Рогозина Анна Юрьевна. Оценка рыночной стоимости миноритарных пакетов некотируемых акций : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 117 c. РГБ ОД, 61:03-8/2501-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его институтов 9

1.1. Организационно-правовые и социальные аспекты функционирования акционерных обществ 9

1.2. Акции, их сущность и значение в рыночной экономике 16

1.3. Основные теории формирования дивидендной политики акционерных обществ 30

Глава 2. Проблемы формирования и обоснования основных методов оценки рыночной стоимости акций компаний 43

2.1. Доходность и риск при обосновании методов оценки рыночной стоимости акций 43

2.2. Фундаментальный и технический подходы к оценке рыночной стоимости акций 57

2.3. Доходный, сравнительный и затратный подходы к оценке рыночной стоимости акций 75

Глава 3. Основные направления формирования механизма оценки рыночной стоимости миноритарных пакетов некотируемых акций в условиях современной России 82

3.1. Особенности применения существующих методов оценки рыночной стоимости миноритарных пакетов некотируемых акций компаний в современных российских условиях 82

3.2. Формирование и обоснование механизма оценки рыночной стоимости акций 88

Заключение 105

Список использованной литературы 109

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Современный российский рынок ценных бумаг находится в стадии формирования. С его становлением и развитием возникает необходимость в изучении всего комплекса предоставляемых им возможностей. Инвесторы, желающие вложить средства в фондовые ценности, сталкиваются с проблемой: каким ценным бумагам, а также кому из эмитентов ценных бумаг отдать предпочтение? Важнейшим сегментом фондового рынка является рынок акций. В западной практике известен достаточно большой набор методов оценки инвестиционных качеств акций. Общий подход к оценке заключается в анализе финансового состояния акционерного общества, перспектив его развития.

Необходимым элементом анализа акций является оценка их рыночной стоимости. Показатели рыночной стоимости акций российских компаний не так широко используются как на западных фондовых рынках. Однако в последнее время с развитием рынка акций отечественных компаний и требованием количественной оценки эффективности операций с ценными бумагами необходимость анализа динамики показателей, характеризующих рыночную стоимость акций, значительно выросла. Определение рыночной стоимости важно и для потенциального инвестора, собирающегося приобрести те или иные акции, и для держателя акций, желающего спрогнозировать их дальнейший курс, и для акционерного общества.

Особенно актуальным вопросом является обоснование рыночной стоимости акций хозяйствующих субъектов, не входящих в группу «голубых фишек», т.е. тех предприятий, акции которых не подвержены действию механизма официальных котировок. Это связано со следующими моментами:

1. В российской экономике подавляющее большинство составляют компании, не имеющие доступ к организованному рынку для продажи (оборота) обыкновенных акций. Это происходит по различным причинам: вследствие неудовлетворительной финансовой устойчивости компаний, относительно небольшого числа акционеров или объема акций и т.д.

2. Вследствие отсутствия механизма котировок, отсутствует и влияние рынка на формирование цен продажи акций.

3. Если акции не имеют котировок, то в соответствии с действующим законодательством [3] в обязательном порядке необходима оценка рыночной стоимости акций в случаях:

- когда акции дарятся или передаются по наследству и необходимо определить их цену для целей налогообложения;

- при поглощении или слиянии акционерного общества, когда денежным выражением сделок являются акции соответствующих компаний, и предстоит выпуск единой акции;

- при новом выпуске (эмиссии) акций;

- при выкупе акций акционерами компании;

- при выдаче обеспечения ссуды в виде акций.

В настоящее время в России самую многочисленную группу инвесторов составляют миноритарные акционеры.

Надо отметить, что разработанные зарубежными учеными подходы к оценке рыночной стоимости миноритарных пакетов некотируемых акций, применяемые на западе, для использования в российских условиях требуют соответствующей адаптации. Исследования в этом направлении ведутся, однако на сегодняшний момент нет полной ясности в теоретических подходах к данной оценке в современной России.

