Шевчук Дмитрий Игоревич. Оценка рыночной стоимости предприятий : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2002 176 c. РГБ ОД, 61:02-8/2507-8

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Основы оценочной деятельности и движущие силы формирования стоимости предприятий в Российской Федерации .12

1.1. Экономическая сущность понятия стоимости 12

1.2. Принципы, лежащие в основе оценки рыночной стоимости предприятий 24

1.3. Факторы, влияющие на формирование стоимости предприятий 31

Глава 2. Анализ подходов и методов оценки рыночной стоимости предприятий, адекватных современной отечественной практике 36

2.1, Использование затратного подхода для оценки рыночной стоимости предприятий 37

2.1.1. Метод стоимости чистых активов 37

2.1.2. Метод ликвидационной стоимости 39

2.2, Разработка альтернативных методов в рамках доходного подхода на базе современной практики оценки 41

2.2.1. Метод дисконтированного денежного потока 42

2.2.2. Метод капитализации прибыли 71

2.2.3. Оценка стоимости предприятий с помощью метода ипотечно-инвестиционного анализа...,, 74

2.2.4. Применение модели оценки опционов в рамках доходного подхода 79

2.3, Использование сравнительного подхода для определения рыночной

стоимости предприятий 90

2.3.1. Метод рынка капитала и метод сделок. 95

2.3.2. Применение регрессионного анализа в рамках сравнительного подхода к оценке 108

Глава 3. Определение итоговой величины рыночной стоимости предприятия ..114

3.1. Скидки (премии) в зависимости от степени контроля оцениваемого пакета акций 114

3.2. Корректировка стоимости оцениваемой доли собственности в зависимости от степени ликвидности 127

3.3. Определение рыночной стоимости пакета акций ОАО "XXX" 136

Заключение 159

Библиография 166

Приложение 175

**Введение к работе**

Актуальность темы. В зарубежной практике оценка стоимости предприятия уже давно перестала являться просто определением продажной цены, по которой какое-либо предприятие в результате сделки купли-продажи переходит из рук в руки. Развитые системы кредитования и страхования, активизация процессов слияний и поглощений компаний на рынке требуют достоверной экспертизы собственности, оценки пакетов акций, предприятий в целом, причем оценки по рыночной стоимости, которая складывается на свободном конкурентном рынке. Кроме того, определение стоимости предприятий позволяет охарактеризовать эффективность финансового менеджмента, оценить благосостояние акционеров.

Спрос порождает предложение: ведущие консалтинговые компании активно предлагают свои услуги в сфере оценочной деятельности, развиваются специализированные оценочные фирмы, ведущие университеты и школы бизнеса проводят серьезные исследования в области оценки. В настоящее время можно сказать, что оценка стоимости предприятий является одним из наиболее динамично развивающихся сегментов корпоративных финансов на зарубежном рынке.

В России оценочная деятельность активно развивается с начала осуществления приватизации государственных предприятий. Причем на ранних этапах приватизации за основу оценки принималась неоткорректированная балансовая стоимость, и использовался затратный подход к оценке, что не позволяло получить реальную рыночную оценку предприятий.

По мере развития процессов приватизации, законодательной и нормативной базы, становления рыночной экономики возрастает необходимость в оценочных услугах. В оценке заинтересованы инвесторы, желающие разместить капитал наиболее выгодным образом с наименьшим риском, кредитные учреждения, заинтересованные в достоверном определении стоимости залога и минимизации риска невозврата кредитов, страховщики, которые хотели бы выяснить стоимость предприятий-клиентов, другие хозяйствующие субъекты. Причем в современных российских условиях заказчиков оценки интересует прежде всего рыночная стоимость предприятий.

Для получения достоверной рыночной оценки российские эксперты помимо традиционного для отечественной практики затратного подхода широко используют зарубежный опыт: доходный и сравнительный подходы к оценке. Несмотря на непродолжительный период развития оценочной деятельности в Россші, можно констатировать, что передовые зарубежные методы оценки дают хороший результат в отечественной практике, и оценочные проекты выполняются на высоком профессиональном уровне.

Однако существует ряд сложностей при применении зарубежных подходов и методов оценки в современных российских реалиях переходной экономики. Неразвитость рынка капитала и неликвидность акций большинства предприятий затрудняют применение сравнительного подхода, а общая макроэкономическая нестабильность и высокий уровень рисков ставят под сомнение основу доходного подхода к оценке -прогнозирование будущих доходов предприятий.

