании.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в том, что предложенные методические разработки могут быть использованы российскими предприятиями в стратегическом планировании в условиях жесткой конкуренции в современной экономике, что поможет повысить эффективность управленческих решений и достичь целей.

Апробация работы. Основные положения диссертации обсуждены и получили апробацию в тезисах, статьях (журнал «Проблемы новой политической экономики», № 1, г. Кострома (2004 г.), журнал «Деловые вести Ярославии», № 1, г. Ярославль, ЯрТПП (2005 г.), журнал «Экономический вестник Ярославского Университета», № 13, г. Ярославль, ЯрГУ, (2005 г.)) и выступлениях на научных конференциях: «Молодежь. Образование. Экономика» (г. Ярославль, МУБиНТ, 2005 г.), Межвузовская научно-практическая конференция молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и общество: проблемы и перспективы развития» (г. Ярославль, МФЮА, 2005 г.). По теме диссертации опубликовано 5 работ. Объем публикаций по теме диссертации составляет 1,7 п.л. (авторский объем).

Структура и объем диссертации. Цели и задачи исследования определили структуру диссертационной работы, которая состоит из введения, трех глав, включающих шесть параграфов, заключения, списка использованной литературы из 132 источников и приложений.

Работа содержит 178 страниц машинописного текста, 7 рисунков, 15 таблиц и 12 приложений.

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

1. Концептуальные основы стратегического планирования компании.

Для выживания в современной экономике необходимо представлять общий план действий, определяющий конкретные перспективы развития. Известно, что основным моментом в деятельности компаний является их стратегия, позволяющая максимизировать прибыль и обеспечивать собственную рыночную жизнеспособность.

Несмотря на значительный объем литературы, так или иначе связанной с проблемами стратегии, а также фактических материалов, характеризующих стратегию развития различных хозяйствующих субъектов, в том числе и корпоративных, до сих пор единого устоявшегося понятия «стратегия» не существует.

Изучив подходы к определению понятия «стратегия», автор в диссертационном исследовании стратегию рассматривает как общий высшего уровня план достижения генеральных целей компании в решающих областях ее деятельности (финансы, маркетинг, производство, персонал и др.) на каком-либо этапе ее развития. При этом ключевым, стоящим над всеми направлениями деятельности компании, видится финансовое направление стратегии.

В диссертации обоснована целесообразность выделения плана в качестве конкретного инструмента для реализации целей стратегии. Таким образом, происходит определение взаимосвязи понятий «стратегия» и «стратегическое планирование».

Финансовая стратегия определяет платформу для реализации функциональных и корпоративной стратегий, предоставляя дополнительные возможности. Любая стратегия требует затрат финансовых ресурсов, а грамотно построенная финансовая стратегия позволит наиболее эффективно их привлечь и распределить. Другое немаловажное значение финансовой стратегии заключается в обеспечении роста капитала фирмы, что способствует повышению ее конкурентоспособности. Стратегическое планирование, ориентированное на построение финансовой стратегии, позволяет обеспечить реализацию целей компании. На основе проведенного анализа диссертантом предложено определение финансовой стратегии как главной составляющей стратегического планирования, позволяющего достичь поставленных целей с помощью поддержания определенных финансовых показателей.

Уточненное понятие позволяет рассматривать финансовую стратегию через призму целей и задач. Финансовые цели и задачи обязательны при разработке любой стратегии, так как недостаточность финансовых средств означает недостаточность важнейших ресурсов для реализации стратегии роста хозяйствующего субъекта. В работе обоснована одна неизменная цель на каждом этапе реализации финансовой стратегии – это максимизация ее реальной стоимости. Решения по привлечению и размещению капитала оказывают влияние на стратегию компании, на стоимость финансовых ресурсов и на благосостояние акционеров.

В результате изучения понятия фундаментальной стоимости компании сформулирован вывод о том, что стоимость – это инте-

гральный показатель, характеризующий и обобщающий результат деятельности компании как итог грамотно построенной и реализованной финансовой стратегии.

