Овсянкин Алексей Владимирович. Инвестиционная оценка стоимости российских предприятий : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 СПб., 2003 190 с. РГБ ОД, 61:03-8/2966-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1 Стоимость предприятия как объект оценки 9

1.1 Становление оценочной деятельности в России 9

1.2 Формирование парадигмы современной теории стоимости 16

1.3 Виды стоимости, цели и принципы оценки 19

1.4 Методы оценки стоимости предприятия 27

Глава 2 Инвестиционная оценка стоимости предприятия на основе дисконтированного денежного потока 42

2.1 Анализ результатов прошлой деятельности 42

2.2 Прогнозирование будущей деятельности 54

2.3 Стоимость капитала предприятия 59

2.4 Оценка стоимости предприятия в постпрогнозный период 74

2.5 Оценка стоимости предприятия и проверка результатов 80

2.6 Использование теории опционов для оценки стоимости предприятия 84

Глава 3 Специфика инвестиционной оценки стоимости предприятия в российских условиях 92

3.1 Оценка денежного потока 92

3.2 Оценка затрат на привлечение капитала 106

3.3 Учет фактора инфляции 116

3.4 Использование опционного подхода 121

3.5 Применение в современных российских условиях методов сравнительного подхода. 129

3.6 Расчет стоимости российского предприятия 135

Заключение 146

Библиографический список 152

Приложения 159

Приложение 1. Математическое приложение 159

Приложение 2. Таблицы 168

Приложение 3. Оценка затрат на привлечение капитала за счет отзывных облигаций 170

Приложение 4. Расчет стоимости российского предприятия 171

**Введение к работе**

Развитие рыночной экономики в России привело к коренной перестройке всей системы отношений, которые существовали в период плановой экономики.

В первую очередь изменения коснулись системы финансов России, в особенности ее исходного звена - финансов предприятий и корпораций. Основным отличием вновь созданной системы явилось то, что она могла функционировать только при наличии реальных собственников, обладающих полной хозяйственной самостоятельностью и ответственностью за результаты хозяйственной деятельности. Поэтому первым этапом реформирования стала приватизация государственных предприятий. При проведении приватизации оценка стоимости предприятия, как правило, не проводилась, и в большинстве случаев собственниками становились прежние руководители, которые часто не задумывались о перспективах будущей деятельности предприятия.

Сегодня ситуация значительно изменилась. Это связано с возникновением рынка собственности, где инвесторы, выбирая объект вложения капитала, ориентируются, прежде всего, на его доходность. Наилучшим критерием эффективности капиталовложений, позволяющим принять верное решение с учетом всех сторон финансово-хозяйственной деятельности объекта инвестиций, является его инвестиционная стоимость.

С развитием в России фондового рынка все более актуальной становится инвестиционная оценка акций российских эмитентов. С одной стороны в ее проведении заинтересованы инвесторы. При выборе объекта долгосрочных инвестиций приоритетными являются не спекулятивные качества ценной бумаги, а ее фундаментальные характеристики, выявление которых возможно только в ходе проведения инвестиционной оценки стоимости предприятия-эмитента. С другой стороны, оценка стоимости отвечает интересам самих эмитентов. К сожалению, до сих пор большинство акций российских предприятий остаются недооцененными, что влечет за собой ряд проблем. В частности, предприятиям становится невыгодно привлекать капитал за счет дополнительной эмиссии акций, так как затраты на размещение могут оказаться слишком высокими по сравнению с объемом привлеченных средств.

Характерной чертой современной российской экономики является наличие большого числа предприятий, испытывающих финансовые проблемы. Вместе с тем многие из этих предприятий обладают значительным потенциалом роста, а их бедственное положение во многих случаях объясняется неспособностью реализации конкурентных преимуществ. В проведении инвестиционной оценки стоимости таких предприятий заинтересованы собственники, стремящиеся не допустить банкротство или поглощение конкурентами. При разработке стратегии финансового оздоровления руководство должно оценить стоимость предприятия, выявить ключевые факторы стоимости и только после этого принять меры, направленные на ее увеличение.

Сравнение экономически развитых стран показало, что страны, в которых увеличение стоимости является приоритетной задачей добиваются более высоких показателей в уровне производительности труда и конкурентоспособности своих товаров и услуг на мировых рынках [48, с.25-51]. Увеличение стоимости предприятия свидетельствует о правильной стратегии развития, принятой руководством, и способствует притоку инвестиций. Реализация подобной стратегии невозможна без проведения инвестиционной оценки стоимости предприятия.

