Синогейкина Екатерина Гелиевна. Оценка стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 208 c. РГБ ОД, 61:04-8/2623

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Вертикально-интегрированная компания как объект оценки 10

1.1. Вертикально-интегрированная компания как особый объект оценки 10

1.2. Основные факторы, влияющие на величину рыночной стоимости вертикально-интегрированной компании 30

Глава 2. Современные методы оценки рыночной стоимости бизнеса 38

2.1. Взаимосвязь стандартов оценки и стандартов финансовой отчетности 38

2.2. Анализ современных методов оценки рыночной стоимости бизнеса и особенностей их практической реализации в России 50

Глава 3. Совершенствование методов оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний 89

3.1. Разработка методики оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний 89

3.2. Применение методики оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний (на примере крупнейших компаний России) 124

Заключение 143

Список литературы 151

Приложения 159

**Введение к работе**

Современный этап развития мирового хозяйства характеризуется вступлением в качественно новую стадию своего развития. В структуре и системе управления крупными компаниями происходят изменения, которые позволяют адаптироваться к постоянно меняющимся внешним условиям и обострившейся конкурентной борьбе.

В настоящих условиях модель рынка, при которой каждое предприятие является обособленной и независимой производственной единицей, для некоторых отраслей является экономически нецелесообразной. Для многих предприятий создание вертикально-интегрированных компаний является наиболее перспективным путем выхода из кризиса.

В российской экономике потенциал интеграционных процессов был заложен избранной стратегией приватизации, в ходе которой в качестве объекта рассматривалось предприятие вне системы его традиционных, налаженных хозяйственных связей, значимость которых очевидна.

Предпосылки для активизации интеграционных процессов возникли в 1998 г., после августовского финансового кризиса, который повысил инвестиционную привлекательность многих отраслей экономики России.

На современном этапе формирования рыночных отношений логическим завершением процессов реструктуризации и интеграции крупных промышленных предприятий России по производственному принципу является создание так называемых вертикально-интегрированных компаний — новых и достаточно важных структурных элементов экономики и промышленности России.

В нефтяной отрасли, являющейся одной из ведущих отраслей промышленности России, вертикально-интегрированные компании занимают доминирующее положение. В настоящее время они формируют значительную часть доходов федерального бюджета. Весомая доля общего объема инвестиций, осуществляемых в экономику России, приходится на их долю, поэтому инвестиционная политика вертикально-интегрированных нефтяных компаний во многом определяет инвестиционный климат в России в целом. Данные положения явились аргументами в пользу выбора отраслевой принадлежности объекта оценки.

**. 3**

В настоящее время активизировались сделки с акциями вертикально-интегрированных компаний, такие как продажа пакетов акций, находящихся в федеральной собственности, дополнительная эмиссия, конвертация акций; мероприятия по реструктуризации капитала и др. Вертикально-интегрированные компании в связи с их выходом на международный фондовый рынок заинтересованы в повышении инвестиционной привлекательности и капитализации. Происходящие процессы базируются на результатах оценки рыночной стоимости, однако при определении рыночной стоимости пакетов акций вертикально-интегрированных нефтяных компаний возникает множество спорных и неразрешенных вопросов.

На основании вышеизложенного становится очевидной необходимость исследования российской практики оценки бизнеса, а также совершенствования методов оценки с целью повышения достоверности итоговой стоимости бизнеса с учетом имеющихся организационно-хозяйственных особенностей конкретных компаний.

Организационная структура, принципы корпоративного управления и особенности финансово-хозяйственной деятельности вертикально-интегрированной компании делают ее нетипичным объектом оценки и требуют модификации существующих методов оценки с целью последующей разработки специальных методик расчета адекватной рыночной стоимости.

**Состояние изученности проблемы**

Сущность рыночной стоимости и процедура ее расчета в процессе оценки бизнеса описаны в работах таких известных авторов, как Фишмен Дж., Пратт Ш., Десмонд Г.М., Келли Р.Э., Шарп У., Александер Г., Бейли Дж., Коупленд Т., Кол-лер Т., Муррин Д., Коттл С, Мюррей Р.Ф., Блок Ф., Грязнова А.Г., Федотова М.А., Рутгайзер В.М., Валдайцев СВ., Григорьев В.В. и других зарубежных и отечественных экономистов.

