Ефимов Владислав Сергеевич. Оценка бизнеса при реорганизации компании в форме выделения : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Новосибирск, 2004 144 c. РГБ ОД, 61:05-8/840

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Методологические аспекты оценки бизнеса при реструктуризации компании 11

1.1. Компания как объект оценки и реструктуризации 11

1.2. Стоимость бизнеса как критерий эффективности реорганизации компании 26

1.3. Особенности реструктуризации электроэнергетических компаний в России 38

Глава 2. Методические вопросы оценки бизнеса при реорганизации компании в форме выделения 53

2.1. Анализ методических подходов к оценке бизнеса 53

2.2. Общая схема оценки стоимости бизнеса, созданного путем выделения из материнской компании 66

2.3. Методика расчета дополнительной стоимости выделяемых бизнесов 76

Глава 3. Оценка бизнеса при реорганизации ОАО «Красноярскэнерго» 89

3.1. Анализ современного состояния и основные направления реорганизации ОАО «Красноярскэнерго» 89

3.2. Оценка стоимости компаний, выделяемых из ОАО «Красноярскэнерго» 100

3.3. Рекомендации по управлению стоимостью компаний, выделяемых из ОАО «Красноярскэнерго» 115

Заключение 125

Литература 129

Приложения 138

**Введение к работе**

*Актуальность исследования.*В настоящее время в России хозяйствующие субъекты по собственной инициативе или в соответствии с постановлениями государственных органов проводят реструктуризацию, направленную на создание условий для привлечения инвестиций и увеличения стоимости бизнеса. Реструктуризация — это сложный процесс, предполагающий, как правило, одновременное изменение модели\* управления предприятием, совершенствование технологии производства продукции или оказания услуг, формирование новой схемы финансовых потоков, а также другие изменения, вытекающие из логики проведения реструктуризации конкретной компании.

Одно из основных направлений реструктуризации - реорганизация предприятий и компаний, которая в соответствии с законодательством Российской Федерации может быть проведена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования. В практике реструктуризации российских предприятий и компаний можно найти примеры каждой из форм реорганизации. Однако в отдельных отраслях экономики при проведении реформирования принято решение о преимущественном использовании той или иной формы реорганизации. В частности, в электроэнергетике согласно постановлению Правительства РФ «О реформировании электроэнергетики Российской Федерации» от 11 июля 2001 г. № 526 преимущество получила такая форма реорганизации как выделение, предполагающая создание новых хозяйствующих субъектов без прекращения деятельности материнской компании.

Выделение хозяйствующих субъектов из материнской компании, как правило, проводится для достижения конкретной цели. Автор диссертационного исследования полагает, что основой выделения является формирование новых бизнесов на базе имущественных комплексов, выделяемых из реорганизуемой компании с целью получения дополнительных преимуществ на рынке и синергетического эффекта от реорганизации.

Каждый хозяйствующий субъект может рассматриваться и как предприятие и как компания [Финансово-кредитный энциклопедический словарь, с. 957]. В свою очередь под предприятием понимается имущественный комплекс, созданный для осуществления предпринимательской деятельности, а под компанией - форма организации бизнеса, объединение предпринимателей для» совместной деятельности, т.е. совокупность бизнесов [Финансово-кредитный энциклопедический*f*словарь, с. 771, с. 409]. В\* настоящее время в экономической литературе, в частности в литературе, посвященной проблемам оценочной деятельности, ведется оживленная5 дискуссия о соотношении*'*стоимости имущественного комплекса и бизнеса (или совокупности бизнесов). Как правило, признается, что стоимость имущественного комплекса и стоимость бизнеса не совпадают, однако' методы, позволяющие уловить разницу между ними применительно к каждой конкретной ситуации, разработаны недостаточно.

Одним из основных критериев реорганизации хозяйствующего субъекта является стоимость бизнеса, выделяемого из материнской компании. В этой связи разработка методов оценки стоимости бизнеса или стоимости выделяемых компаний представляется актуальной проблемой, имеющей как теоретическую, так и практическую значимость. Соответствующие методические подходы к решению названной проблемы только разрабатываются в экономической науке, и настоящее исследование является одним из элементов такого научного поиска.

*Цель исследования*заключается в разработке методического подхода к оценке стоимости бизнеса, созданного путем выделения из материнской компании.