Проблемы оценки рыночной стоимости акций изучались многими отечественными и зарубежными учеными самых различных школ и направлений. Среди них следует отметить В.Аньшина, Ф.Бергера, Т.Бердникову, Б.Бойда, А.Буренина, А.Запорожана, А.Иванова, Л.Энджела и др. Их работы значительно продвинули изучение проблемы, однако, естественно, не исчерпали ее: многие важные стороны и аспекты остаются недостаточно разработанными. До сих пор нет полной ясности в теоретико-методологических подходах к анализу стоимостных характеристик некотируемых акций. Недостаточно изучены составные части процесса оценки инвестиционных качеств таких акций.

Проблема обоснования и формирования методов оценки рыночной стоимости акций компаний постоянно требует глубокого анализа, тщательной научной проработки и решения целевых задач для получения конечного положительного эффекта. Это прежде всего теоретическое обоснование организации и функционирования рынка ценных бумаг и его институтов, обоснование и классификация основных методов оценки рыночной стоимости акций, а также формирование механизма оценки рыночной стоимости акций компаний.

Недостаточная изученность проблемы, большая практическая востребованность ее теоретического обоснования обусловили выбор темы, цель и задачи этого диссертационного исследования.

Объектом исследования являются открытые акционерные общества, акции которых не котируются на организованном рынке.

Предметом исследования выступает механизм оценки рыночной стоимости некотируемых акций.

Цель и задачи исследования. Цель исследования состоит в том, чтобы на основе изучения и обобщения отечественной и зарубежной теории и практики сформулировать и обосновать методы оценки рыночной стоимости миноритарных пакетов некотируемых акций российских компаний.

В соответствии с данной целью в работе ставились и решались следующие задачи:

- теоретически обосновать сущность оценки рыночной стоимости акций компаний;

- рассмотреть и систематизировать используемые в практике методы оценки рыночной стоимости акций;

- проанализировать и оценить эффективность применения основных методов оценки рыночной стоимости акций в современных российских условиях;

- разработать методический механизм оценки рыночной стоимости миноритарных пакетов некотируемых акций российских компаний.

Теоретической и методологической базой исследования послужили фундаментальные положения, содержащиеся в трудах отечественных и зарубежных ученых, занимающихся теоретическими и практическими аспектами оценки акций.

В качестве методологической основы исследования использованы также законодательные акты, содержащиеся в Гражданском кодексе РФ и нормативно-правовые документы, регулирующие выпуск и обращение акций.

В процессе исследования при обработке данных и их анализе применялись методы фундаментального анализа, доходный, затратный и сравнительный подход к оценке акций, экономико-математические методы, метод дисконтирования.

Информационную базу диссертационного исследования составили данные государственной статистики, публикации в финансово-экономических периодических изданиях.

Наиболее существенные научные результаты, полученные лично соискателем заключаются в следующем:

- теоретически обоснована и уточнена сущность оценки рыночной стоимости акций компаний в соответствии с российским и международным законодательством;

- исследованы и классифицированы, в зависимости от учитываемых факторов и концепций стоимости, методы оценки рыночной стоимости акций;

- выявлены основные недостатки применения существующих методов оценки рыночной стоимости акций в современных российских условиях;

- сформулирован и обоснован методический механизм оценки рыночной стоимости некотируемых акций на основе их балансовой стоимости с применением корректирующих коэффициентов.

Практическая значимость работы. Основные положения и выводы диссертационного исследования могут быть использованы хозяйствующими субъектами при разработке своей инвестиционной политики, оценке эффективности инвестиций на рынке акций, государственными органами при регулировании рынка ценных бумаг, могут быть применены в учебном процессе при чтении курсов лекций по дисциплинам «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции», а также в курсах менеджмента, рыночной экономики в ВУЗах, школах бизнеса и т.д.

Апробация результатов исследования. Основные положения и выводы диссертационной работы докладывались соискателем на годичных научных чтениях МГСУ, апробировались им в выступлениях на совещаниях и конференциях руководящего персонала предприятий и организаций, в учебном процессе при чтении лекций в МГСУ и его структурных подразделениях. Отдельные результаты работы использованы Академией Труда, Занятости, Информатики, Экономики и Права МГСУ при разработке учебных пособий и учебно-методических материалов.

