Аникина Ирина Дмитриевна. Институциональное развитие корпоративного капитала и определение рыночной стоимости акций российских компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Волгоград, 2004 186 c. РГБ ОД, 61:04-8/5047

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Концептуальные основы модификации стоимости корпоративного капитала в современной российской экономике 11

1.1. Корпоративная форма стоимости капитала и; ее особенности 11

1.2. Институциональные факторы модификации стоимости корпоративных активов в российской экономике 37

1.3.Влияние фондового рынка на определение стоимости корпоративного капитала 55

Глава 2. Методический инструментарий определения рыночной стоимости неликвидных и малоликвидных акций российских компаний 77

2.1. Особенности определения стоимости корпоративного бизнеса. 77

2.2.0ценка влияния эффективности использования корпоративного капитала на его рыночную стоимость 100

2.3. Методика определения стоимости неликвидных и малоликвидных акций российских корпораций. 119

Заключение 139

Библиография 145

Приложения 158

**Введение к работе**

**В**современных условиях корпоративная форма капитала стала основой экономики развитых стран мира. Именно развитие корпоративного капитала как одной из форм финансового капитала привело к экономическому росту и обеспечило благосостояние населения. Появление корпоративных форм организации капитала началось в современной России с 1992 г., и в настоящее время корпорации играют ведущую роль в экономике страны. Рост капитализации корпораций в долгосрочном периоде для бизнеса современной России чрезвычайно актуален. Стоимость компании — один из основных показателей ее эффективности, поэтому задача определения и управления стоимостью является одной из наиболее важных для корпораций.

Значимость темы исследования обусловлена, во-первых, увеличением спроса российских и иностранных инвесторов на российские фондовые активы, во-вторых, необходимостью выбора объектов и стратегий инвестирования как со стороны индивидуальных, так и институциональных инвесторов. Это привело к необходимости детального рассмотрения моделей оценки корпораций и анализа факторов, формирующих стоимость компаний. Низкая капитализация и неликвидность большинства российских корпораций, неразвитость российского фондового рынка требуют адаптации стандартных моделей оценки с. учетом специфики современного состояния российской экономики..

У большинства российских корпораций задача максимизации рыночной стоимости компании пока не стала приоритетным направлением в практике управления. Один из главных факторов такой ситуации — неразвитость фондового рынка, который не выполняет своей функции контроля за эффективностью работы менеджеров. У них нет стимулов для увеличения богатства акционеров, возникают значительные агентские издержки, неэффективно перераспределяется собственность. В этих условиях разработка методик определения рыночной стоимости и управления ею, отражающих

**4**особенности состояния современной экономики России, а также выявление факторов формирования стоимости становятся необходимыми для финансового управления корпорацией и выбора стратегии ее развития.

**Степень разработанности проблемы. В**исследование проблем функционирования фондовых рынков и оценки стоимости финансовых активов внесли значительный вклад такие зарубежные ученые, как Г. Александер, 3. Боди, Р. Брейли, Э. Брэдли, Дж. Бэйли, А... Кейн, Р. Линг, Ченг Ф. Ли, С. Майерс, А. Маркус, Р.. Мертон, М.~ Миллер, Ф. Модильяни, Р. Тьюлз, Джозеф И. Финнерти, У. Шарп и др..

Проблемы оценки стоимости бизнеса, управления стоимостью компаний и выбора решений на основе максимизации стоимости бизнеса разрабатывали в своих трудах такие ученые, как Ю. Бригхем, Дж. К. Ван Хорн, Л. Гапенски, К. Гриффид, А. Дамодаран, Г. М. Десмонт, П. Дойль, Р. Э. Келли, Б. Коласс, Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Муррин, Б. Пешеро, Ш. Пратт, К. Уилсен, К. Феррис, Дж. Фишмен, Э. Хелферт и др.

Их работы посвящены исследованию рыночной стоимости ценных бумаг, оценке стоимости корпораций в странах с развитыми фондовыми рынками, сформировавшейся рыночной инфраструктурой, сложившимися принципами корпоративного управления. В современных условиях российской экономики, когда отечественный фондовый рынок только развивается, не сформировались оптимальная инфраструктура фондового рынка и российская модель корпоративного управления, необходимо продолжить исследования с учетом особенностей российской экономики.

