Гомзин Лаврентий Сергеевич. Оценка стоимости привилегированных акций российских компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 200 c. РГБ ОД, 61:04-8/2640

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Привилегированные акции российских компаний как объект оценки 11

1.1. Виды стоимости привилегированных акций и сфера их применения 11

1.2. Влияние прав владельцев привилегированных акций и инвестиционных характеристик привилегированных акций российских компаний на их рыночную стоимость 33

Глава 2. Современные методы оценки привилегированных акций российских

компаний 62

2.1. Классификация и условия применения методов оценки привилегированных акций 62

2.2. Анализ применимости методов стоимостной оценки для оценки привилегированных акций 81

2.3. Анализ возможности использования методов фондового рынка для оценки привилегированных акций 90

Глава 3. Совершенствование методов оценки привилегированных акций российских компаний с использованием моделей опционного ценообразования 102

3.1. Методика оценки привилегированных акций российских компаний па базе моделей опционного ценообразования 102

3.2. Формирование оптимальной структуры акционерного капитала российских компаний на базе методов оценки привилегированных акций, основанных на моделях опционного ценообразования 131

Заключение 138

Список литературы 145

Приложение 1 157

Приложение 2 197

Приложение 3 200

**Введение к работе**

С развитием рыночной экономики России и формированием активно функционирующего фондового рынка акции российских компаний, в том числе привилегированные акции, становятся одним из привлекательных объектов инвестирования. В настоящее время на фондовом рынке России обращаются привилегированные акции более чем 100 предприятий, а ежемесячный объем торгов на Московской межбанковской валютной бирже, Российской торговой системе по ним составляет более 550 млн. рублей1.

Несмотря на достаточно большой объем торгов привилегированными акциями на российском фондовом рынке, остаются нерешенными проблемы объективной оценки стоимости привилегированных акций российских компаний, а также разработки единой методологии оценки различных видов стоимости привилегированных акций.

Основополагающим понятием теории оценки привилегированных акций является термин «рыночная стоимость привилегированных акций». Данное понятие рассматривается во многих фундаментальных исследованиях отечественных и зарубежных авторов.2 Однако, хотя этот термин широко используется в экономической литературе и в практике хозяйствования применительно к субъектам финансового, банковского и страхового секторов экономики, однозначного определения понятия «рыночная стоимость привилегированной акции» не существует.

Определения рыночной стоимости для акций вообще и привилегированных акций в частности у разных авторов расходятся; в настоящее время нет единого мнения о том, что считать рыночной стоимостью акции, особенно, если она торгуется на фондовом рынке.

1 Рассчитано автором на основании данных о результатах торгов на ММВБ и РТС.

2 Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. - М.: Олимп-Бизнес, 1997; Шарп  
У., Александр Г., Бейли Дж. ИНВЕСТИЦИИ: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1998; Коттл С, Мюррей Р.Ф.,  
Блок Ф.Е. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000; Коуплеид  
Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. - 2-е изд. / Пер с англ. - М.: ЗАО  
«Олимп-Бизнес», 2000; Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ./Гл. ред. Серии Я.В.  
Соколов. - М.: Финансы и статистика, 1999; Руководство по оценке стоимости бизнеса / Фишмен Джей,  
Пратт Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт; Пер. с англ. Л.И. Лопатников. - М.: ЗАО «КВИНТО-  
КОНСАЛТИНГ», 2000; Оценка бизнеса. Под ред. А.Г. Грязновой и М.А. Федотовой. - М.: «Финансы и  
статистика», 2001.

Следовательно, необходимо уточнить понятие рыночной стоимости привилегированной акции.

Рыночная стоимость привилегированных акций является не единственным видом (стандартом) стоимости, который может быть использован при оценке данного вида ценных бумаг (в работах перечисленных выше авторов приводятся еще несколько различных видов стоимости). Для целей настоящей диссертации, необходимо провести качественный анализ всех видов стоимости привилегированных акций и определить сферу применения каждого вида.

