Артемьев Дмитрий Юрьевич. Оценка капитала крупных промышленных компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : М., 2005 237 c. РГБ ОД, 61:05-8/2514

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ОСОБЕННОСТИ КАПИТАЛА КПК КАК ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ 110

1.1. Специфика финансово-экономических механизмов функционирования крупных промышленных компаний

1.2. Особенности форм укрупнения и организации капитала крупных промышленных компаний 37

1.3. Структура и динамика денежных потоков, приходящихся на капитал крупных промышленных компаний 82

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА КРУПНЫХ ПРОМЫШЛЕННЫХ КОМПАНИЙ 67

2.1. Определение и анализ системы факторов стоимости капитала крупных промышленных компаний

2.2. Корпоративная добавленная стоимость как элемент совокупного капитала gg

крупных промышленных компаний

ГЛАВА 3. РАЗРАБОТКА И ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ КАПИТАЛА КРУПНЫХ ПРОМЫШЛЕННЫХ КОМПАНИЙ 92

3.1. Разработка методики оценки капитала крупных промышленных компаний 92

3.2. Построение финансовой модели и прогнозирование денежных потоков при 99 оценке капитала крупных промышленных компаний

3.3. Использование методики ценки капитала крупных промышленных 134 компаний применительно к корпорациям различных форм интеграции

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 152

Библиографический список литературы 164

Приложения 173-

**Введение к работе**

Совершенствование оценки1 капитала крупных промышленных компаний приобретает в настоящее время особую актуальность в силу тенденций, наблюдаемых в размерной структуре российской экономики, изменяющихся потребностей субъектов стоимостных отношений, все большего усложнения внутренней структуры объектов оценки, а также существующих пробелов в методологии оценочной науки.

Для целей настоящего исследования крупная промышленная компания определялась как форма организации капитала, характеризующаяся целостностью экономических интересов, высокими количественными показателями операционной и финансовой деятельности, а также интеграционным характером внутренней структуры, в составе которой можно выделить отдельные бизнес-единицы и корпоративный центр.

Такие особенности отраслевой и размерной структуры российской экономики, как высокая доля промышленности в ВВП, высокая степень концентрации основных отраслей, доминирующее положение крупных предприятий, сложились еще в советский период и во многом сохранились после разгосударствления собственности в 1990-е годы. В результате последовавшего за приватизацией периода становления и укрупнения холдингов и финансово-промышленных групп, крупные промышленные компании укрепили свое положение в институциональной среде. Это придает особую значимость проектам по оценке капитала крупных промышленных компаний, которые зачастую находятся в центре внимания как профессионалов-оценщиков, так и более широкого круга специалистов. Дополнительную актуальность вопросам совершенствования оценки капитала крупных промышленных компаний придают реализуемые в настоящее время многими российскими корпорациями меры по упорядочиванию и реструктуризации бизнес-портфелей, нацеленные на максимизацию стоимости совокупного капитала.

Увеличение спроса на услуги по определению стоимости капитала крупных промышленных компаний обуславливается появлением новых целей оценки и расширением области применения результатов оценки. Эти процессы вызывают необходимость разработки методик, более полно соответствующих потребностям основных участников стоимостных

1 Под «оценкой капитала» в настоящей работе понималась «оценка стоимости капитала».

отношений (покупателей, продавцов, пользователей имущества). Основными предпосылками увеличения спроса на услуги по оценке капитала крупных промышленных компаний являются:

*Предпосылки внешней среды крупных промышленных компаний,*в том числе динамичное развитие фондового рынка, выход крупных компаний на международные рынки капитала, переход на международные стандарты финансовой отчетности.