Достижение главной цели осуществляется посредством решения частных финансовых задач: финансового равновесия, финансовой рентабельности, экономического роста и гибкости. Именно эта взаимосвязь цели и задач составляет понятие финансовой стратегии в рамках стратегического планирования на предприятии.

В начале работы была выдвинута гипотеза этапного решения финансовых задач, стоящих перед компанией, достижение которых сопровождается управлением значениями финансовых показателей. В методологической и практической частях работы эта гипотеза была подтверждена.

2. Стоимостной подход к стратегическому планированию.

Стоимостной подход предоставляет возможность осознать, что стоимость компании - жизненно важная компонента успеха любого бизнеса, ориентированного на устойчивое положение, долгосрочный экономический рост и прозрачность развития.

Анализ основных подходов и методов к оценке стоимости компании¹ показал, что для достижения целей диссертации наиболее приемлемым для использования является метод дисконтированных

¹ По материалам www.cfin.ru/finanalysis/value.shtml; Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инноваций. М.: Финин, 1997; Грязнова А.Г. Оценка бизнеса. М.: Финансы и статистика, 1999; Колайко Н.А. Оценка стоимости предприятия. М.: Перспектива, 2000; Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями. М.: ГУ ВШЭ, 2000; Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000 и др.

денежных потоков (ДДП), с помощью которого возможно оценить объекты исследования в соответствии с поставленными гипотезами и целями. Поскольку этот метод ориентирован на фундаментальные показатели компании, свободен от субъективных рыночных оценок акций, то может быть применим для использования в оценке стоимости и российских компаний.

В основу методики оценки стоимости компании, применяемой в диссертации, были положены исследования компании MCKinsey: Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Муррина². Была адаптирована информационная база для расчета показателей зарубежной методики по оценке стоимости компаний. Проведена корректировка российских отчетных данных к международным стандартам, что позволило применить методику к практике российских компаний.

В работе проанализированы основные несоответствия в отдельных статьях баланса и отчета о прибылях и убытках, составленных как по международным стандартам, так и по российским. В диссертации предложены способы нахождения необходимых показателей для российских компаний, что позволило адаптировать методику оценки стоимости для российской действительности.

В ходе исследования был проведен анализ подходов по определению ключевых факторов стоимости, которые формируют основу комплексного подхода к оценке стоимости компании. Диссертантом предложена схема соотношения ключевых факторов (рис. 1, стр. 15), использование которой позволяет вырабатывать управленческие ре-

² Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд. М.: ЗАО «Олимп- Бизнес», 2000.

шения, дающие возможность сформировать эффективную финансовую стратегию, целью которой становится стоимостной подход к стратегическому планированию.

В диссертации разработан общий подход к построению финансовой стратегии, ориентированной на увеличение стоимости компании, который содержит поэтапное решение финансовых задач и переход к более стабильному развитию (рис. 2).