На величину стоимости привилегированных акций влияет значительное количество факторов стоимости; некоторые из них были исследованы отечественными и зарубежными авторами, такими как Абрамов А., Александр Г., Бейли Дж., Блок Ф.Е., Гетцманн В., Коттл С, Мюррей Р.Ф., Шарп У., Шепелев В., Шпигель М. Однако указанные специалисты в своих работах наибольшее внимание уделяют факторам стоимости привилегированных акций западных компаний или особенностям ценообразования привилегированных акций с учетом специфики российского фондового рынка. В то же время, необходимо провести анализ основных факторов стоимости привилегированных акций российских компаний, которые включают права владельцев привилегированных акций и инвестиционные характеристики оцениваемых ценных бумаг.

Большой вклад в развитие методов оценки привилегированных акций внесли такие зарубежные специалисты, как Бригхем Ю., Ван Хорн Дж. К., Гапенски Л., Коупленд Т., Коллер Т., Пратт Ш., Станфорд X. Они предложили в своих работах современные методы оценки привилегированных акций, базирующиеся на методах стоимостной оценки. Работы зарубежных специалистов в области оценки привилегированных акций и их инвестиционного анализа имеют большую теоретическую и практическую значимость, однако использование западного опыта невозможно без тщательного анализа применимости методов стоимостной оценки привилегированных акций в современных российских условиях.

В то же время, до настоящего времени не существует фундаментальных научных разработок, посвященных всестороннему исследованию возможности использования методов технического и фундаментального анализа фондового рынка, а также методов оценки стоимости опционов для оценки привилегированных акций российских компаний. В связи с этим проблема оценки привилегированных акций предприятий России нуждается в комплексной теоретической и практической разработке. Одновременно важной задачей является анализ применимости возможных методов стоимостной оценки акций, методов опционного ценообразования для определения стоимости привилегированных акций российских компаний. Использование методов опционного ценообразования позволит учесть особенности привилегированных акций российских компаний и правильно рассчитать их обоснованную рыночную стоимость. Таким образом, можно отметить необходимость изучения материалов исследований зарубежных и отечественных авторов и выработки предложений по разработке методики оценки привилегированных акций российских компаний.

Результат оценки привилегированных акций российских компаний является базой для принятия инвестиционных решений. Процесс активного преобразования российских предприятий ставит перед руководителями компаний задачи по оптимальному использованию финансовых ресурсов, формированию наилучшей структуры акционерного капитала. Реструктуризация акционерного капитала является одной из актуальных задач современного этапа развития бизнеса в России.

Недостаточная теоретическая и практическая разработанность проблем оценки привилегированных акций предприятий России, а также необходимость эффективного использования результатов их оценки обусловили выбор темы, цели и задач исследования.

*Цель и задачи исследования*

Цель диссертационной работы - решение научной задачи разработки методики оценки привилегированных акций российских компаний.

Для достижения намеченной цели в работе были поставлены и решены следующие задачи:

1. уточнить понятие «стоимость привилегированных акций» и определить используемые виды стоимости привилегированных акций;
2. исследовать влияние прав владельцев привилегированных акций и инвестиционных характеристик привилегированных акций российских компаний на их рыночную стоимость;
3. проанализировать и классифицировать методы оценки акций, условия и ограничения их применения для оценки привилегированных акций российских компаний;
4. обосновать целесообразность использования методов опционного ценообразования для оценки привилегированных акций российских компаний;
5. разработать и научно обосновать способ расчета рыночной стоимости привилегированных акций российских компаний с помощью моделей опционного ценообразования;
6. определить целесообразность использования привилегированных акций типа А в структуре акционерного капитала российских компаний.

Объектом исследования выступают привилегированные акции российских компаний. Предметом исследования являются методы оценки привилегированных акций российских компаний.