Практическим проблемам расчета рыночной стоимости бизнеса уделяется значительное внимание в профессиональной периодической литературе — журналах «The Appraisal Journal», «Valuation Review», «Вопросы оценки», «Российский оценщик» и др.

Заслуживают внимания методические разработки ведущих зарубежных и отечественных консалтинговых и оценочных компаний, являющиеся результатом объединения традиционной теории оценки и специфики российской практики.

Стоит отметить, что значимость оценочной деятельности и необходимость дальнейшего совершенствования нормативно-правовой и методологической базы признана на правительственном уровне. В 1998 году был принят Закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». В 2001 году утверждены Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. В Государственной Думе ФС РФ ежегодно проводятся парламентские слушания с участием представителей Подкомитета по недвижимости, ипотеке и оценочной деятельности ГД ФС РФ, Министерства имущественных отношений РФ, Финансовой академии при Правительстве РФ, Российского общества оценщиков, исполнительных органов власти субъектов РФ, депутатов ГД ФС РФ, практикующих оценщиков. В Министерстве имущественных отношений Российской Федерации ведется постоянная работа по разработке методических рекомендаций по оценке различных объектов.

Вместе с тем, особенности оценки вертикально-интегрированной компании не рассматривались ни в одной научной работе. Первые шаги в этом направлении были сделаны практикующими оценщиками в процессе оценки рыночной стоимости акций вертикально-интегрированных компаний. Эксперты ЗАО «Международный центр оценки» предложили поэтапную модификацию методов доходного подхода. Тем не менее, до настоящего времени не существует комплексных научно-методических разработок, позволяющих на основе модификации существующих методов оценки с учетом особенностей вертикально-интегрированной компании как объекта оценки рассчитать наиболее вероятную и максимально достоверную величину ее рыночной стоимости.

Цели и задачи исследования

Цель диссертации заключается в совершенствовании существующих методов оценки бизнеса для расчета стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний (далее — ВИНК).

Для достижения намеченной цели были поставлены и решены следующие задачи:

*/*Исследовать организационно-правовую структуру и специфику финансово-хозяйственной деятельности вертикально-интегрированной компании и определить особенности вертикально-интегрированной компании как объекта оценки.

*S*Выявить ключевые факторы, определяющие рыночную стоимость вертикально-интегрированных компаний.

*S*Сформулировать и научно обосновать предложения по использованию различных баз стоимости на основе анализа стандартов оценки и стандартов финансовой отчетности для целей оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированной компании.

*S*Исследовать особенности практической реализации различных методов оценки бизнеса в России и проанализировать возможность и целесообразность их применения для оценки стоимости вертикально-интегрированных компаний.

*S*Доказать целесообразность модификации существующих методов оценки рыночной стоимости бизнеса для целей оценки вертикально-интегрированной нефтяной компании.

*S*Разработать методику оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний и провести ее апробацию.

Объектом исследования выступает бизнес вертикально-интегрированной нефтяной компании.

Предметом исследования является методология определения рыночной стоимости бизнеса вертикально-интегрированной нефтяной компании, позволяющая учесть его специфику и повысить объективность результатов оценки.

Теоретические и методологические основы исследования

Методология диссертационной работы основана на принципах диалектической логики и системном подходе к исследованию проблем оценки бизнеса 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 разработки в области финансового и инвестиционного менеджмента, труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам оценки стоимости бизнеса. В работе также использованы федеральные законодательные акты, методические материалы Министерства имущественных отношений РФ, материалы научных конференций и публикации в периодических

изданиях, практические методики и разработки, а также российские и международные стандарты оценки.

Источником фактических данных для получения информации по проблематике работы послужили ресурсы сети Интернет: базы данных Госкомстата РФ, Федеральной комиссии по ценным бумагам РФ, ММВБ, Российской торговой системы, Национальной котировальной системы, агентства АК&М, данные ИА «Кортес»; официальные сайты международных организаций, бирж, учебных заведений, российских компаний; публикации и рабочие материалы ученых-исследователей.

Исследование проведено в рамках п. 7.7 паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

Научной новизной диссертации является разработка теоретико-методологического аппарата оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных компаний с применением затратного, доходного и сравнительного подходов.