В настоящее время многие предприятия по-прежнему находятся в собственности РФ, субъектов РФ или муниципальных образований. Согласно программе приватизации федерального имущества в 2003 г. предполагается приватизировать акции 628 открытых акционерных обществ и 435 федеральных государственных унитарных предприятий. Ожидается, что доходы от приватизации составят 51 млрд. руб. Чтобы не повторить ошибок, допущенных в начале 90-х годов проведению приватизации должна предшествовать тщательная подготовка и, в первую очередь, профессиональная оценка приватизируемого предприятия. Все сказанное выше свидетельствует об актуальности выбранной темы.

Степень разработанности проблемы. В отечественной литературе в последнее время все чаще появляются работы, посвященные проблеме оценки стоимости предприятий. При этом одни авторы используют в своих работах принципы оценки, существовавшие в годы командно-административной экономики, и рассматривают стоимость предприятия с позиции затрат на его создание, что является неприемлемым с точки зрения инвестиционной оценки. Другие, напротив, строят свои рассуждения на классических методиках, разработанных зарубежными учеными, слепое копирование и использование которых в современных российских условиях невозможно. Это вызвано спецификой отечественного финансового рынка, особенностями налогообложения, бухгалтерского учета и отчетности.

К сожалению, во многих работах отсутствует комплексный анализ процесса инвестиционной оценки стоимости предприятия и делается акцент на одном из этапов оценки. Актуальность и недостаточная комплексная проработанность проблемы обусловили выбор темы диссертации, определили объект и предмет, цель и задачи исследования.

Цель и задачи исследования. Целью настоящего исследования является разработка комплексного подхода к оценке инвестиционной стоимости предприятий с учетом российской специфики. Достижение указанной цели требует решения следующих задач:

- изучение существующих подходов и методов оценки стоимости предприятия;

- изучение основных этапов процесса оценки, теоретических предпосылок, лежащих в их основе, анализ возможности их применения в российских условиях;

- выбор и обоснование конкретного подхода к проведению инвестиционной оценки российских предприятий;

- изучение подхода к инвестиционной оценке стоимости российских предприятий, основанного на применении теории опционного ценообразования;

- выявление и изучение факторов, оказывающих влияние на стоимость предприятия;

- выявление особенностей российского бухгалтерского учета и налогообложения, оказывающих влияние на расчет основных параметров моделей оценки;

- выработка рекомендаций, позволяющих преодолеть проблемы, возникающие в процессе оценки российских предприятий, связанные с нестабильностью российской экономики и неразвитостью рыночной инфраструктуры.

Объектом исследования является российский рынок собственности в процессе его формирования и развития.

Предметом исследования являются экономические отношения, складывающиеся в процессе становления и передела рынка собственности в ходе создания новых предприятий, слияний и поглощений существующих, при продаже или покупке долей акционеров.

Методологическая и теоретическая основа исследования представлена работами таких зарубежных ученых-экономистов как Р.Брейли, Ю.Бригхем, Ван Хорн, Л.Гапенски, Т.Коллер, Т.Коупленд, С. Майерс, Р.Мертон, Ф.Модильяни, М.Миллер, Д.Муррин, С.Росс, У.Шарп и других авторов, а также разработками российских экономистов, исследующих специфику оценки российских предприятий: В.В.Григорьева, А.Г.Грязновой, В.Е.Есипова, Е.И.Тарасевича, М.А.Федотовой и др.

В ходе исследования были использованы общие методы научного познания, используемые как на эмпирическом, так и на теоретическом уровне: сравнение, абстрагирование, моделирование, анализ и синтез.

Информационную базу исследования составили Закон об оценочной деятельности в РФ, Международные и Российские стандарты оценки, Налоговый Кодекс РФ, Положения по бухгалтерскому учету, иные законодательные акты, материалы информационных агентств, официальные статистические материалы, материалы периодической печати по изучаемой проблематике, а также финансовые данные, предоставленные предприятием энергетической отрасли.