*Методологические и теоретические основы исследования*

Методология диссертационной работы основана на принципах диалектической логики и системном подходе к исследованию проблем оценки привилегированных акций российских компаний. В диссертации использованы методы анализа и синтеза теоретического и практического материала, индукции и дедукции. Анализ фактических

данных проведен с применением методов группировки, выборки, сравнения и обобщения. Графическое описание выполнено посредством графиков временных рядов и схем.

Теоретической основой диссертации явились труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам оценки стоимости привилегированных акций, анализа их инвестиционных характеристик. В работе также использованы федеральные законодательные акты, методические материалы Министерства имущественных отношений России, материалы научных конференций и публикации в периодических изданиях. Источником фактических данных явилась база данных результатов торгов обыкновенными и привилегированными акциями Российской торговой системы, Московской межбанковской валютной биржи, Московской фондовой биржи и Санкт-Петербургской валютной биржи.

Исследование проведено в рамках п. 7.6. Паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

*Научная новизна исследования*

Научной новизной диссертационного исследования является разработка теоретико-методологического аппарата оценки привилегированных акций российских компаний с применением моделей опционного ценообразования на базе анализа прав владельцев привилегированных акций и инвестиционных характеристик привилегированных акций.

К основным результатам диссертационного исследования, обладающим элементами научной новизны, относятся следующие положения:

1. В отличие от сложившегося у участников фондового рынка мнения относительно понятия «рыночной стоимости привилегированной акции» (цена акции на фондовом рынке) доказано, что рыночной стоимостью привилегированной акции является результат, полученный в рамках двух подходов (сравнительного и доходного) к оценке стоимости. Кроме того, научно обосновано положение о том, что основные виды стоимости, используемые при оценке привилегированных акций, - это рыночная и инвестиционная стоимость.

1. Определено влияние прав владельцев привилегированных акций и инвестиционных характеристик привилегированных акций российских компаний на их рыночную стоимость, которое заключается в том, что появление дополнительного права у владельцев привилегированных акций увеличивает рыночную стоимость их акций вне зависимости от факта невыплаты дивидендов.
2. Разработана классификация методов оценки привилегированных акций, позволяющая интерпретировать ранее существовавшую классификацию с учетом условий и ограничений их применения для оценки привилегированных акций российских компаний.

4. Доказана целесообразность использования методов опционного ценообразования  
для оценки привилегированных акций российских компаний, которая заключается в том,  
что возникающее у владельцев привилегированных акций право имеет определенную  
стоимость, величину которой можно рассчитать. В связи с тем, что методы оценки  
стоимости опциона разработаны для оценки стоимости права совершить определенное  
действие, то эти методы являются наиболее адекватными для оценки привилегированных  
акций российских компаний.

5. Разработан механизм адаптации моделей опционного ценообразования к  
условиям российского фондового рынка, что позволило научно обосновать и применить  
на практике методику оценки рыночной стоимости привилегированных акций.

1. Разработан и научно обоснован способ расчета цены исполнения опциона на базе анализа тенденций развития рынка обыкновенных и привилегированных акций ряда предприятий России. Алгоритм заключается в расчете цены синтетического инструмента, которая состоит из стоимости прав владельцев обыкновенных акций и доходов владельцев привилегированных акций.
2. Выдвинута и доказана гипотеза о том, что привилегированные акции российских компаний типа А являются устаревшим видом ценных бумаг, который необходимо заменить на иные инструменты фондового рынка, например, облигации или обыкновенные акции.

*Практическая значимость исследования*

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что ее основные положения, результаты, разработанные методики и рекомендации ориентированы на широкое использование предприятиями, занимающимися оценочной деятельностью.

Самостоятельное практическое значение имеют:

1. методика оценки привилегированных акций российских компаний с применением моделей опционного ценообразования;
2. алгоритм расчета цены исполнения опциона на базе анализа тенденций развития рынка обыкновенных и привилегированных акций ряда предприятий России;
3. рекомендации по выведению привилегированных акций типа А из состава акционерного капитала российских компаний.