Для достижения цели автором поставлены и решены следующие *основные задачи:*

Исследованы теоретические подходы к определению сущности  
реструктуризации- компаний, позволяющие вьювить соотношение между  
стоимостью бизнеса и стоимостью имущественного комплекса хозяйствующего-  
субъекта в ходе проведения реструктуризации;

Обосновано, что стоимость бизнеса является критерием эффективности реструктуризации хозяйствующего субъекта, и определены основные стратегии формирования бизнесов через формы реструктуризации;

' Рассмотрены основные направления реструктуризации  
электроэнергетики *w*выделены принципиальные задачи, которые можно  
решить через обособление соответствующих бизнесов;

Изучены подходы и методы оценки бизнеса и имущественного  
комплекса и конкретизирована общая схема оценки стоимости компании при\*  
выделении;

*>*Предложена авторская методика расчета дополнительной стоимости выделяемых бизнесов в процессе реструктуризации компании;

Проведен анализ реорганизации ОАО «Красноярскэнерго» с точки зрения выделения бизнесов в самостоятельные хозяйствующие субъекты;

Получены оценки стоимости выделенных компаний, основанные на капитализации ОАО «Красноярскэнерго» - одном из основных факторов, влияющих на бизнес.

***Объектом****исследования*выступает стоимость бизнеса, созданного в процессе реорганизации компании в форме выделения.

*Предмет исследования —*методы оценки стоимости бизнеса, созданного в процессе реорганизации компании в форме выделения.

Содержание диссертации соответствует области исследования 7.4. «Теоретические и методологические основы реструктуризации бизнеса на основе оценки рыночной стоимости» Паспорта специальностей ВАК (экономические науки).

*Теоретической основой*исследования выступает маржинализм как экономическая теория, позволяющая определить стоимость товара исходя из его полезности для потребителя объекта оценки. *Методология*выполненной диссертационной работы построена на принципах системного подхода, в рамках которого последовательно рассматривались формы реструктуризации компаний как возможность увеличения их стоимости, а затем как подсистема -стоимость бизнеса, созданного путем выделения из материнской компании.

Исследование проводилось в двух дополняющих друг друга направлениях: в движении от общего к частному (дедукция) и от частного к общему (индукция). В качестве общего дедуктивного начала были приняты характеристики общих подходов к оценке стоимости объекта. В качестве частного - существующие методы оценки бизнеса, на стоимость которого влияет капитализация компании.

Применение известных, но адаптированных к современным условиям и задачам исследования методов анализа и синтеза, наблюдений, классификаций, экспертных оценок и отдельных статистических методов (группировок, статистической оценки, основанной на использовании коэффициентов), определяется специфическими особенностями статистики электроэнергетики и отдельных объектов этой отрасли.

**8***Научная новизна*диссертационной работы и наиболее значимые результаты заключаются в следующем:

Уточнено понятие реструктуризации как совокупности мероприятий, направленных на обеспечение эффективного функционирования имущественного комплекса хозяйствующего субъекта и приводящих к увеличению стоимости его бизнеса;

Обоснован критерий эффективности реорганизации компании, позволяющий классифицировать возможные подходы к ее проведению с целью увеличения стоимости бизнеса;

Предложен методический1 подход к оценке стоимости бизнеса, созданного путем реорганизации компании в форме выделения, обеспечивающий:

а) сопоставление целей реструктуризации и факторов, влияющих на  
оценку бизнеса;

б) использование методологии оценочных подходов в сочетании с  
методами финансового анализа, позволяющих разграничить стоимость бизнеса  
и стоимость имущественного комплекса, создаваемых путем реорганизации  
материнской компании в форме выделения;

в) анализ специальной информационной базы, отражающей место и роль  
объекта оценки на финансовом, в частности, фондовом рынке России;

Разработана методика оценки дополнительной стоимости  
выделяемых бизнесов и предложен алгоритм расчетов, позволяющий получить  
эту оценку стоимости компаний, созданных в процессе реорганизации  
материнской компании в форме выделения.

*Практическое значение работы*состоит в следующем:

даны рекомендации по применению предложенного методического  
подхода законодательными и исполнительными органами хозяйствующих  
субъектов, проводящих реорганизацию, для оценки ее целесообразности в  
соответствии с критерием увеличения стоимости бизнеса;

сформулированы требования к информационной базе, необходимой для применения методики расчета дополнительной стоимости выделяемых бизнесов;

даны рекомендации по применению разработанной методики в практике оценочных организаций.