Методические положения по оценке рыночной стоимости акций использованы в практике работы ООО «Галла-дизайн» и ОАО «Багрион» и отражены в публикациях автора.

По теме диссертации опубликованы 4 печатные работы общим объемом 2,7 п.л.

Структура и содержание работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, изложена на 117 страницах, включая 21 таблицу и 4 рисунка, список литературы включает 105 наименований.

## Организационно-правовые и социальные аспекты функционирования акционерных обществ

Важнейшим компонентом развития рыночных отношений и их функционирования является финансовый рынок. Он представляет собой совокупность различных структурных составляющих, обеспечивающих свободное обращение финансовых ресурсов и финансовых инструментов, формирование и регулирование финансовых потоков в целях сбалансированного развития различных отраслей народного хозяйства и эффективного функционирования отдельных предприятий и организаций.

Финансовый рынок может быть сегментирован на кредитный рынок и фондовый рынок (рынок ценных бумаг).

Рынок ценных бумаг - это сегмент финансового рынка, на котором продаются и покупаются все виды фондовых инструментов и складываются отношения имущественных прав по поводу совладения и кредитования специфическими финансовыми инструментами - ценными бумагами.

Рынок ценных бумаг является наиболее активным элементом финансового рынка современной России, выполняющим ряд важнейших макро- и микроэкономических функций. На рынке ценных бумаг совершается множество разнообразных фондовых операций; он чрезвычайно быстро реагирует на любые социальные и политические изменения и тесно связан с другими секторами финансового рынка. Его становление идет параллельно с эволюцией глобальных рынков, изменением функций, объемов и структуры товарного, природно-сырьевого рынков и рынка труда.

Рынок ценных бумаг - это сложная организационно-экономическая система законченных технологических циклов, связанных с различными видами деятельности. Этот рынок объединяет противоположные интересы инвесторов, эмитентов и посредников.

Основными участниками рынка ценных бумаг являются акционерные общества. Именно они в массовом количестве выпускают акции и облигации, осуществляют значительное количество операций, привлекают инвестиции.

Акционирование тесно связано с развитием рынка ценных бумаг. Эмиссия и первичное размещение акций - начало процесса создания акционерного общества. Далее, на вторичном рынке ценных бумаг, акционерные общества осуществляют разнообразные фондовые операции с корпоративными ценными бумагами с целью:

- формирования и увеличения капитала;

- привлечения заемных средств для использования в активных операциях и инвестициях;

- получения денежных доходов от операций с ценными бумагами;

- получение прибыли от инвестиций в фондовые инструменты.

Акционерные общества имеют значительные преимущества перед другими организационно-правовыми формами:

- ограниченная ответственность участников акционерного

общества, которые не отвечают по его обязательствам и

несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в

пределах стоимости принадлежащих им акций;

## Доходность и риск при обосновании методов оценки рыночной стоимости акций

Согласно федеральному закону «Об акционерных обществах» [3, статья 77] «рыночной стоимостью имущества, включая стоимость акций или иных ценных бумаг общества, является цена, по которой продавец, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его продавать, согласен был бы продать его, а покупатель, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его приобрести, согласен был бы приобрести».

В федеральном законе «Об оценочной деятельности в РФ» [5, статья 3] дано следующее определение рыночной стоимости. Рыночная стоимость - это «наиболее вероятная цена, по которой 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, т.е. когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

- объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;

- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;

- платеж за объект оценки выражен в денежной форме».

В Стандарте Российского общества оценщиков СТО РОО 20-02-96 [66] дается следующее определение рыночной стоимости: «рыночная стоимость есть расчетная величина, равная денежной сумме, за которую происходит переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом после адекватного маркетинга; при этом полагается, что каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения».

Исходя из этого, рыночную стоимость акции можно определить как денежное выражение стоимости акции при возможной купле-продаже на дату оценки с учетом полной информации о потребительских и иных свойствах, а также свободы продавца и покупателя.