*Апробация и внедрение результатов научного исследования*

Материалы диссертации используются в преподавании учебных дисциплин «Оценка бизнеса», «Оценка ценных бумаг» на кафедре «Оценочная деятельность и антикризисное управление» Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

Результаты исследования используются в практической деятельности Отдела торговых операций ОАО «ВЭО-Открытие», в частности, используется методика оценки привилегированных акций российских компаний с помощью моделей опционного ценообразования.

По материалам диссертационной работы в Отделе торговых операций ОАО «ВЭО-Открытие» внедрен метод расчета цены исполнения опциона на базе анализа тенденций развития рынка обыкновенных и привилегированных акций ряда предприятий России, позволяющая рассчитать стоимость привилегированных акций российских компаний.

Полученные в диссертационном исследовании результаты используются при написании отчетов об оценке пакетов акций, принадлежащих государству, в

практической деятельности Отдела оценки и консалтинга ООО «ВЭО-Инвест». Данные отчетов об оценке государственных пакетов акций используются Российским фондом федерального имущества для определения цены продажи оцененных пакетов.

По материалам исследования, которые отражены в отчетах об оценке пакетов акций, Комиссией по определению начальной цены продажи Российского фонда федерального имущества принимаются решения об утверждении цен продажи пакетов акций.

*Публикации*

По теме исследования опубликовано 3 работы общим объемом 3,5 п.л. (все авторские).

## Виды стоимости привилегированных акций и сфера их применения

Для проведения полноценного исследования привилегированных акций российских компаний как объекта оценки необходимо обратиться к теоретическим основам оценки стоимости акций, к выявлению сущности и соотношения между такими экономическими категориями как ценность, цена и стоимость.

Термин «стоимость» (англ. value - стоимость, ценность, оценка) - категория политической экономии, определяющая меру значимости товара и количественно выраженная в деньгах . Более широкое определение понятия «стоимость» дано в Большом экономическом словаре: «Стоимость - 1) выраженная в деньгах ценность чего-либо или величина затрат на что-либо; 2) общественный труд, затраченный на производство товара и овеществленный в этом товаре; 3) уплаченная цена приобретаемого актива, включая затраты на приведение актива в состояние, необходимое для использования и его перевозку»2.

Как самостоятельное экономическое явление стоимость впервые была определена античными учеными Ксенофонтом и Аристотелем. В работе «Политика» Аристотель не только пытается определить явление «стоимость», но и разграничивает «меновую стоимость» и «потребительную стоимость». Аристотель так излагал свои мысли: «Пользование каждым объектом владения бывает двоякое... например, обувью пользуются для того, чтобы надевать ее на ноги, и для того, чтобы менять ее на что-либо другое»3.

Впервые экономическая категория «стоимость» была введена одним из основателей классической школы политической экономии А. Смитом в его основной работе «Исследование о природе и причинах богатства народов».

В настоящее время известны 4 школы, по-разному трактующие категорию «стоимость»:

1. меркантилистская,

2. классическая,

3. марксистская,

4. неоклассическая или маржиналистская.

Меркантилистская политическая экономия возникла в эпоху первоначального накопления капитала. Исторической основой этой школы явился переход от простого товарного производства к капиталистическому товарному производству. Самой крупной заслугой меркантилистов следует признать разрыв со средневековой схоластикой и переход от морально-догматических рассуждений о «справедливых ценах» к экономическому исследованию явлений товарно-денежного обращения, капитала и торговой прибыли.

Анализируя формулу торгового капитала Д-Т-Д1, К. Маркс приходит к выводу, что «самый товарный обмен и обслуживающие его операции - обособленные от производства и совершаемые непроизводителями - суть лишь средство увеличения, увеличения не просто богатства, но богатства в его всеобщей общественной форме, богатства как меновой стоимости»1.