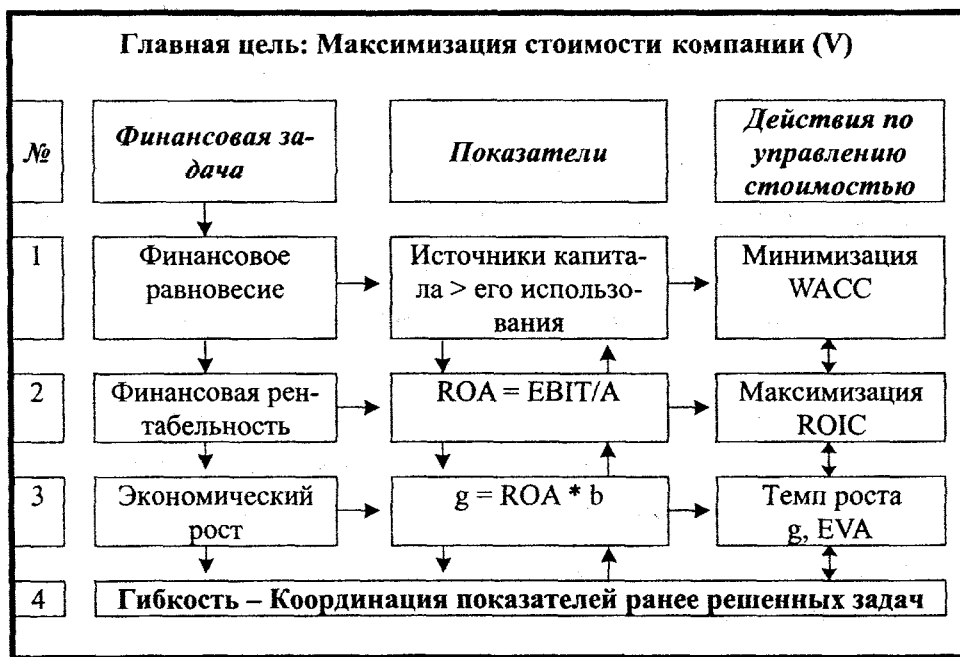


Рис. 2. Система реализации финансовой стратегии через финансовые задачи

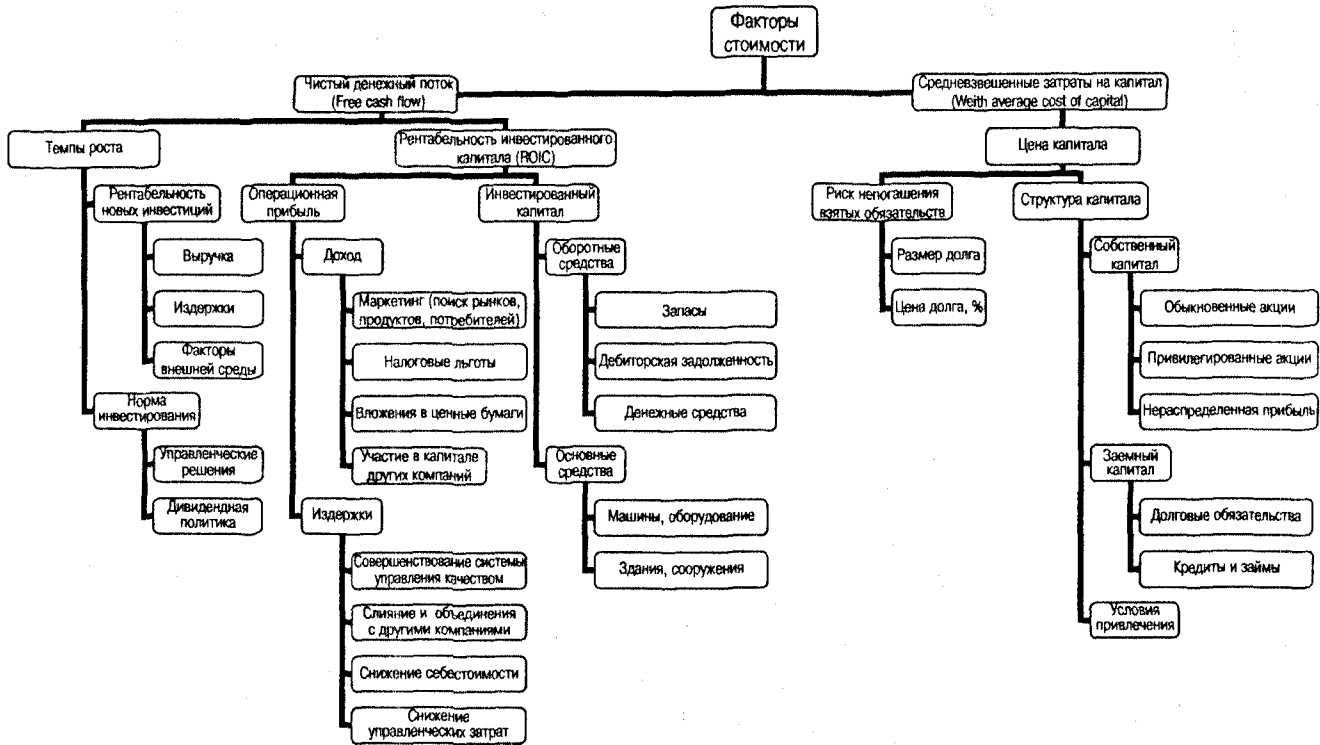


Рис. 1. Схема факторов стоимости

Первый этап - достижение компанией финансового равновесия. Финансовое равновесие понимается в этой связи представляет собой такое соотношение собственных и заемных средств предприятия, при котором за счет собственных средств обеспечивается текущая деятельность и полностью погашаются как прежние, так и новые долги.