Стимулом к отражению российской специфики корпоративного капитала и финансового рынка стало изучение трудов ученых, специализирующихся на исследовании российского фондового рынка и оценке стоимости российских корпораций: М. Ю. Алексеева, Л. П. Белых, И. Ю. Беляевой, Т. Б. Бердниковой, Г. В. Булычевой, С. В. Валдайцева, Д. Н. Владиславлева, В. В. Григорьева, А. Г. Грязновой, Т. Г» Долгопятовой, В. Е. Есипова, Р. И. Капелюшникова, Е. В. Ленского, Я. М. Миркина, Д. Н. Михайлова,

A. Д. Радыгина, Б. Б. Рубцова, М. А. Федотовой, А. Б. Фельдмана,

B. А. Цветкова, М. А.*.*Эскиндарова и др.

Важное влияние на изменение стоимости корпораций и принятие управленческих решений, по мнению автора, оказывают институциональные факторы, рассматривая которые, автор опирался на работы О. В. Иншакова, Р. И. Капелюшникова, Р. Коуза, Н. Н. Лебедевой, В^ A. May, Д. Норта, А. Н. Олейника, Э. де Сото, О. И. Уильямсона, А. Е. Шаститко и др.

Несмотря на многочисленность работ, среди изученных автором исследований отсутствуют те, которые бы рассматривали институциональные факторы стоимости компаний комплексно и систематизировано.

Недостаточная изученность, актуальность, теоретическая и практическая значимость факторов стоимости компаний определили выбор темы, цель исследования и его задачи.

**Цель и задачи: исследования.**Целью данного исследования является теоретическое обоснование институционального развития корпоративного капитала и разработка методического инструментария определения рыночной стоимости неликвидных и малоликвидных акций российских компаний.

В соответствии с указанной целью в диссертационной работе поставлены следующие задачи:

выявить предпосылки, и условия развития? корпоративного капитала; определить тенденции развития современных корпораций; раскрыть противоречия корпоративного капитала, обуславливающие модификацию стоимости финансовых активов и специфику их оценки;

провести анализ институциональных факторов модификации стоимости корпорации;

проанализировать степень соответствия современного состояния российского фондового рынка ограничениям модели оценки капитальных активов;

составить классификацию видов стоимости как теоретическую основу для выбора вида стоимости и методов оценки корпораций;

уточнить и дополнить существующие методики оценки бизнеса.

**Предметом исследования**являются процессы институционального развития корпоративного капитала и формирования рыночной стоимости акций российских компаний.

**Объектом исследования**являются неликвидные и малоликвидные акции российских компаний.

**Методологической и**і **теоретической основой исследования**послужили теоретические положения, изложенные в работах отечественных и зарубежных авторов по исследуемым проблемам, нормативные документы Российской Федерации, касающиеся вопросов оценочной деятельности.

В работе были использованы следующие методы исследования: системный подход, методы статистического анализа, методы финансовой математики, методы финансового анализа, методы экспертной оценки.

**Информационно-эмпирической базой исследования явились**экономические факты, установленные на основе анализа данных статистических и финансово-экономических изданий России и других стран; материалы научных семинаров и конференций; законодательные и нормативные акты, регламентирующие оценочную деятельность;: факты, опубликованные в экономической литературе, посвященной проблемам развития корпорации, оценки и управления стоимостью» бизнеса; данные Госкомстата России и Волгоградской области, РТС, ММВБ, Минфина РФ, ФСФР, Центрального банка РФ, компаний ФИНАМ, S&P, периодической печати; сведения **о**финансовой отчетности отдельных предприятий г. Волгограда.

**Основные положения диссертационного исследования,**выносимые на защиту:

1. В современной экономике происходит институциональное развитие корпоративного капитала, который представляет собой сложную интегрированную систему реального и финансового капиталов различных сфер деятельности и имеет максимальную стоимость только при оптимальной

7 структуре капиталов. При разделении такого капитала ценность отдельных его составляющих может резко уменьшаться.

2. Развитие корпоративной формы капитала характеризуется  
следующими противоречиями, которые влияют на формирование его  
стоимости: противоречия между реальной и финансовой формами капитала;  
между объективными экономическими данными о направлениях  
инвестирования и субъективными предпочтениями инвесторов; между  
реальными привлечениями капитала в производство и і возможностью  
получения дохода без увеличения реального капитала; между разными  
скоростями структурных изменений финансовых и реальных активов; между  
целями мажоритарных и миноритарных инвесторов, менеджеров и кредиторов.