По мнению меркантилистов, источником богатства является торговля, при которой произведенные продукты обмениваются на золото и превращаются таким образом в деньги.

class2 **Современные методы оценки привилегированных акций российских**

**компаний** class2

## Классификация и условия применения методов оценки привилегированных акций

В процессе оценки привилегированных акций российских компаний можно рассчитать различные виды стоимости. Каждому из используемых в оценке привилегированных акций видов стоимости соответствуют разнообразные подходы и методы оценки, которые базируются на различных концепциях.

Концептуальные подходы отражают различные системы взглядов, основных идей оценки привилегированных акций, которые образуют базовые теории. Базовыми теориями для оценки привилегированных акций, представляющими собой совокупность научных положений, логическое обобщение опыта, общественной практики, считаются теории стоимости (чистой приведенной стоимости, теория сохранения стоимости) и теории рыночной эффективности, асимметричности информации .

Концептуальные подходы к оценке привилегированных акций базируются на следующих теориях:

теория чистой приведенной стоимости;

теория инвестиционного риска (модель оценки долгосрочных активов);

теория эффективности рынка капиталов;

теория сохранения стоимости;

теория асимметричности информации,

теория рефлексивности.

Теория чистой приведенной стоимости. Теория чистой приведенной стоимости широко используется в практике инвестиционного анализа, оценочной деятельности, анализа ценных бумаг, и подробно описана в научных трудах ведущих западных экономистов .

## Методика оценки привилегированных акций российских компаний па базе моделей опционного ценообразования

Проведенный анализ современных методов оценки привилегированных акций российских компаний показывает, что методы сравнительного подхода можно применять без дополнения, а методы доходного подхода нуждаются в корректировке, т.к. они не учитывают специфики объекта оценки. В связи с тем, что опционом обладают только владельцы привилегированных акций типа А, в нашем дальнейшем исследовании будет рассматриваться только данный вид ценных бумаг.

По мнению Коупленда, Коллера и Муррина, опцион не является термином только фондового рынка. Они различают еще два вида опционов, которые необходимо учитывать при стоимостной оценке. Это опционы на стороне активов и опционы на стороне обязательств. «Опционы на стороне активов обеспечивают гибкость и создают стоимость, если связанные с ними издержки ниже приносимых ими выгод. Опционы на стороне обязательств оказывают воздействие на величину затрат на капитал»1.

Самыми яркими примерами опционов на стороне обязательств являются конвертируемые облигации и привилегированные акции , которые дают их владельцам право обменять их на обыкновенные акции по заранее оговоренному конверсионному соглашению, следовательно, они содержат в себе опцион «колл».

Фельдман А.Б. указывает, что опцион: «как экономическое явление - это отношение, вытекающее из соглашений участников, направленное на осуществление любой из функций производных, основанное на асимметрии прав и обязательств двух контрагентов сделки» . Одной из функций производных Фельдман А.Б. признает функцию «управление финансовыми рисками» .

Далее необходимо отметить, что в качестве базиса опциона могут быть: «зафиксированные показатели доходности, расчетные величины, сами по себе не поступающие в собственность участников сделок, но являющиеся основанием для получения дохода»3.

Буренин А.Н. рассматривает опцион как инструмент, в основании которого «могут лежать разнообразные активы. В настоящее время в практике западных стран опционные контракты заключаются на акции, индексы, процентные ценные бумаги, валюту, фьючерсные контракты, товары»4.

Рассмотрев взгляды различных специалистов на опцион и возможные основания опциона, мы считаем, что использование понятия опцион для оценки прав владельцев привилегированных акций, появляющихся при определенных обстоятельствах, является обоснованным.

Методика оценки привилегированных акций российских компаний на базе моделей опционного ценообразования заключается в расчете рыночной стоимости опциона, которым обладает владелец привилегированных акций, и прибавлении текущей стоимости будущих дивидендных выплат. При применении доходного подхода оценка рыночной стоимости акции основывается на преобразовании доходов, которые оцениваемый актив приносит своему владельцу (с учётом времени их поступления и связанного с этим риска), в текущую стоимость, т.е. доходный подход учитывает только поступление денежных средств.