Главным фактором по управлению стоимостью выступает показатель WACC (средневзвешенных затрат на капитал).

Второй этап – этап достижения финансовой рентабельности предполагает переход на новый уровень управления стоимостью компании. Финансовая рентабельность рассматривается в данном контексте как экономическая рентабельность активов.

Главным фактором стоимости на данном этапе является показатель ROIC (рентабельности инвестированного капитала).

Рентабельность показывает эффективность использования капитала и является компонентом финансово-экономического равновесия, признаком равновесия в долгосрочной перспективе. Задача менеджеров – максимизировать ROIC за счет увеличения показателя NOPLAT (чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов). Рост чистой операционной прибыли, в свою очередь, может быть достигнут за счет увеличения объема продаж и снижения затрат.

Третий этап финансовой стратегии – экономический рост. Данный этап наступает после решения задач финансового равновесия и финансовой рентабельности. Экономический рост является стратегическим механизмом финансовой стабилизации и представляет собой систему мер, направленных на поддержание достигнутого финансово-

го равновесия предприятия в длительном периоде и повышение финансовой рентабельности.

Темпы роста g влияют на увеличение стоимости компании, которое измеряется через экономическую прибыль. Данный факт означает, что показатель EVA (экономической прибыли) должен быть положительным на третьем этапе финансовой стратегии.

Завершающим, четвертым этапом финансовой стратегии является достижение компанией стадии гибкости управленческих решений, которая характеризуется соблюдением достигнутых значений предыдущих финансовых задач и их оптимизацией. Гибкость проявляется в генерировании свободного денежного потока (FCF) и его максимизации, в оптимальной структуре капитала при формировании затрат на его привлечение (управление WACC), сохранение темпов роста экономической прибыли (EVA) и сохранение достигнутого значения рентабельности инвестированного капитала (ROIC). Максимизация стоимости компании осуществляется за счет роста объема продаж, величины свободных активов, минимизации издержек и др.

На основе разработанного подхода поэтапного решения финансовых задач в работе предложена универсальная модель стратегического планирования при условии, что компания ставит главную цель своего развития – рост стоимости компании.

Для осуществления финансовой стратегии с использованием универсальной модели необходимо произвести ряд действий:

1. Подготовительный этап для использования модели заключается в нахождении исходных данных компании: ее стоимости за прошлые годы и ключевых факторов стоимости.

2. Далее, исходя из существующих показателей, определяется, на каком этапе реализации финансовой стратегии находится предприятие. Вывод об этапе развития компании строится на основе нижеизложенной схемы, которая содержит в себе характеристики четырех этапов финансовой стратегии, совпадающих с решением четырех финансовых задач (рис. 3).

В схеме предложены способы группировки ключевых финансовых показателей стоимости компании и их формульные зависимости, достижение значений которых позволяет решить конкретные финансовые задачи.