Научная новизна исследования состоит в следующем:

1. Показано, что стоимость предприятия не является его абсолютным качеством, а зависит от экономической системы, в которой это предприятие функционирует. Выявлена взаимосвязь между целями оценки, стандартами стоимости и методами оценки. Систематизированы методы, которые целесообразно использовать при проведении инвестиционной оценки стоимости российских предприятий.

2. Выявлены факторы, оказывающие влияние на инвестиционную стоимость предприятия. Разработаны модели, позволяющие оценить взаимосвязь факторов и выявить ключевые факторы стоимости. Оценено влияние стоимости активов, стоимости долга, времени до погашения долга, дисперсии доходности и безрисковой ставки на инвестиционную стоимость, рассчитанную с применением теории реальных опционов.

3. Показана перспективность применения метода дисконтированного денежного потока в российских условиях для проведения инвестиционной оценки предприятий, уточнены его теоретические основы, касающиеся оценки затрат на привлечение капитала, технологии прогнозирования будущей деятельности предприятия, оценки стоимости в постпрогнозном периоде.

4. Проведена адаптация метода дисконтированного денежного потока для инвестиционной оценки стоимости российских предприятий с учетом российской системы налогообложения, бухгалтерского учета и отчетности. Разработаны адаптированные алгоритмы расчета денежного потока, затрат на привлечение капитала и учета фактора инфляции. Адекватность предложенных методов проверена на оценке стоимости российского предприятия энергетической отрасли.

5. Вскрыты недостатки применения для инвестиционной оценки стоимости предприятий в российских условиях методов сравнительного подхода. Показано преимущество метода дисконтированного денежного потока по сравнению с методами сравнительного подхода. Предложено использование идеи, лежащей в основе метода компании-аналога, для оценки затрат на привлечение капитала в рамках метода дисконтированного денежного потока.

6. Предложено развитие технологии инвестиционной оценки стоимости предприятия за счет применения теории опционного ценообразования. Показаны преимущества метода реальных опционов, обусловленные возможностью оценки гибкости принимаемых решений в зависимости от условий ведения бизнеса, характерной для предприятий реального сектора, оценить которую с помощью традиционных методов невозможно. Выявлены недостатки метода, связанные со сложностью оценки параметров модели.

Практическая значимость исследования состоит в том, что, создан методический инструментарий для применения теоретических положений в рамках модели оценки стоимости предприятия, позволяющий не только рассчитать стоимость предприятия, но и выработать рекомендации по ее увеличению, а также количественно оценить влияние различных факторов на стоимость предприятия.

Апробация результатов исследования. Основные идеи и выводы работы прошли апробацию на научных сессиях профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 2000 г. и 2001 г. в Санкт-Петербургском государственном университете экономики и финансов (СПбГУЭФ), симпозиуме «Проблемы обеспечения конкурентоспособности» (СПбГУЭФ, 2001 г.). Теоретические выводы и практические рекомендации работы были использованы в рамках учебных курсов «Производные финансовые инструменты» и «Управление инвестиционным портфелем». Положения диссертации опубликованы в 8 работах автора общим объемом 2,8 п.л.

Структура работы. Основная часть диссертационного исследования изложена на 151 странице машинописного текста. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка из 150 источников, 4 приложений, содержит 43 таблицы, 2 рисунка.

Во введении обосновывается актуальность выбранной темы, рассматривается научная новизна, формулируются цель, задачи, объект и предмет исследования, его практическая и теоретическая значимость.

В первой главе рассматривается становление оценочной деятельности в Российской Федерации, формирование парадигмы современной теории стоимости, понятие стоимости предприятия, определяются различные виды стоимости, цели расчета стоимости. Особое внимание уделено изучению различных подходов к оценке стоимости, их сравнению, а также обоснованию применения для инвестиционной оценки метода дисконтированного денежного потока.

Вторая глава посвящена анализу метода оценки стоимости предприятия на основе дисконтирования денежного потока. В главе рассматриваются основные этапы процесса оценки, выявляются и анализируются факторы стоимости, выводятся формулы оценки. В качестве дополнения к методу дисконтированного денежного потока при проведении инвестиционной оценки рассматривается нетрадиционный подход, основанный на теории опционного ценообразования.

В третьей главе анализируется возможность применения классических зарубежных методик оценки в российских условиях. Предлагается модель оценки денежного потока с учетом специфики российского бухгалтерского учета и отчетности. Рассматриваются сложности, возникающие при оценке предприятий в России и пути их преодоления. Представлен практический пример расчета стоимости российского предприятия.