*Предпосылки внутренней среды крупных промышленных компаний,*включая усложнение организационной структуры, отраслевого состава, территориального охвата, вследствие укрупнения, интеграции и реструктуризации крупных компаний, а также рост потребности в инвестиционных ресурсах для реализации крупномасштабных проектов. Помимо особой роли крупных промышленных компаний в экономике и меняющихся

потребностей пользователей оценочных услуг, актуальность темы исследования обусловлена особенностями капитала крупных промышленных компаний как объекта оценки. Вследствие крупного размера, монопольной власти на рынках, многоотраслевого состава и сложной внутренней структуры, формирование стоимости капитала крупных промышленных компаний характеризуется рядом фундаментальных особенностей. Существование указанных особенностей делает необходимым их отражение на различных этапах процесса оценки: при анализе факторов стоимости, моделировании и прогнозировании денежных потоков. Потребность в обосновании и апробации методического аппарата оценки капитала крупных промышленных компаний обуславливает практическую актуальность выбранной темы.

Проблема оценки капитала крупных промышленных компаний не рассматривалась как самостоятельная комплексная задача в существующих исследованиях по экономике и финансам. Вместе с тем, рассмотрению отдельных задач исследования частично посвящены следующие научные и практические исследования, в том числе:

1. *Работы по оценке стоимости бизнеса,*включая монографии Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Муррина, Ш. Пратта; А. Раппапорта, С. Валдайцева, М. Федотовой. Перечисленными авторами раскрыты общие принципы и подходы к оценке компаний, чаще всего без обсуждения особенностей их использования применительно к капиталу крупных промышленных компаний. Некоторые авторы рассматривают особенности оценки **многопродуктовых компаний, при этом не выделяя специфические факторы**стоимости капитала крупных промышленных компаний и вклад этих факторов в стоимость совокупного капитала.

1. *Исследования корпоративных стратегий,*включая работы М. Портера, М.Гулда, Э. Кэмпбелла, М. Александра, С. Прахалада, А. Чандлера и М. Сировера. В данных исследованиях раскрываются особенности влияния корпоративных стратегий на эффективность крупных компаний, изучается роль корпоративного центра в создании стоимости, содержатся рекомендации по формированию и управлению бизнес-портфелем многопродуктовой компании, изучается действие синергетических эффектов между отдельными бизнес-единицами корпорации. Несмотря на то, что в указанных работах были раскрыты отдельные внешние и внутренние особенности крупных промышленных компаний, основной целью исследований являлась выработка практических рекомендаций по формированию корпоративных стратегий. Соответственно, в указанных работах не представлены конкретные количественные методики оценки капитала.
2. *Исследования, посвященные особенностям интегрированных структур,*включая работы О. Уильямсона, Р. Кэйвза, П. Ауэрбаха, А. Бутыркина, Г. Клейнера, С. Авдашевой, И. Храбровой, А. Фельдмана и др. Данные авторы рассматривают теоретические и практические аспекты функционирования корпораций различных форм интеграции. Стоимость компании в подобных исследованиях часто используется как главный критерий эффективности организационных структур и трактуется как фактическая рыночная капитализация компании. Несмотря на то, что данные исследования сформировали ценный эмпирический материал по отдельным факторам эффективности крупных интегрированных структур, общие закономерности формирования стоимости капитала крупных промышленных компаний, а также способы ее оценки остались вне рассмотрения.

Таким образом, работы указанных авторов не содержат методического аппарата оценки капитала крупных промышленных компаний, использование которого позволило бы отразить общие закономерности формирования стоимости их капитала и соответствовало бы потребностям специалистов в области оценки и пользователей оценочных услуг. Соответственно, недостаточно разработан и понятийный аппарат оценки капитала крупных промышленных компаний. Решение этих проблем требует интеграции последних разработок **таких смежных дисциплин, как корпоративные финансы, стратегический менеджмент и экономическая теория,**а **также создания нового аналитического инструментария.**

Все вышеизложенное обусловило необходимость и актуальность совершенствования методологии оценки и определило цель исследования.

**Цель и задачи исследования.**Цель исследования состоит в разработке теоретико-методологического аппарата оценки капитала крупных промышленных компаний *(далее*-*«КПК»).*В рамках достижения этой цели поставлены следующие задачи: 1. Исследовать особенности финансово-экономических механизмов функционирования

КПК и выявить их взаимосвязь со спецификой денежных потоков, приходящихся на

капитал КПК.  
*\*-:: 2.*Определить и проанализировать систему факторов стоимости капитала КПК.

анализу и прогнозированию денежных потоков при оценке капитала КПК. 4. Разработать и апробировать методику оценки капитала КПК.