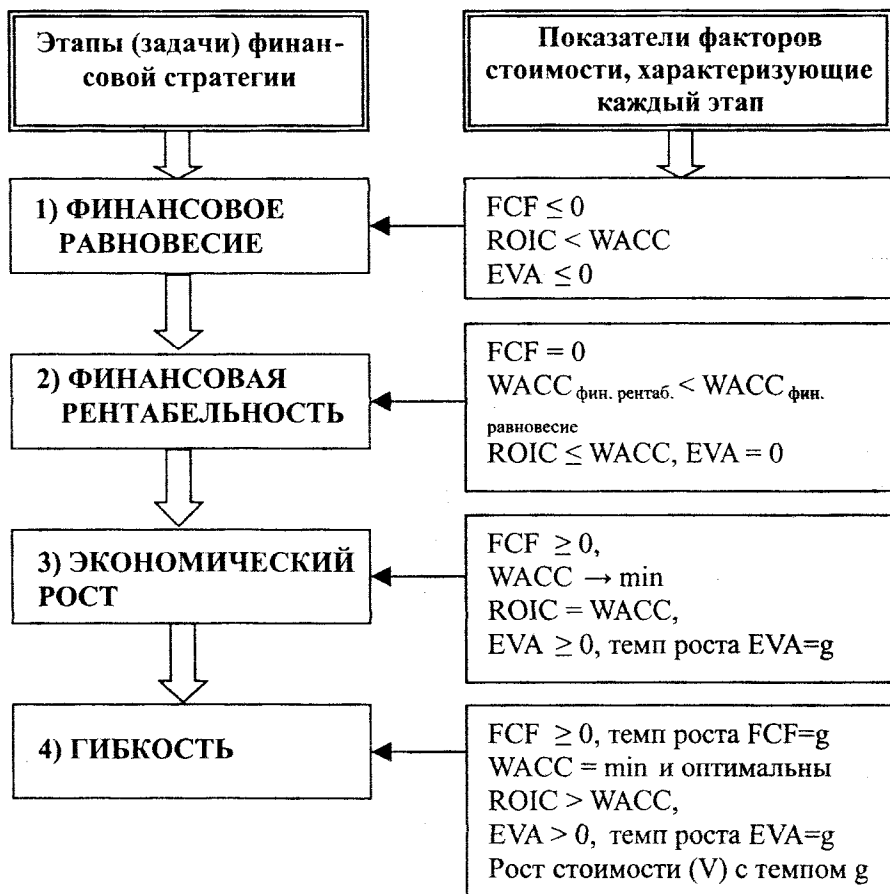


Рис. 3. Характеристики этапов (задач) финансовой стратегии

3. После определения этапа реализации финансовой стратегии компании разрабатывается комплекс действий для продвижения предприятия на следующий этап стратегического развития. Комплекс действий основывается на нижеследующих рекомендациях по принятию управленческих решений (рис. 4).

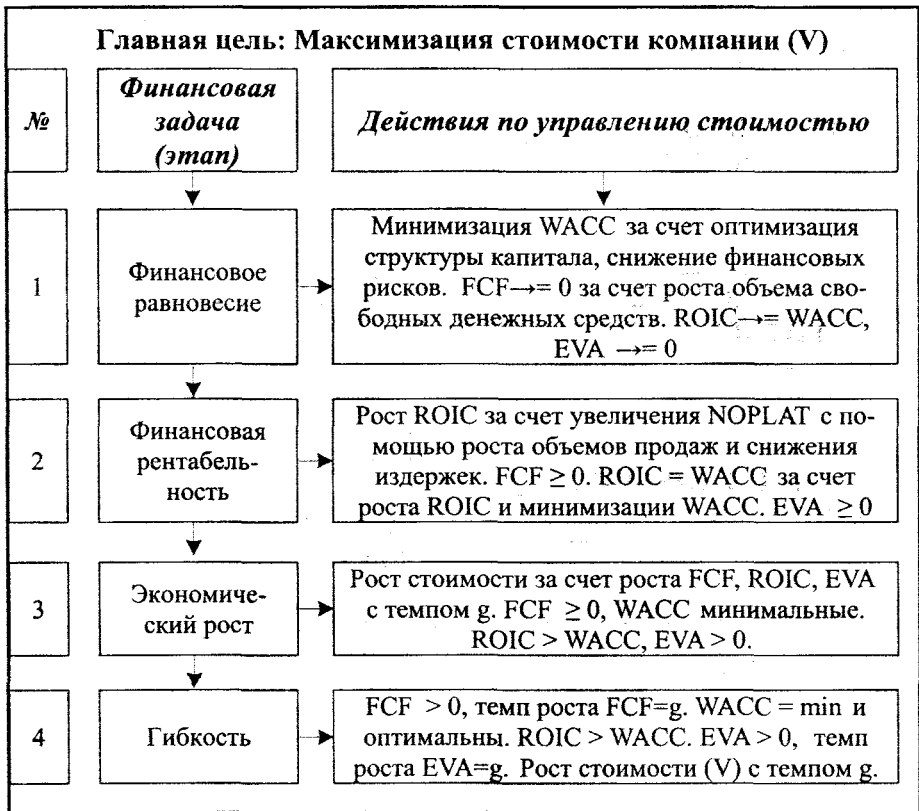


Рис. 4. Рекомендации по управлению стоимостью на каждом этапе реализации финансовой стратегии

4. На основе изложенных выше рекомендаций разрабатывается детальная программа по их достижению, которая зависит от положения конкретного предприятия.