По нашему мнению, рыночная стоимость акции совпадает с ее «справедливой стоимостью». Действующие международные правила [59, 60] определяют справедливую стоимость как «сумму денежных средств, достаточную для приобретения актива или исполнения обязательства при совершении сделки между хорошо осведомленными, действительно желающими совершить такую сделку, независимыми друг от друга сторонами».

Если акции компании допущены к обращению на бирже, то наилучшим показателем их рыночной (справедливой) стоимости является котировка на биржевом рынке. При отсутствие такого рынка определить рыночную стоимость акции значительно сложнее.

Рыночную стоимость акций хозяйствующего субъекта определяют различные факторы: размер получаемого по акциям дивиденда, финансовое состояние предприятия, общее состояние рынка ценных бумаг и т.д.

## Особенности применения существующих методов оценки рыночной стоимости миноритарных пакетов некотируемых акций компаний в современных российских условиях

В российской экономике подавляющее большинство составляют компании, не имеющие доступ к организованному рынку для продажи (оборота) обыкновенных акций. Это происходит по различным причинам: вследствие неудовлетворительной финансовой устойчивости компаний, относительно небольшого числа акционеров или объема акций и т.д.

Вследствие отсутствия механизма котировок, отсутствует и влияние рынка на формирование цен продажи акций.

Если акции не имеют котировок, то в соответствии с действующим законодательством [3] в обязательном порядке необходима оценка рыночной стоимости акций в случаях:

- когда акции дарятся или передаются по наследству и необходимо определить их цену для целей налогообложения;

- при поглощении или слиянии акционерного общества, когда денежным выражением сделок являются акции соответствующих компаний, и предстоит выпуск единой акции;

- при новом выпуске (эмиссии) акций;

- при выкупе акций акционерами компании;

- при выдаче обеспечения ссуды в виде акций. Рассмотрим технологию проведения оценочных работ:

- Сбор необходимой для оценки информации и документации.

- Корректировка статей баланса и составление развернутого баланса для проведения оценочных работ.

- Проведение финансового анализа с целью выявления дальнейших перспектив развития данного акционерного общества. Необходимо учитывать что квалифицированный оценщик сможет тщательно взвесить многие моменты, связанные с данной сделкой, и указать на целесообразность или нерациональность покупки оцениваемого пакета.

- Выбор возможных подходов к оценке.

- Придание весов рассчитанным величинам и определение предполагаемой величины собственного капитала.

- Корректировка рассчитанной величины исходя из долларового эквивалента, что позволит избежать субъективности при расчетах, связанных с относительно высоким уровнем инфляции и сделать оценку максимально точной.

- Если целью оценки является оценка миноритарного пакета акций, необходима корректировка на неконтрольный характер и недостаточную ликвидность.

При оценке пакета акций необходимо учитывать премию к стоимости в случае оценки контрольного пакета. Это объясняется следующим: владелец контрольного пакета получает ряд выгод

перед более мелкими акционерами. К ним, в частности, можно отнести [66]:

- использование информации, полученной в одной компании, в интересах другой;

- возможность устанавливать трансфертные цены на обмен между компанией и филиалами, между компанией и третьими лицами;

- определение дивидендной политики (см. 1.3.) и пр.

В развитых странах премия за контрольный характер пакета акций составляет от 4% в США до 45% в Италии по результатам исследования, проведенного Беркли, Холдернессом и Зингалесом. Такой разброс объясняется особенностями страны расположения объекта оценки, влияющими на легкость извлечения частных выгод из контроля над компанией. Прежде всего это строгость и проработанность законодательной базы и стандартов финансовой отчетности.

Поскольку российское законодательство и стандарты учета не являются лучше проработанными, чем итальянские, то премия за контроль для оцениваемых контрольных пакетов будет составлять не менее 45%. Однако конкретная величина скидки зависит от Устава и характера деятельности оцениваемого предприятия. В связи с этим, разрабатывая механизм оценки рыночной стоимости некотируемых акций, мы ограничились расчетом стоимости только миноритарных пакетов.