**Объект исследования.**В качестве объекта исследования выступает капитал крупных промышленных компаний.

**Предмет исследования.**Предметом исследования является методический аппарат оценки стоимости капитала крупных промышленных компаний.

**Теоретические и методологические основы исследования.**Теоретические основы исследования были заложены работами в области экономической теории, корпоративных финансов и оценки, содержащими базовые положения теории фирмы, стоимостного подхода к

управлению, а также методологические подходы к рыночной оценке различных активов и совокупного капитала компаний. Методологическую основу работы составляет комплексный подход к экономическому анализу и определению стоимости капитала КПК, основанный на достижениях отечественной и зарубежной экономической мысли.

При рассмотрении целей и задач исследования использовался диалектический метод исследования. В частности, данный метод применялся при характеристике природы крупных компаний, при определении структуры и типологии форм организации КПК, а также внутрифирменных взаимосвязей и факторов стоимости КПК.

Системный анализ был использован для характеристики взаимосвязей между элементами  
**КПК, а также для выявления системных результирующих эффектов внутри КПК. При  
разработке предложений по построению и использованию модели оценки капитала КПК**\* основное внимание уделялось методу экономического моделирования.

Исследование процессов формирования стоимости капитала **КПК**производилось с использованием специальных методов, принятых в теории оценки бизнеса, а также в ряде смежных экономических дисциплин: экономической теории, корпоративных финансов и экономической статистики.

Диссертационная работа выполнена в соответствии с п. 7.3 паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Научная новизна исследования**состоит в решении научной задачи разработки теоретико-методического аппарата оценки капитала крупных промышленных компаний, в составе сложной структуры которых можно выделить отдельные бизнес-единицы и корпоративный центр. Центральным элементом разработанного методического аппарата является понятие корпоративной добавленной стоимости (КДС), которая представляет собой элемент совокупного капитала **КПК**и является стоимостным выражением системных эффектов, возникающих в результате функционирования внутрифирменных рынков. На защиту выносятся следующие научные результаты:

1. На основе анализа результатов существующих исследований экономико-финансовых и организационных механизмов функционирования крупных промышленных компаний были выявлены особенности капитала **КПК**как объекта оценки, заключающиеся в специфике динамики и структуры денежных потоков. Выявленные особенности обусловлены функционированием в крупных промышленных компаниях внутренних рынков капитала, промежуточной продукции и прочих ресурсов.
2. Определена система факторов стоимости капитала КПК, включающая макроэкономические, отраслевые, бизнес- и корпоративные факторы стоимости. Разработана процедура анализа корпоративных факторов стоимости, выражающих результат функционирования внутрифирменных рынков **КПК.**
3. Введено в научный оборот и раскрыто понятие корпоративной добавленной стоимости как элемента совокупного капитала КПК. Обоснована необходимость расчета корпоративной добавленной стоимости при оценке капитала КПК.
4. Разработаны процедуры построения финансовой модели оценки и прогнозирования **денежных потоков, позволяющая учитывать особенности системы факторов стоимости капитала КПК. Предложен и научно обоснован механизм адаптации указанных процедур при**оценке капитала крупных промышленных компаний.

5. Предложена методика оценки капитала КПК, охватывающая все основные этапы процесса оценки (сбор и анализ информации, построение финансовой модели, прогнозирование денежных потоков, согласование и анализ результатов). Представленная методика позволяет выделять в составе совокупного капитала КПК элемент, приходящийся на корпоративную добавленную стоимость.

**Практическая значимость исследования**заключается в согласовании основных теоретических выводов, составляющих новизну исследования, с практическими рекомендациями по оценке капитала КПК. Разработанный методический аппарат может применяться профессиональными оценщиками, финансовыми аналитиками и менеджерами корпораций при оценке как рыночной, так и инвестиционной стоимости, а также при разработке и использовании механизмов управления стоимостью КПК.

Самостоятельную практическую значимость имеют следующие результаты:

Предложенные процедуры по выявлению и анализу системы факторов стоимости структурных элементов крупных промышленных компаний (бизнес-единиц и корпоративного центра) могут быть использованы при планировании сделок по слияниям и поглощениям и управлении процессами интеграции корпораций.