3. Разработка финансовой стратегии компании на основе использования универсальной модели.

С целью апробации универсальной модели стратегического планирования по построению и реализации финансовой стратегии было проведено прикладное исследование на примере трех крупных компаний: западной (Дженерал Электрик), российской (ОАО «Газпром») и региональной (ОАО «Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез).

Выбор объектов исследования в настоящей работе определялся следующими ключевыми моментами: компании должны быть высокодоходными, крупными, инвестиционно привлекательными, известными, с внутренним потенциалом, их акции должны котироваться на бирже; необходимо наличие базы для построения прогнозов, выработки методов управления стоимостью компании в рамках финансовой стратегии.

Практическая часть работы позволила скорректировать универсальную модель по следующим основным направлениям: вывод о решаемой на момент исследования компанией финансовой задачи заключается по большинству значений финансовых показателей, характеризующих текущий этап; с учетом стратегического направления предложенной модели для компаний возможно не только последовательное решение финансовых задач, но и возврат к ранее решенным задачам либо решение параллельно нескольких финансовых задач. При определении этапа стратегического планирования компании необходимо оценивать генеральную тенденцию развития предприятия, с горизонтом не менее 5 лет. На движение компании вверх и вниз по этапам реализации финансовой стратегии в рамках достижения глав-

ной цели по максимизации стоимости оказывают влияние внешние и внутренние факторы.

Прикладное исследование позволило дополнить теоретическую модель практическим содержанием. После применения модели были получены различные результаты по трем исследуемым компаниям. Оказалось, что анализируемые предприятия находятся на разных этапах реализации финансовой стратегии, что позволило продемонстрировать дифференцированный подход к принятию стратегических решений. Достоверность результатов исследования подтверждается их приближенностью к аналитике известных консалтинговых фирм и рейтингов.

Таким образом, предложенная и апробированная универсальная модель стратегического планирования в рамках построения и реализации финансовой стратегии открывает для любой компании новые возможности менеджмента посредством качественного достижения поставленных целей. Направленность всех подразделений организации на рост стоимости компании позволит решить финансовые задачи, стоящие на первых этапах развития компании, и перейти к решению главных задач, тем самым укрепив свои конкурентные позиции на рынке.

В заключении сформулированы основные методологические и теоретические выводы, полученные в ходе диссертационного исследования, а также соответствующие им практические рекомендации.

**Положения и выводы диссертационной
в следующих основных п**

1. Мельникова Н.А., Парфенова Л.Б. Рыночная капитализация ТНК как конкурентное преимущество // Проблемы новой политической экономики. Кострома, 2004. № 1. С. 107 – 116. (Вклад автора 0,6 п.л.).

2. Мельникова Н.А. Новый взгляд на финансовое равновесие компании // Деловые вести Ярославии. Ярославль: ЯрТПП, 2005. № 1. С. 29. (0,13 п.л.).

3. Мельникова Н.А. Рыночная стоимость и финансовое равновесие компании // Экономический вестник Ярославского Университета. Ярославль: ЯрГУ, 2005. № 13. С. 46-52. (0,7 п.л.).

4. Мельникова Н.А. Составляющие финансовой стратегии // Сборник докладов 6- ой Всероссийской научно-практической конференции молодых ученых, студентов и аспирантов. Ярославль: МУБиНТ, 2005. С. 354-356. (0,13 п.л.).

5. Мельникова Н.А. Особенности стратегического планирования // Сборники конференции молодых ученых: проблемы
С. 25 – 27. (0,14