3. Институциональные факторы стоимости корпораций — это факторы,  
формирующие, поддерживающие и развивающие соответствующие стандарты  
ведения хозяйственной деятельности. К ним относятся:^ 1) совокупность  
формальных норм - нормативные правовые акты, регулирующие различные  
аспекты хозяйственной деятельности (законы, стандарты, распоряжения);  
2) совокупность неформальных норм - кодексы, нормы поведения, культурные  
традиции, определяющие устойчивые нормы социального поведения и  
действия; 3) механизмы и структуры, обеспечивающие выполнение этих норм и  
формирующие стандарты поведения в соответствии с нормами. Под влиянием  
институциональных факторов стоимости корпоративного капитала в  
российской экономике происходит разрыв между рыночной и  
фундаментальной стоимостью корпораций.

4. Особенностями российского фондового рынка, приводящими к  
необходимости корректировки модели оценки капитальных активов, являются:  
олигополистическая структура рынка, высокие финансовые риски, монополизм  
на рынке государственных облигаций, низкие обороты рынка, существование  
нескольких торговых структур с различной инфраструктурой, диспропорции  
спроса и предложения на рынке акций, неравный доступ к информации  
различных участников рынка.

5. Классификация видов стоимости бизнеса, позволяющая обоснованно  
подойти к выбору вида стоимости и методов оценки компаний в зависимости от  
целей и специфики оценки, целесообразна в соответствии со следующими  
критериями: объем информации об объекте оценки, время экспозиции объекта,  
степень объективности при определении стоимости, степень развитости рынка,  
правовые ограничения объекта оценки.

6. Расчет коэффициента р включает в себя комплексный анализ  
финансово-хозяйственной деятельности предприятия в целях определения его  
отраслевого или регионального рейтинга, что позволяет в максимальной  
степени учесть риски конкретного предприятия и сравнить их с рисками  
аналогичных компаний.

**Научная новизна положений,**полученных и представленных к защите:

уточнена природа корпоративной формы капитала как интегрированной формы реального и финансового капиталов в рамках определенной институциональной структуры, имеющей максимальную рыночную стоимость только при оптимальной структуре капиталов;

раскрыты противоречия корпоративного капитала, состоящие в противоречии форм капитала, субъективных и объективных предпочтениях инвесторов, реальных и спекулятивных инвестиций, в темпах роста реальных и финансовых активов, между целями мажоритарных и миноритарных инвесторов, менеджеров и кредиторов, что объясняет множественность видов стоимости капитала и увеличивающуюся роль субъективных оценок при определении стоимости;

системно представлены институциональные факторы стоимости капитала российских корпораций (заключающиеся в совокупности формальных и неформальных норм; механизмов и структур, обеспечивающих выполнение этих норм и формирующих стандарты поведения в соответствии с нормами), которые приводят к разрыву между рыночной и фундаментальной стоимостью компании;

аргументирована необходимость адаптации модели оценки капитальных активов для определения стоимости неликвидных и малоликвидных акций российских корпораций;

классифицированы виды стоимости бизнеса в соответствии с критериями: объем информации об объекте оценки, время экспозиции объекта, степень объективности при определении стоимости, степень развитости рынка, правовые ограничения объекта оценки;

уточнена методика определения коэффициента (3 путем включения і в его расчет несистематического риска, что позволяет применить модель оценки капитальных активов для определения стоимости неликвидных и малоликвидных акций российских корпораций.

**Теоретическая и практическая значимость работы.**Теоретическая значимость диссертационного исследования определяется тем, что исследуемые в нем научные и практические проблемы непосредственно связаны с решением задачи повышения эффективности деятельности российских корпораций. В работе рассмотрены особенности, тенденции и противоречия корпоративной формы капитала, имеющей максимальную ценность при оптимальной структуре капиталов, обоснована необходимость адаптации стандартных методов оценки стоимости корпораций с учетом особенностей развития российского фондового рынка, предложена методика расчета коэффициента Р для ставки дисконтирования собственного капитала.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в том, что основные выводы и полученные результаты могут быть применены при определении и анализе стоимости малоликвидных и неликвидных акций российских корпораций. Это необходимо при принятии различных управленческих решений и разработке стратегии компании (купля-продажа, залог акций, инвестиционные и финансовые решения, проведение реструктуризации и реорганизации компании, анализ работы ее отдельных подразделений и др.).