Наиболее существенные результаты, полученные лично автором, и их новизна:

1. Определены особенности вертикально-интегрированной компании как объекта оценки, связанные с организационной структурой и составом приносящих доход активов ВИК и влияющие, таким образом, на методы затратного подхода, а также вытекающие из специфики товарно-денежного обращения внутри ВИК, следствием чего является необходимость особого подхода к прогнозированию различных составляющих денежного потока.
2. Выявлены факторы, воздействующие на стоимость вертикально-интегрированных компаний со стороны внешней среды и связанные с динамикой макроэкономических показателей, конъюнктурой товарных и фондовых рынков, политической ситуацией, и внутренние факторы стоимости, являющиеся следствием вертикальной интеграции.
3. Научно обоснованы предложения по повышению степени соответствия оценочных процедур общепринятым стандартам оценки, которые заключаются в целесообразности использования рыночной стоимости для оценки стоимости активов вертикально-интегрированной компании и стоимости в использовании для оценки активов дочерних и зависимых предприятий.
4. На основе анализа существующей практики оценки выделены недостатки, связанные с актуализацией стоимости активов, прогнозированием денежных потоков и расчетом ставки дисконтирования, оценкой капитализации и выведением ценовых мультипликаторов.
5. Выдвинута и доказана гипотеза о целесообразности модификации существующих методов оценки с целью повышения достоверности итоговой стоимости бизнеса.
6. Разработана комплексная методика оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний, которая, в отличие от традиционных методов, позволяет рассчитать стоимость компании на основе объемов запасов и добычи природных ресурсов, учитывает перераспределение стоимости в результате трансфертного ценообразования, а также вклад в общую доходность компании лицензий и долгосрочных финансовых вложений в предприятия по разведке, добыче, переработке нефти и реализации нефтепродуктов.

Практическая значимость исследования

Практическая значимость проведенного исследования, основных выводов и рекомендаций диссертации заключается в том, что их использование в процессе оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных компаний России повышает достоверность и объективность итоговой величины рыночной стоимости бизнеса.

Самостоятельное практическое значение имеют:

*S*Методика оценки рыночной стоимости ВИНК на базе анализа объемов доказанных запасов углеводородного сырья.

*S*Алгоритм прогнозирования денежного потока ВИНК на основе усовершенствованных способов расчета выручки и издержек в рамках доходного подхода к оценке бизнеса.

*S*Рекомендации по выбору базы стоимости для оценки приносящих доход активов, функционирующих в составе BPfflK, и производственных активов дочерних и зависимых предприятий.

*S*Рекомендации по уточнению критериев сопоставимости при отборе аналогов ВИНК и выбору доминирующего ценового мультипликатора при использовании методов сравнительного подхода.

Апробация и внедрение результатов научного исследования

Результаты проведенного исследования реализованы в виде методики ЗАО «Международный центр оценки» по оценке вертикально-интегрированных компаний, которая применялась в ходе оценки рыночной стоимости крупнейших вертикально-интегрированных компаний России — ОАО «НК «ЮКОС», ОАО «НК «Сибнефть», ОАО «Русский алюминий» и др.

Основные положения диссертации представлены в 2001 году на IV Международном конгрессе "Развитие оценочной деятельности в Российской Федерации", организованном Министерством имущественных отношений РФ, Подкомитетом по недвижимости, ипотеке и оценочной деятельности Государственной Думы РФ по собственности, Финансовой академией при Правительстве Российской Федерации, Российским обществом оценщиков, Институтом профессиональной оценки.

Отдельные материалы диссертации используются в преподавании учебной дисциплины «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» на кафедре «Оценочная деятельность и антикризисное управление» Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

Результаты исследования ориентированы на широкое использование в программах повышения квалификации практикующих оценщиков, реализуемых Финансовой академией при Правительстве Российской Федерации, Международной академией оценки и консалтинга, Институтом профессиональной оценки.

Внедрение результатов исследования подтверждается справками о внедрении результатов исследования.