Совершенно очевидно, что в процессе развития рыночной экономики в России и интеграции отечественной экономики в мировое экономическое сообщество будет устранено большинство препятствий на пути применения в российской оценочной практике подходов и методов, хорошо зарекомендовавших себя за рубежом. Однако уже в настоящее время усилия российских специалистов в области оценки направлены на адаптацию зарубежных методов к отечественным условиям и разработку новых эффективных методов на основе передового зарубежного опыта.

Целью исследования является разработка методов оценки, адекватных современным российским условиям.

Поставленная цель определяет следующий круг задач;

- исследовать понятие рыночной стоимости предприятия и выявить взаимосвязь между рыночной и другими видами стоимости;

- выделить основные принципы оценки стоимости предприятий;

- определить факторы, оказывающие влияние на формирование рыночной стоимости предприятий;

- проанализировать использование в России затратного подхода и степень его влияния в современной практике оценки;

« - проанализировать и обобщить современные методы оценки

рыночной стоимости предприятий в рамках доходного подхода и выявить методы, наиболее адекватные российским условиям;

- исследовать применение сравнительного анализа рыночной информации для оценки стоимости предприятий;

- выявить влияние на формирование итоговой величины стоимости степени контроля и ликвидности оцениваемой доли предприятия.

Предметом исследования являются отношения, возникающие в процессе формирования и изменения рыночной стоимости предприятий, а также подходы и методы, необходимые для адекватной оценки стоимости предприятий в современных российских условиях.

В качестве объекта исследования выступает рыночная стоимость предприятия (на примере хозяйствующего субъекта (телекомпании) - ОАО i4XXX").

Методологическую основу диссертационного исследования составляет комплексный, системный подход к определению рыночной стоимости предприятия, основанный на достижениях отечественной и зарубежной экономической мысли.

По своему содержанию работа представляет собой исследование, лежащее на стыке макроэкономики (влияние стоимости государственных заимствований на стоимость предприятия) и микроэкономики (теория фирмы), а также конкретных экономических дисциплин (финансовый менеджмент, бухгалтерский учет и др., изучающих практику учета на предприятии и деятельность предприятий в различных экономических условиях). Это позволило автору опираться как на теорию, так и на практические результаты, накопленные в соответствующих разделах экономической науки.

В диссертационном исследовании применялись методы статистического анализа (сопоставление, сравнение, экстраполяция, регрессионный анализ).

В процессе исследования были использованы труды классиков экономической мысли: А.Смита, К.Маркса, Ф.Энгельса, Ф.Модильяни, М.Миллера, П.Самуэльсона. Кроме того, диссертационное исследование базируется на трудах отечественных ученых по проблемам формирования стоимости. С.Г.Струмилина, Л.В.Канторовича, А.В.Бачурина, Н.Я.Петракова, В.А.Слепова, С.И.Лушина, В.ИЛепланова, В.В.Остапенко. Современные проблемы оценки рыночной стоимости и управления финансами предприятий в отечественных условиях отражены в работах М.А.Федотовой, В.М.Рутгайзера, С.В.Валдайцева, Ю.В.Козыря,

А.Г.Перевозчнкова, Н.Н.Тренева. В диссертационном исследовании также использованы работы зарубежных ученых в области оценки стоимости предприятий, теории корпоративных финансов и инвестиций, опционного ценообразования, а именно: труды Т.Коупленда, Т.Колдера, Д.Муррина, Дж.Фридмена, Н.Ордуэя, ПШратта, Дж.Фишмена, К.Гриффита, К.Унлсона, Р.Брейли, С.Майерса, Ю.Бригхема, Л.Гапенски, У.Шарпа, Ф.Блэка, М.Шоулза, Д.Сигеля. Дж.Смита, М.Бреннана, Е.Шварца, Дж.Пэддока.

Изучение этих трудов выявило необходимость анализа и обобщения существующих представлений об оценке рыночной стоимости предприятий и разработке методов оценки, соответствующих современным отечественным условиям.