Необходимая глубина исследования, *достоверность и обоснованность*

результатов базируется на использовании трудов отечественных и зарубежных экономистов, с разных позиций исследовавших изучаемую проблему:

*в области оценочной деятельности —*работы Л.П. Белых, Т.Б. Бердниковой, Д. Бишопа, СВ. Валдайцева, В.В. Григорьева, А.Г. Грязновой, Г.М. Десмонда, Р.Э. Келли, И.А. Егерева, В.Е. Есипова, Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Муррина, В.И. Кошкина, Ш. Пратта, Ф.Б. Риполь-Сарагоси, М. Скотта, М.М. Соловьева, Е.И: Тарасевича, М.А. Федотовой, К. Уолша, Ф. Эванса, и др.

*в области исследования проблем реструктуризации предприятий и компаний*— работы М.Д. Аистовой, Л.П. Белых, В.А. Ирикова, Э. Кэмпбелла, Л. Саммерса, И.И. Мазура, С. Рида, Н.Б. Рудык, Е.В. Семенковой, В.Н. Тренева, М.А. Федотовой, В.Д. Шапиро.

Эмпирическая база\* работы формировалась в процессе многолетних исследований и практической деятельности автора на крупных предприятиях промышленности и в организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Информационной основой послужили статистические данные Госкомстата РФ, Российского общества оценщиков, информационные и статистические отчеты РАО «ЕЭС России» и ОАО «Красноярскэнерго».

**10***Внедрение результатов.*Результаты, полученные автором в ходе диссертационного исследования, используются в деятельности РАО «ЕЭС России», ряда промышленных предприятий Сибири, оценочными фирмами, а также в учебном процессе, что подтверждается соответствующими справками.

*Апробация работы и публикации.*Основные положения и результаты исследования докладывались и обсуждались на научно-практических конференциях и семинарах, в том числе на инвестиционных форумах Красноярского края («Инвестиционный потенциал Сибири», 2002 г.), на экспертном семинаре по вопросам реформирования электроэнергетики в РАО «ЕЭС России», на научных сессиях в Новосибирской государственной академии экономики и управления.

Автор получил диплом о профессиональной переподготовке по программе «Управление стоимостью компании» в 2004 г. в Академии народного хозяйства при Правительстве РФ.

Автором диссертации опубликованы 4 работы (1 в соавторстве) общим объемом 3,2 п.л.

*Структура диссертации*определяется принятой логикой исследования и состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, приложений. Работа содержит 137 страниц текста (без приложений). В списке использованной литературы 120 наименований. В работе приведено 24 таблицы, 4 рисунка, 3 приложения.

## Компания как объект оценки и реструктуризации

Хозяйствующий субъект представляет собой сложноорганизованную систему и предполагает его рассмотрение с двух принципиальных позиций. С одной стороны, хозяйствующий субъект следует рассматривать как предприятие, т.е. имущественный комплекс, включающий совокупность технологий, организационную структуру, материальные и нематериальные активы и другие элементы материального производства. С другой стороны, хозяйствующий субъект обладает миссией, связанной с возможностью удовлетворения общественной или индивидуальной потребности в его продукции (услугах). Возможность удовлетворения общественной потребности связано с наличием бизнеса и хозяйствующий субъект мы рассматриваем как совокупность бизнесов, то есть как компанию.

Дуализм в рассмотрении хозяйствующего субъекта предполагает и особенности его определения с точки зрения возможности оценки его стоимости. Поскольку хозяйствующий субъект как предприятие представляет собой имущественный комплекс, постольку следует выявить, что понимается под предприятием как имущественным комплексом. Однако если тот же хозяйствующий, субъект рассматривать как объект, обладающей некоторой общественно полезной миссией, то следует определить, за счет каких факторов формируется эта миссия, в чем специфика этого хозяйствующего субъекта, в чем его бизнеса, особенность как компании.