Публикации

Научные результаты диссертационной работы нашли отражение в трех работах, опубликованных аспирантом, общим объемом 7 п.л. (авторский объем 6,8 п.ч.):

1. *Петренко Л.И., Синогейкина Е.Г.*Что такое ВИНК и сколько она стоит? // Вопросы оценки. 2001. №3. —0,8 п.л.
2. *Синогейкина Е.Г*Классификация пакетов акций и анализ их влияния на стоимость // Вопросы оценки. 2002. №4. — 0,7 п.л.
3. *Синогейкина Е.Г.*Анализ современных методов оценки рыночной стоимости бизнеса и особенностей их практической реализации в России: Научно-методическое пособие. М.: ОО «Российское общество оценщиков», 2003. — 5,5 п.л.

## Вертикально-интегрированная компания как особый объект оценки

Нередко понятие вертикальной интеграции смешивают или путают с другими формами интеграции.

К горизонтальной интеграции относится объединение нескольких производителей, выпускающих один вид продукции и, таким образом, осуществляющих деятельность на одном уровне сбытовой вертикали.

Интеграция конгломератного типа — это особая форма объединения предприятий, отличающаяся от вертикальной и горизонтальной интеграции.

Можно выделить следующие ее формы3:

продуктовое объединение конгломератного типа — объединение производителей различных, но схожих продуктов;

рыночное объединение конгломератного типа, при котором в процесс интеграции вовлечены компании производители одного и того же продукта, но действующие на отдаленных рынках;

объединение чисто конгломератного типа — объединение компаний, не имеющих ничего общего в производстве.

Производственные контрактные отношения, объединяющие две вертикальные стадии производства, не являются случаем вертикальной интеграции. Для разделения понятий вертикальной интеграции и контрактных отношений используются определенные количественные ограничения внутрифирменных поставок, выступающие в качестве критерия для определения наличии вертикальной интеграции.

Вертикальная интеграция имеет место в следующих случаях:

Нижестоящее подразделение компании 100% продукции (сырья) на переработку поставляет вышестоящему подразделению компании в форме внутрифирменных поставок.

Вышестоящее подразделение компании, производящее конечную продукцию, закупает 100% поступающего от нижестоящего подразделения сырья. Недостающая часть сырья может закупаться на внешнем рынке.

Подразделение компании, производящее сырье, обязано поставлять сырье на переработку внутри фирмы и не может продавать его вне компании, а перерабатывающее предприятие внутри холдинга может закупать сырье только внутри компании. Таким образом, при вертикальной интеграции альтернативой рынка служит одно из подразделений компании, создание которого обусловлено экономией издержек по сравнению с рыночными трансакциями.

В настоящее время в экономической теории и общей теории менеджмента4 все больше внимания уделяется разработке комплексной теории метакорпораций, разновидностью которых, по мнению некоторых авторов, является вертикально-интегрированная компания.

Метакорпорация — это объединение нескольких юридических лиц, как правило, не обладающее статусом юридического лица и удовлетворяющее определенным критериям5.

Исследователями выдвигается концепция трех критериев интегрированной корпоративной структуры, в соответствии с которыми метакорпорацией является объединение нескольких экономических агентов с устойчивыми взаимосвязями, более жесткими, чем рыночные; при этом часть их является коммерческими организациями; и существует центральный элемент — стратегический центр принятия решений. По мнению диссертанта, вертикальная интеграция соответствует этим критериям, однако, в отличие от приведенного определения, ВИК всегда имеет статус юридического лица.

## Взаимосвязь стандартов оценки и стандартов финансовой отчетности

При оценке рыночной стоимости бизнеса с целью большего приближения показателей бухгалтерского баланса к экономической реальности проводят общие корректировки финансовой отчетности бизнеса.

Корректировки статей баланса для целей метода чистых активов приобретают особую актуальность в странах с развивающейся рыночной экономикой, так как воздействие инфляционных процессов, изменение курса национальной валюты и другие факторы приводят к возникновению значительной разницы между данными баланса и рыночными условиями.