Наиболее существенные результаты, полученные лично соискателем, состоят в следующем:

- исследовано понятие рыночной стоимости предприятия и выявлена взаимосвязь между рыночной и другими видами стоимости;

- выделены основные принципы оценки и определены факторы, оказывающие влияние на формирование рыночной стоимости предприятий;

- определена возможность использования в России затратного подхода к оценке стоимости предприятий и выявлена степень его влияния в современной отечественной практике;

- оценено влияние международного финансового рынка и стоимости государственных заимствований на величину ставки дисконтирования в рамках доходного подхода к оценке стоимости предприятий;

- изучено использование балансовой стоимости акционерного капитала в качестве альтернативы курсовой стоимости акций в рамках метода капитализации прибыли;

•

- разработаны методы оценки стоимости предприятий на основании присутствующих в хозяйственной практике предприятий опционов;

- предложен метод оценки, базирующийся на синтезе метода дисконтированного денежного потока и метода оценки опционов;

- исследовано применение сравнительного анализа рыночной информации о фактических ценах купли-продажи акций для оценки стоимости предприятий;

- выявлена возможность применения линейной регрессии в рамках сравнительного подхода к оценке стоимости предприятий;

- изучена возможность количественной оценки скидок и премий, зависящих от степени контроля оцениваемой доли собственности;

- классифіщированьї рыночные факторы, оказывающие влияние на ликвидность предприятия.

Научная новизна результатов:

- доказана возможность применения в рамках метода дисконтированного денежного потока ставки дисконтирования, основанной на безрисковой

ставке для зарубежного рынка с учетом странового риска, что позволяет адаптировать данный метод к отечественным условиям и широко применять его в практике оценки стоимости предприятий;

- предложена модель оценки, основанная на дисконтировании денежных потоков по безрисковой ставке и использующая в качестве премии за риск цены опционов на покупку и продажу, возникающих при формировании денежных потоков, что дает возможность точнее учитывать риски в процессе дисконтирования и корректировать результат стоимости предприятия, полученный в рамках доходного подхода;

- разработана регрессионная модель оценки, использующая в качестве исходных данных основные финансово-экономические показатели предприятий (выручка от реализации, прибыль, стоимость активов) и

позволяющая уточнять результат стоимости, получаемый в рамках сравнительного подхода, а также шире применять зарубежные компании в качестве аналогов для оценки российских предприятий; - выявлено влияние совокупности рыночных факторов на ликвидность предприятия и проанализирована возможность количественной оценки скидок и премий, зависящих от степени контроля пакета акций.

Теоретическая и практическая значимость результатов диссертации. Основные положения и выводы диссертации развивают теорию оценочной деятельности. Практическая значимость результатов диссертационного исследования состоит в совершенствовании современной отечественной практики оценки. Результаты диссертации могут быть использованы:

1) профессиональными организациями экспертов-оценщиков (Российское общество оценщиков. Российская коллегия оценщиков) для повышения эффективности оценочной деятельности;

2) в качестве основы практических пособий и программ повышения квалификации специалистов в области приватизации и управления государственной собственностью;

3) для повышения инвестиционной привлекательности отечественных предприятий, большинство из которых недооценены фондовым рынком;

4) при разработке учебно-методических пособий по дисциплинам "Оценка бизнеса", "Финансовый менеджмент , "Корпоративные финансы".

Апробация результатов исследования. Основные положения работы использованы в ООО "Экономико-правовая экспертиза" для повышения достоверности выполняемых отчетов по оценке стоимости предприятий.

Положения и результаты работы докладывались на ежегодных Плехановских чтениях Российской экономической академии им. Г.В.Плеханова в 1998-2001 гг., а также на конференции аспирантов в 1999 г.

Итоговые результаты исследования докладывались и обсуждались на научно-практическом семинаре "Новые подходы к оценке бизнеса" Межотраслевого института повышения квалификации РЭА им. Г.В.Плеханова в сентябре 2001 г.

По теме исследования опубликовано 11 печатных работ, общим объемом 4,0 п.л.

Структура и объем работы. Цель и задачи исследования обусловили следующую его структуру.

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложения.

Объем работы -176 страниц.

## Экономическая сущность понятия стоимости

Переход России к рыночной экономике обусловил появление специфического товара - это предприятие,, фирма, которые могут быть объектами кушш-продажи. Причем предприятие как товар может выступать в двух формах: с одной стороны, предприятие, являясь единым имущественным комплексом, может быть приобретено или продано по желанию владельца, с другой - объектом купли-продажи может стать часть предприятия, представляемая ценными бумагами - титулами собственности, акциями.