Таким образом, исследуя проблему оценки стоимости бизнеса, следует выявить имеющиеся подходы к определению предприятия как имущественного комплекса и бизнеса. Прежде всего, обратимся к Гражданскому кодексу РФ, который использует понятие предприятия как субъект права (государственные и муниципальные унитарные предприятия, предприятия иной организационно-правовой формы собственности) и как объект права. В статье 132 ГК РФ сказано, что предприятием как объектом прав признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие в целом или его часть могут быть объектом купли-продажи, залога, аренды и других сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав. В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы, услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором. Таким образом, Гражданский кодекс трактует предприятие как некоторый имущественный комплекс.

В российском законодательстве отсутствует такая организационно-правовая форма как «компания». Тем не менее, в экономическойf литературе этот термин используется достаточно широко. Говоря- о компании, прежде всего, подчеркивается ее цель - организация f бизнеса. Так, например, существует следующее определения компании. «Компания - объединение предпринимателей для совместной деятельности, одна из основных форм организации бизнеса» [Финансово-кредитный энциклопедический словарь, с. 409]. Таким образом, используя термин «компания» мы будем подчеркивать «бизнесовую» составляющую этой дефиниции. Разграничение дефиниций «предприятие» и «компания» является основой для определения подходов и методов оценки имущественного комплекса и бизнеса. По мнению СВ. Валдайцева главный «водораздел» между оценкой предприятия как имущественного комплекса и предприятия как бизнеса связан с соотношением элементов оценки. Все определяется целями оценки и, если оценивается имущественный комплекс, то оценивается имущество, позволяющее выпускать и продавать продукцию любому, кто приобретет его без обременения обязательствами, ранее возникшими у фирмы - владельца этого имущества. Если оценивается бизнес, то оценивается фирма со всеми ее обязательствами и начатыми осуществляться планами [Валдайцев СВ. Оценка бизнеса, 2001, с. 9]. Те есть, во-первых, оценка бизнеса является более общим понятием, поскольку при оценке обязательств предприятия следует учитывать и состояние имущественного комплекса. Во-вторых, при оценке бизнеса следует рассматривать объект оценки в целом как некоторую единицу, а лишь затем расчленять этот объект на составные части, включающие как внутренние, так внешние элементы. Таким образом, одним из подходов к оценке предприятия является выявление цели оценки и тем самым определение предмета оценки - имущественного комплекса или бизнеса.

К оценке предприятия как к оценке бизнеса подходят А.Г. Грязнова и М.А. Федотова. В их трактовке «бизнес - это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры», а «предприятие представляет собой организационно-экономическую форму существования бизнеса» [Оценка бизнеса. Под ред. А.Г. Грязновой, М.А Федотовой, 2000, с. 12, 14]. В то же время в этой работе подчеркивается, что предприятие рассматривается как имущественный комплекс для осуществления предпринимательской деятельности с точки зрения рассмотрения предприятия как совокупности гражданских прав. Таким образом, подход к оценке предприятия как организационно-правовой форме существования бизнеса позволяет определить рыночную ценность фирмы.

С другой стороны, подход к предприятию как к имущественному комплексу можно охарактеризовать как некоторую бухгалтерскую модель оценки, позволяющую получить стоимость поэлементных объектов предприятия. Предложенный подход является правомерным при решении задачи оценки предприятия в целом для собственников, при ответе на вопрос: «сколько стоит бизнес?» для купли-продажи бизнеса, для других случаев, когда требуется подойти к предприятию как некоторой целостной единице, осуществляющей предпринимательскую деятельность. Автор диссертационной работы полагает, что такая точка зрения является правильной для оценки предприятия при осуществлении, прежде всего, операций купли-продажи объекта оценки.

А.Г. Шаститко и его соавторы отмечаются, что «термин «бизнес», несмотря на свое широкое распространение, не является законодательно определенным» [Механизмы купли и продажи бизнеса, 2002, с. 18]. Под бизнесом, по их мнению, как правило, понимают предпринимательскую деятельность, получившую следующее определение в статье 2 Гражданского кодекса РФ: «...Предпринимательской является самостоятельная, осуществляемая на свой риск деятельность, направленная на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания1 услуг, лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке».

Поэтому среди исследователей существует неоднозначный подход к определению сущности бизнеса, что предполагает особенности при определении его стоимости. Мы разделяем подход авторов монографии, которые под бизнесом понимают «предпринимательскую деятельность, использующую набор инструментов (ресурсы), располагающую активами и обеспечивающую стабильный денежный оборот» [Механизмы, 2002, с. 18].