В соответствии с постановлениями Правительства Российской Федерации в целях определения реальной стоимости основных фондов предприятий и организаций в России несколько лет подряд проводилась обязательная переоценка основных фондов. Начиная с 1995 г. был введен альтернативный индексному метод переоценки с привлечением независимых оценщиков для определения полной восстановительной стоимости. К практической работе по оценке полной восстановительной стоимости основных фондов были привлечены тысячи специалистов с различным уровнем квалификации. Нередко работа оценщиков по переоценке основных фондов осуществлялась в условиях заинтересованности их владельцев в занижении стоимостной базы, используемой для исчисления налога на имущество и определения величины амортизационных исчислений. В результате увеличилось расхождение балансовой и рыночной стоимости основных средств. В последние годы при составлении годовых отчетов в России допускается проведение добровольной переоценки основных средств, стоимость которых зависит, в том числе, и от компетенции оценщика.

Общепринятая теория оценки в качестве уместных корректировок стоимости активов при расчете величины чистых активов рассматривает расчет их рыночной стоимости. Но далеко не всегда выбор рыночной стоимости как базы оценки активов отвечает целям и задачам оценки собственного капитала. Кроме того, нередко актив просто не обладает рыночной стоимостью. При оценке основных средств промышленных предприятий очень часто расчету подлежит вид стоимости, отличной от рыночной.

Обоснование рыночной стоимости для таких объектов в силу объективных причин затруднено: они не продаются на рынке, отсутствует информация о доходности. С точки зрения действующего предприятия это очень важный момент, так как старые производственные здания могут иметь большую стоимость в использовании, в то время как их рыночная стоимость будет незначительной.

Аргументами в пользу отступления от рыночной стоимости при оценке активов предприятия могут служить перечисленные ниже обстоятельства:

1. Полезность имущества для конкретного предприятия (пользователя) может отличаться от его полезности с точки зрения рынка или данной отрасли. И это, пожалуй, основное.

2. Активы не обладают рыночной стоимостью. Хороший пример — специализированные объекты имущества, объекты имущества специального назначения или специальной конструкции.

3. Расчет рыночной стоимости имущества невозможен в силу объективных причин, например, отсутствия рыночных данных о сделках и доходности.

Для повышения достоверности стоимости, рассчитанной методом чистых активов, необходимо совершенствовать процедуру актуализации стоимости основных средств на основе наиболее уместной базы стоимости, которая оказывает определяющее влияние на результат расчетов.

Единственным документом, позволяющим выбрать базу стоимости с учетом целей, задач оценки, а также специфики объекта оценки, являются стандарты оценки — документы, определяющие виды стоимости и раскрывающие ситуации целесообразности и уместности применения определенного вида стоимости.

В данной работе диссертант преследует цель исследовать концептуальные проблемы выбора базы оценки стоимости активов, с которыми сталкивается практикующий оценщик в ходе расчетов рыночной стоимости собственного капитала затратным подходом. Рассмотрение конкретных расчетных процедур и методов оценки стоимости активов выходит за рамки данной работы.

## Разработка методики оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний

В предыдущем параграфе были рассмотрены общепринятые методы оценки и определены направления их оптимизации для целей практической деятельности в России. Однако при оценке ВИНК следствием использования традиционных методов может являться искажение результатов оценки.

Исследование организационно-правовой структуры и специфики функционирования ВИНК позволило провести оптимизацию и модификацию существующих методов оценки на основе учета основных особенностей ВИНК России как объекта оценки.

При использовании метода чистых активов для оценки стоимости промышленного предприятия применяется концепция стоимости действующего предприятия, и активы оцениваются как часть бизнеса в целом. В этом случае в соответствии со стандартами оценки стоимость активов должна учитываться на базе стоимости в использовании, затрат на замещение с учетом износа или другой уместной стоимости.

Одними из основных активов предприятия, стоимость которых подлежит корректировке, являются основные средства, оцениваемые на основе их вклада в общую стоимость действующего предприятия.

Удельный вес основных средств в балансе ВИНК небольшой. Данные табл. 6 свидетельствуют о том, что в нефтяной отрасли на основные фонды самой ВИНК в структуре активов приходится незначительная доля. Такая ситуация характерна для тех ВИНК, которые сами не являются звеном производственного цикла, а представляют собой стратегический центр принятия решений и управления. Стоимость основных средств таких компаний не влияет на рыночную стоимость ВИНК.

Стоимость основных средств, необходимых для функционирования всей производственной цепочки ВИНК, учитывается при оценке долгосрочных финансовых вложений в различные предприятия.