В заключении сформулированы основные выводы и предложения по результатам научного исследования, предложенного в работе.

## Становление оценочной деятельности в России

Оценочная деятельность в Российской Федерации развивается на основе богатого опыта оценки, накопленного за рубежом.

Основные принципы и методы оценки были разработаны в странах с развитой рыночной экономикой к сороковым годам двадцатого столетия. Постепенно возникла потребность в формулировке общих для мировой экономики принципов, идей и правил, что нашло свое отражение в Стандартах оценки, Кодексах профессиональной этики оценщика и других документах, разработанных в 60 - 70-х годах.

В 1977 году была создана как некоммерческая ассоциация национальных организаций оценщиков Европейская Группа Оценщиков Основных Фондов EGOVOFA (The European Group of Valuers of Fixed Assets), которая после слияния с аналогичной организацией EUROVAL стала называться TEGOVA (The European Group of Valuers Associations). Одной из главных целей при создании этой организации была разработка общих стандартов оценки, представляющих взгляды профессиональных организаций во всех странах Европейского Союза.

С созданием в 1981 году Международного Комитета по стандартам Оценки -IVSC (International Valuation Standart Committee) процесс развития оценочной деятельности вышел за рамки Европейского Союза на международный уровень.

Основными задачами IVSC являются: формулировка и публикация стандартов и практических рекомендаций по процедуре оценки имущества для использования в финансовой отчетности, осуществление деятельности по распространению этих материалов в мировом масштабе, способствование их принятию и соблюдению национальными организациями. В своей деятельности IVSC поддерживает постоянную связь с Международным комитетом по стандартам бухгалтерского учета, Международной федерацией бухгалтеров, Международным комитетом по аудиторской деятельности. В мае 1985 года IVSC был включен в реестр Экономического и социального Совета ООН. Первая редакция Международных стандартов оценки была опубликована в 1985 г. В настоящее время ведется большая работа по принятию Стандартов в тех областях оценки, которые пока еще не стандартизированы.

Оценочная деятельность в Российской Федерации развивается высокими темпами и достигла вполне конкретных и значимых результатов. Сформулированы и введены в практику основные методологические процедуры оценки, учитывающие современный мировой опыт и традиционно сложившиеся в России нормативно-методические подходы и разработки. Сформирована и утверждена на государственном уровне новая для России профессия - оценщик имущества, создана нормативная база, устанавливающая основные правила оценочной деятельности, введено обязательное лицензирование оценщиков.

Основным документом, регулирующим оценочную деятельность в России является Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» принятый 29 июля 1998 г. В указанном законе дано определение оценочной деятельности. Под ней понимается деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости. Закон определяет основные понятия, связанные с проведением оценки, регламентирует права и обязанности оценщика, содержит требования к отчету о проведении оценки, а также положения о регулировании оценочной деятельности. Законом установлено для РФ, субъектов РФ, муниципальных образований, физических и юридических лиц безусловное право на проведение оценки любых принадлежащих им объектов оценки независимо от установленного порядка осуществления статистического учета, бухгалтерского учета и отчетности. Кроме того, законом оговаривается, что проведение оценки является обязательным в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично РФ, субъектам РФ либо муниципальным образованиям.

## Анализ результатов прошлой деятельности

Первый этап в оценке стоимости предприятия методом дисконтированного денежного потока состоит в анализе результатов его деятельности в прошлом. Это позволяет получить не только представление о финансовом состоянии предприятия, но также" изучить особенности его деятельности, которые оказывают непосредственное влияние на стоимость. Особое значение анализа результатов прошлой деятельности состоит в том, что он позволяет сделать прогноз на будущее.

Так как стоимость предприятия согласно метода дисконтированного денежного потока определяется размером денежного потока, наибольший интерес на первом этапе вызывает расчет денежного потока, который предприятие генерировало на протяжении последних лет и анализ его динамики. По определению денежный поток — это величина денежных средств, полученных за определенный период времени и остающихся в распоряжений предприятия, которые могут быть распределены без ущерба для дальнейшего его функционирования и экономического роста. Как правило, различают два типа денежного потока:

1) денежный поток для собственного капитала;

2) денежный поток для всего инвестированного капитала.

Денежный поток для собственного капитала представляет собой объем денежных средств, доступных акционерам предприятия.