Материалы диссертации могут использоваться в практической деятельности финансовых менеджеров корпораций, консалтинговых и оценочных фирм, при преподавании финансовых дисциплин «Оценка бизнеса», «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг».

**Апробация результатов; исследования.**Основные положения и выводы диссертации прошли апробацию на Всероссийской научно-практической конференции «Организационно-экономические проблемы развития промышленных предприятий» (г. Воронеж, 2002 г.); Международном семинаре «Альтернативы экономического роста в России» (г. Сочи, 2002 г.); 3-й Международной научно-практической конференции «Проблемы развития предприятий: теория и практика» (г. Самара, 2003 г.); на научно-практических конференциях Волгоградского государственного технического университета (2003, 2004 гг.). Результаты диссертационного исследования использованы при оценке акций предприятия пищевой промышленности г. Волгограда: специализированным агентством по оценке недвижимости «Комплекс».

**Публикации. По**проблематике диссертационного исследования автором опубликовано 8 научных статей общим объемом 2,2 печатных листа.

**Структура и объем диссертации.**Диссертация состоит из введения, двух глав, заключения, библиографии и приложений. Общий объем диссертации составляет 186 страниц.

## Корпоративная форма стоимости капитала и; ее особенности

Корпоративная форма капитала приобрела в современной экономике важное значение, что обусловлено ее преимуществами по сравнению с другими формами капитала. Эти преимущества вытекают, с одной стороны, из того, что в основе корпоративного капитала лежит реальный капитал, обеспечивающий рост реального богатства, с другой стороны, корпоративный капитал является одной из форм финансового капитала,. что придает ему новые свойства и модифицирует его стоимость; в то же время преимущества корпорации обусловлены ее институциональной формой. Именно институциональное развитие корпоративного капитала как одной из форм финансового капитала привело к ускоренному развитию экономики и обеспечило рост благосостояния населения.

Финансовый капитал стал набирать свою силу с начала XX века и к началу XXI века стал доминирующей формой капитала. В основе финансового капитала лежит интеграция банковского и промышленного капитала, которая определяется объективными тенденциями в развитии производства и капитала. Главная причина развития финансового капитала — концентрация промышленности, а затем и банков, которая была вызвана, в первую очередь, развитием технологий. «Без паровой машины, без токарного станка, без железной дороги даже и вообразить нельзя зарождение большого бизнеса» (Р. Хайлбронер, Л. Тароу [158, с.319]).

Концентрация капитала, означающая рост индивидуального капитала в процессе его накопления (внутренний рост), выступает на практике как экономическая форма концентрации промышленности. Концентрация промышленности является объективным следствием стремления к увеличению прибыли, но этот процесс идет не только за счет концентрации, но и за счет централизации капитала, которая выражается в поглощении одного предприятия другим (внешний рост). Концентрация производства в своем наиболее общем виде проявляется в росте активов и увеличении работающих на крупных предприятиях с целью увеличения объема выпускаемой продукции, в дальнейшем этот процесс дополняется слиянием с уже существующими предприятиями для расширения рынков, получения синергетических эффектов. Концентрация и централизация производственных, научно-технических, интеллектуальных, денежных, информационных ресурсов позволяет добиться большей нормы прибыли и большей стабильности результатов за счет следующих преимуществ:

1) увеличение объемов производства в короткие сроки и использование эффекта экономии на издержках производства и обращения на единицу продукции;

2) использование в максимальной степени преимуществ кооперации и специализации труда;

3) возможность поддерживать диверсифицированный портфель проектов НИОКР, уменьшая риск неудачи одного проекта;

4) концентрация усилий на наиболее выгодных проектах;

5) своевременное обновление основного капитала, рабочей силы;

6) создание единой инфраструктуры для организаций,, входящих в корпоративную структуру (наличие единой информационной сети, банковской, страховой, кадровой, маркетинговой, консалтинговой; возможность интеграции научных исследований, развитие социальной инфраструктуры);