Подчиняясь действию ряда факторов, стоимость предприятий изменяется. При изменении экономической конъюнктуры покупка или t продажа предпринимателями предприятий или участия в них требует объективной оценки, то есть процесса определения реальной рыночной стоимости предприятия. Рыночный механизм невозможен без развития рынка ценных бумаг, что также требует проведения оценки предприятий: так, потребность в оценке вызывается необходимостью определить цену определенного пакета акций.

Согласно основному нормативному документу, регулирующему оценочную деятельность в Российской Федерации - Федеральному закону от 29.07.1998 г. X» 135-ФЗ "Об оценочной деятельности в Российской Федерации", оценка объектов собственности (объектов, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям) является обязательной при приватизации, передаче в доверительное управление либо в аренду, использовании объектов оценки в качестве предмета залога, продаже, переуступке долговых обязательств, передаче в качестве вклада в уставные капиталы юридических лиц. национализации, ипотечном кредитовании, выкупе, при проведении оценки в целях контроля за правильностью уплаты налогов.

Согласно Закону Российской Федерации от 26.12.1995 г. Ш 208-ФЗ "Об акционерных обществах" в ряде случаев (дополнительная эмиссия, выкуп акций) должна проводиться оценка рыночной стоимости акционерного капитала независимыми оценщиками.

Возрастает потребность в оценке рыночной стоимости предприятий и при инвестировании, кредитовании, страховании, исчислении налогооблагаемой базы. Понятие, процесс формирования, составные элементы стоимости всегда привлекали классиков экономической теории, занимали значительное место в учениях известнейших зарубежных и отечественных авторов, были центральным звеном экономической науки вообще, тем базисом, без понимания которого невозможны исследования других экономических проблем.

Существует несколько точек зрения на понятие стоимости.

Основоположником трудовой теории стоимости считается Адам Смит. В своей работе "Исследование о природе и причинах богатства народов" Смит утверждал, что "один лишь труд, стоимость которого никогда не меняется, является единственным и действительным мерилом, при помощи которого во все времена и во всех местах можно было расценивать и сравнивать стоимость всех товаров. Именно труд составляет их действительную цену, а деньги составляют лишь их номинальную цену 1 и далее "... труд является единственным всеобщим эквивалентом, равно как и единственным точным мерилом стоимости, или единственной мерой, посредством которой мы можем сравнивать между собой стоимости различных товаров во все времена и во всех местах"2.

По Смиту, цена большинства товаров определяется суммой заработной платы работника, ренты землевладельца и прибыли капиталиста, либо сводится к одной из этих составных частей. При этом "труд определяет стоимость не только той части ценыэ которая приходится на заработную плату, но и тех частей, которые приходятся на ренту- и прибыль"1.

Смитом выделяются "естественная" и "фактическая" или "рыночная" цена товаров. "Если цена какого-либо товара соответствует тому, что необходимо для оплаты в соответствии с их естественными нормами земельной ренты, заработной платы и прибыли на капитал, затраченный при добыче, обработке и доставке его на рынок, то товар этот продается, можно сказать, по его естественной цене". "Фактическая цена, за которую обычно продается товар, называется его рыночной ценой. Она может или превышать его естественную цену, или быть ниже ее, или же в точности совпадать с нею". "Рыночная цена каждого отдельного товара определяется соотношением между количеством, фактически поставленным на рынок, и спросом на него со стороны тех, кто готов уплатить его естественную цену, или полную стоимость ренты, заработной платы и прибыли, которые надлежит оплатить для того, чтобы товар доставлялся на рынок" .

## Использование затратного подхода для оценки рыночной стоимости предприятий

Метод стоимости чистых активов является наиболее распространенным методом. Данный метод рекомендован и разрабатывался при участии государственных органов (Министерство финансов, ФКЦБ). В расчетах используются данные балансовых отчетов предприятий. Основная формула при использовании метода стоимости чистых активов:

Сумма чистых активов предприятия = Сумма активов - Сумма

обязательств

При этом в состав активов включаются следующие разделы баланса: I раздел баланса ("Внеоборотные активы") - полностью, П раздел ("Оборотные активы") - полностью, кроме статей "Задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал" и "Собственные акции, выкупленные у акционеров".

Сумма обязательств включает: из III раздела баланса ("Капитал и резервы") - статью "Целевые финансирование и поступления", IV раздел ("Долгосрочные обязательства") - полностью, V раздел ("Краткосрочные обязательства") - полностью.

Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменения конъюнктуры рынка, используемых методов учета не соответствует рыночной стоимости. В результате возникает необходимость корректировки баланса с целью приведения к рыночной стоимости каждого актива и обязательства.

На практике используется метод откорректированных чистых активов: при расчете активов используется не балансовая стоимость, а рыночная. Метод стоимости чистых активов видоизменяется следующим образом: сначала определяется рыночная стоимость элементов имущественного комплекса предприятия и сравнивается с соответствующими статьями балансового отчета, а затем к найденной величине стоимости применяется методика расчета чистых активов и определяется сумма чистых активов предприятия.

Основные этапы определения рыночной стоимости предприятия методом откорректированных чистых активов:

1. Определение рыночной стоимости недвижимости предприятия.

2. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования.

3. Вычисление стоимости нематериальных активов.

4. Оценка рыночной стоимости долгосрочных и краткосрочных

финансовых вложений.

5. Определение стоимости товарно-материальных запасов,

6. Оценка дебиторской задолженности.

7. Оценка расходов будущих периодов.

8. Определение текущей стоимости обязательств предприятия,

9. Вычисление суммы чистых активов как разности между рыночной стоимостью суммы активов и текущей стоимостью обязательств.

Содержание этапов определения рыночной стоимости предприятия методом откорректированных чистых активов приводится в приложении к настоящей работе.

## Скидки (премии) в зависимости от степени контроля оцениваемого пакета акций

Скидки за неконтрольный характер пакета акций носят универсальный характер, то есть применяются в качестве итоговых корректировок как при использовании доходного, так и сравнительного и затратного подхода к оценке стоимости предприятий, потому имеет смысл рассмотреть в данной главе внесение вышеназванных корректировок при использовании всех трех основных методов оценки.

В результате оценки предприятия методом дисконтированного денежного потока получаем стоимость контрольного пакета акций. Действительно, ведь согласно методу дисконтированного денежного потока стоимость предприятия определяется по его будущим денежным потокам. Контролирующий же предприятие инвестор может практически в любой ситуации легальным способом присвоить заработанные предприятием средства, главное,, чтобы эти денежные потоки вообще имели место на предприятии. Таким образом, в данном случае не требуется добавления к величине стоимости предприятия премии за контроль, а, напротив, если оценивается неконтрольный пакет, то необходимо сделать скидку.

Аналогично при использовании затратного подхода не требуется добавления к найденной величине стоимости предприятия премии за контроль, так как данный подход наиболее применим в случаях, когда осуществляется продажа оцениваемых активов предприятия при одновременном сокращении выпуска либо даже закрытии предприятия и присвоении выручки от этой продажи, то есть оценивается стоимость контрольного пакета.

Метод рынка капитала ориентирован на оценку одной акции предприятия (одной процентной единицы уставного капитала паевой фирмы) для инвестора, приобретающего в предприятии долю меньшинства. Дело в том, что оценочные мультипликаторы, которые применимы в этом методе, рассчитываются по котировкам рыночной цены ликвидных акций компании-аналога, которые на фондовом рынке покупались и продавались мелкими пакетами. Поэтому, если в конкретном рассматриваемом случае необходима оценка рыночной стоимости контрольного пакета анализируемого предприятия, то к полученной методом рынка капитала величине следует добавить премию за контроль.

Метод сделок, напротив, ориентирован на получение оценки стоимости предприятия в расчете на инвестора, приобретающего контроль над предприятием, Здесь возможно применение скидки за неконтрольный характер в случае оценки для инвестора, приобретающего не дающую контроля долю предприятия.

Рассмотрим понятия премии за контроль и скидки за неконтролъный характер пакета. Комитет по оценке стоимости бизнеса Американского общества оценщиков следующим образом определил эти термины.

"Премия за контрольный характер - дополнительная стоимость, присущая контрольной доле собственности в противоположность миноритарной доле, отражающая дополнительные полномочия по управлению компанией" . Данная величина рассматривается как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за пять рабочих дней до официального объявления о слияниях компаний. Однако практика показывает, что в преддверии слияний курс акций начинает расти раньше, чем за пять дней до официального объявления о сделке, что приводит к занижению премии за контроль. Поэтому чаще отслеживается курс за период от двух месяцев до пяти рабочих дней.

"Скидка за неконтрольный характер доли собственности -уменьшение, относительно пропорциональной доли стоимости бизнеса в целом, стоимости акции, отражающее отсутствие полномочий по управлению компанией .