## Анализ методических подходов к оценке бизнеса

В целях разработки методического подхода к оценке бизнеса при реорганизации компании проанализируем существующие методические подходы к оценке бизнеса, разработанные разными авторами и использованные для разных ситуаций. В отличие от стандартной для оценочной деятельности группировки методов оценки бизнеса, которые принято объединять в три группы, называемые доходным, сравнительным и затратным подходом, мы выделим три концептуальных методических подхода к оценке бизнеса, различающихся взглядом на бизнес соответственно с позиций цели оценки, структуры бизнеса и его функций.

Названия выделенных методических подходов (соответственно целевой, структурный и функциональный) являются условными и автор диссертационного исследования понимает, что в каждом из них содержатся элементы других методических подходов.

Сторонниками целевого подхода к оценке бизнеса являются Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин, СВ. Валдайцев. Главная идея этого подхода заключается в выявлении целей оценки бизнеса. В зависимости от выявленных целей выбираются методы оценки, и определяется, что именно оценивается: бизнес или имущественный комплекс.

Сторонниками структурного подхода к оценке бизнеса являются В.И Кошкин, А.Г. Грязнова, М.А. Федотова В.В. Григорьев, И.М. Островкин, В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова, А.Е. Шаститко. Главная идея этого направления заключается в оценке составляющих бизнеса, а также имущественного комплекса, в своеобразном разделении бизнеса на структурные элементы, последовательной оценке каждого структурного элемента и интегральной оценке бизнеса в целом.

Сторонниками функционального подхода к оценке бизнеса являются Ф. Эванс, Д. Бишоп, И.А. Егерев. Главная идея этого направления заключается в оценке капитала компании. Таким образом, делается упор на компанию, обладающий определенным капиталом для приращения своей стоимости.

Рассмотрим более подробно методические подходы с точки зрения содержательных характеристик: предмета оценки бизнеса, сущности оценки стоимости бизнеса, механизма определения величины стоимости бизнеса. Прежде всего, обратимся к предмету оценки стоимости, предлагаемому в соответствующих методических подходах.

## Анализ современного состояния и основные направления реорганизации ОАО «Красноярскэнерго»

Красноярский край является энергоизбыточным регионом России. На территории края помимо источников ОАО «Красноярскэнерго» находятся Красноярская ГЭС, Березовская ГРЭС-1 и Красноярская ГРЭС-2. Энергопотребление Красноярского края в последние три года оставалось стабильным на уровне 27,5-28 млрд. кВт-ч в год.

Открытое акционерное общество «Красноярскэнерго» является крупнейшей энергокомпанией Сибири. Оно было создано в апреле 1994 г. в результате приватизации отдельных объектов, используемых для выработки, передачи и распределения электроэнергии, до этого находившихся под контролем Министерства топлива и энергетики Российской Федерации. Суммарная установленная мощность производственных подразделений ОАО «Красноярскэнерго» составляет по электроэнергии - 2 075 МВт, по теплоэнергии - 5 125,4 Гкал/час. Общая протяженность электрических сетей по трассе составляет 44 618 км, по цепям - 49 335 км. На конец 2003 г. балансовая стоимость активов ОАО «Красноярскэнерго» составляла 24 282 млн. руб., выработка электроэнергии 10 749,0 млн. КВт-ч, численность персонала- 14 254 чел.

В настоящее время в состав ОАО «Красноярскэнерго» входят следующие подразделения: семь электростанций; десять предприятий электрических сетей; четыре сервисно-ремонтных предприятия; энергосбыт с семью отделениями; Красноярская Теплосеть. На балансе ОАО «Красноярскэнерго» находятся акции следующих компаний: ОАО «Красноярская ГЭС» (25% уставного капитала); ОАО «Тываэнерго» (99% уставного капитала); ЗАО «Предприятие по строительству города Шарыпово» (100% уставного капитала); ОАО «Красноярскэнергоремонт» (100% уставного капитала); ОАО «Красноярскэнероспецремонт» (100% уставного капитала); ОАО «Красноярскэнергосторой» (100% уставного капитала). Энергосистема имеет транзитные связи с соседними энергосистемами: Хакасэнерго, Кузбассэнерго, Иркутскэнерго и МЭС Сибири.