## Институциональные факторы модификации стоимости корпоративных активов в российской экономике

Анализ факторов стоимости собственного капитала корпораций является важной задачей, так как именно четкое понимание того, какие факторы, в каких условиях, для какой именно корпорации являются определяющими в повышении стоимости капитала, дает возможность разработать для корпорации оптимальную стратегию достижения этого результата. Этот анализ важен и для менеджеров, поскольку позволит эффективнее управлять стоимостью компании, и для инвесторов, которые определяют инвестиционную привлекательность акций. Институциональные факторы, воздействующие на стоимость акций, обычно явным образом при классификации не выделяют, но в современной экономике именно эти факторы оказывают важное влияние на стоимость объектов обмена. Как отмечает Д. Норт, «технические изменения, являясь важной составляющей процесса роста, сами по себе не могут его объяснить. Ключом к экономическому росту является эффективная организация экономики [106, с.7]. ...Институты выступают фундаментальными факторами развития экономических систем в долгосрочной перспективе» [там же, с. 13 7].

Один из терминов слова «институт» — наставление, то есть задавание неких установок и базовых состояний, традиций и всего того, что потом отражается в слове «идентичность» [30, с. 101]. Таким образом, институциональные факторы можно определить как факторы, формирующие, поддерживающие и развивающие соответствующие стандарты ведения хозяйственной деятельности. Применительно к стоимости акций можно сказать, что стоимость акций зависит от эффективности использования функциональных характеристик материальных и нематериальных активов, помещенных в определенную институциональную среду.

С этой точки зрения к институциональным факторам относятся:

1) совокупность формальных норм — нормативные правовые акты, регулирующие различные аспекты хозяйственной деятельности (законы, стандарты, распоряжения и т. д.);

2) совокупность неформальных норм - кодексы, нормы поведения, культурные традиции и т.д., определяющие устойчивые нормы социального поведения и действия;

3) механизмы и структуры, обеспечивающие выполнение этих норм и формирующие стандарты поведения в соответствии с нормами. Рассматривая более подробно институциональные факторы модификации стоимости акций российских корпораций, можно выделить основные, оказывающие наибольшее влияние на формирование стоимости І акций (табл. 1).

## Особенности определения стоимости корпоративного бизнеса

Развитие рыночных отношений в России, появление различных форм собственности приводят к необходимости оценки бизнеса и отдельных активов корпораций. Эффективное управление возможно только при условии знания того, какой капитал необходимо инвестировать в тот или иной актив или вид бизнеса, а также знание желаемой и фактической отдачи на капитал. Поэтому оценка бизнеса и активов является необходимой и актуальной для многих субъектов рыночной экономики: собственников, кредиторов, инвесторов, менеджеров, государства и др. Значимость оценочной деятельности, ее необходимость для эффективного управления предприятием в настоящее время повышается.

Субъектом оценки являются профессиональные оценщики, прошедшие необходимое профессиональное обучение, обладающие профессиональными знаниями и практическим опытом работы.

Объектом оценки выступает любой объект собственности в совокупности с имеющимися на него правами.

Предметом оценки компании в зависимости от конкретной ситуации может являться определение:

рыночной стоимости закрытой компании (или открытого акционерного общества, которое только формально является открытым — неликвидные акции), если бы она решила выйти в рассматриваемый период времени на фондовый рынок;

минимальной цены продажи (для продавца) и максимальной цены покупки (для покупателя) за закрытую компанию (или формально открытую) в целом или доли в ней; стоимости закрытой компании в будущем в случае ее реформирования в открытукькомпанию;. , . .

стоимости открытой компании в случае ее недооцененности или переоценности на фондовом рынке;

стоимости открытой компании, акции которой являются малоликвидными (акции включены в листинг, но торгуются нерегулярно);

стоимости имущественного комплекса (предприятия по ГК РФ,.ст.. 132); согласно ГК РФ, в состав предприятия как имущественного комплекса «входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукция, права требования, долги, а также права на обозначение, индивидуализирующие предприятия, его продукцию, работы и услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обследования), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договорами», а само предприятие «в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью» [32, с. 82];

стоимости многономенклатурной линии;

стоимости бизнес-линии по выпуску продукции, которая будет включать оценку не только имущества, но и обязательств компании, как имеющихся, так и будущих, которые могут возникнуть в связи с этой бизнес-линией;

ценности имущественного интереса с учетом его льгот или контрольных преимуществ.