При расчете денежного потока для инвестированного капитала не проводится различий между собственным и заемным капиталом и оценивается совокупный денежный поток, доступный как акционерам, так и кредиторам.

В бухгалтерской отчетности данные показатели не содержатся, поэтому их оценка требует дополнительного расчета.

Использование показателей денежного потока от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности для оценки стоимости предприятия методом дисконтированного денежного потока неудобно в силу того, что данный метод предполагает нахождение отдельно денежного потока предприятия от основной и неосновной деятельности. Это имеет принципиальное значение, так как риск основной деятельности может существенно отличаться от риска неосновной деятельности. В силу этого денежный поток от различных видов деятельности должен дисконтироваться по разным ставкам.

В зарубежной литературе для обозначения денежного потока от основной деятельности используется термин свободный денежный поток. В последнее время этот термин все чаще используется и отечественными авторами. В частности, он присутствует в проекте Методических рекомендаций по оценке бизнеса, подготовленном Российским обществом оценщиков. В дальнейшем изложении понятия денежный поток от основной деятельности и свободный денежный поток будут употребляться как синонимы. При этом анализ будет построен на модели оценки денежного потока для всего инвестированного капитала.

## Оценка денежного потока

Существует два подхода к расчету денежного потока: прямой и косвенный. Прямой метод предполагает анализ фактического движения денежных средств на расчетном счете и в кассе, например, поступление выручки от реализации, оплата за материалы, выдача заработной платы. В России данный метод положен в основу формы отчета о движении денежных средств. В долгосрочной перспективе прямой метод расчета дает возможность оценить уровень ликвидности корпорации. В оперативном управлении финансами прямой метод может использоваться для контроля за процессом формирования выручки от реализации и выводов относительно достаточности денежных средств для платежей по финансовым обязательствам [23, с.433].

Недостатком данного метода является то, что он не учитывает взаимосвязи полученного финансового результата (прибыли) и изменения абсолютного размера денежных средств предприятия.

Косвенный метод предпочтителен с аналитической точки зрения, так как позволяет определить взаимосвязь полученной прибыли с изменением величины денежных средств. Расчет денежных потоков косвенным методом ведется от показателя чистой прибыли с необходимыми его корректировками в статьях, не отражающих движение реальных денег по соответствующим счетам.

Преимущество использования денежного потока по сравнению с большинством показателей бухгалтерского учета состоит в том, что денежный поток не зависит от стандартов бухгалтерского учета, используемых в той или иной стране. Например, прибыль, рассчитанная в соответствии с нормами бухгалтерского учета Германии, может стать убытком, если для ее расчета применить стандарты США. Денежный поток лишен этого недостатка, так как отражает движение денег. Сложность, связанная с использованием денежного потока состоит в том, что основной источник информации при его расчете - это данные бухгалтерского учета. Поскольку стандарты ведения бухгалтерского учета в разных странах отличаются, расчет денежного потока должен быть организован таким образом, чтобы избежать влияния особенностей бухгалтерского учета той страны, в которой работает предприятие.

В последние годы в российском бухгалтерском учете произошли существенные изменения, основная цель которых - приблизить отечественные стандарты учета к международным. Тем не менее, по многим вопросам и на сегодняшний день имеются существенные отличия, которые представлены в таблице 6. В таблице обозначены лишь наиболее принципиальные различия бухгалтерских стандартов. На практике этих различий гораздо больше. Оценщика они интересуют лишь постольку, поскольку на основе принятых методов ведения учета формируются бухгалтерские показатели, которые, в свою очередь, участвуют в расчете денежного потока.

В этой связи расчет денежного потока легче вести с использованием прямого метода, что требует наличия информации о движении денежных средств предприятия. Однако при прогнозировании будущей деятельности, как правило, в первую очередь составляются прогнозные балансы и отчеты о прибылях и убытках, а денежный поток рассчитывается на их основе. Такая последовательность действий целесообразна с точки зрения комплексного подхода, который предполагает, с одной стороны, взаимосвязь показателей отражаемых в балансе и отчете о прибылях и убытках, а с другой - равенство активов предприятия источникам их формирования. Если в процессе планирования не достичь выполнения указанных условий, прогноз будет содержать ошибку и, следовательно, неверным окажется рассчитанный на базе прогнозируемых показателей денежный поток.