Положения по адаптации финансовых моделей применительно к компаниям различных форм интеграции могут быть использованы при оценке капитала крупных компаний доходным подходом и определении инвестиционной привлекательности вложений в ценные бумаги, эмитируемые КПК.

Выводы и предложения, относящиеся к особенностям экономико-финансовых механизмов функционирования КПК, могут быть использованы в учебном процессе при преподавании дисциплин «Оценка бизнеса» и «Реструктуризация предприятий». **Апробация и реализация результатов работы**осуществлялась путем осуществления

научных публикаций, выступлений на научно-практических конференциях, составления отчетов по оценке, использования материалов диссертации в учебном процессе, включая:

Преподавание в Финансовой академии при Правительстве РФ, в Институте Профессиональной оценки.

**Участие в семинарах по оценке, включая семинар в Институте Международной Экономики и Права «Актуальные вопросы оценочной деятельности».**

Использование в практической деятельности по оценке стоимости капитала КПК.

*Публикации.*По теме диссертации опубликовано 3 работы авторским объемом 2,6 п.л.

*Объем и структура диссертации.*По своей структуре диссертация состоит из основного текста и приложений. Основной текст диссертации объемом 172 страницы включает введение, три главы, заключение, список литературы. В основном тексте диссертации содержится 9 рисунков и 20 таблиц. Список используемой литературы состоит из 129 наименований. Объем двадцати восьми приложений составляет 66 страниц.

## Специфика финансово-экономических механизмов функционирования крупных промышленных компаний

Выявление особенностей экономических и финансовых механизмов функционирования КПК было основано на рассмотении результатов существующих исследований размера, природы фирмы, организационно-экономических форм и стратегий интеграции и укрупнения. Рассмотрение объекта исследования с позиции различных смежных экономических наук обусловлено особенностями методологии оценочной дисциплины. С одной стороны, существующая методология оценки существенным образом стандартизирует и формализует процедуры анализа и вычислений. Это позволяет получать сопоставимые результаты однородных по своим потребительским свойствам объектов. С учетом роли оценочной деятельности как инструмента реализации гражданского оборота прав собственности и важного общественного института1 2, это делает недопустимым полный произвол при проведении оценки.

Вместе с тем, процедура оценки объекта в каждом конкретном случае не может быть жестко стандартизирована, поскольку не существует двух полностью идентичных активов. Поэтому возникает потребность в компромиссе между учетом уникальных особенностей объекта и стандартами (правилами) проведения оценки. На практике указанный компромисс реализуется посредством типизации объектов с последующей привязкой к выделенным кластерам методов оценки1. Подобная типизация производится с учетом внутренних и внешних особенностей того или иного актива как объекта оценки.

Таким образом, разработка методики оценки предполагает интеграцию особенностей актива как объекта оценки с общей оценочной методологией. Соответственно, логика изложения диссертации предусматривает выявление особенностей капитала КПК как объекта оценки, а затем на их основе рассмотрение требуемых модификаций каждого из этапов процесса оценки.

Для стоимостной оценки капитала наиболее адекватным представляется понимание капитала как экономической категории, выражающей отношения собственности на конкретную совокупность факторов производства, обеспечивающую рост доходов собственника2. Данный подход также соответствует распространенной трактовке капитала как самовозрастающей стоимости, или как ценности, при участии которой создается новый доход.

В подобной трактовке объектом настоящего исследования является одна из форм организации капитала - капитал крупных промышленных компаний. Поскольку капитал любого предприятия (фирмы) всегда представляет собой объект сложный по составу, природу которого в значительной мере определяют конкретные факторы, исследование было нацелено на комплексную оценку капитала с учетом всех внутренних и внешних условий его развития .

В соответствии с основными направлениями экономической теории понятия «капитал» и «компания» («фирма») не являются однопорядковыми. Как уже отмечалось выше, капитал -это и совокупность средств производства, и денежная сумма, используемая с целью получения дохода, и производственные отношения, в то время как «компания» зачастую трактуется как организационное явление.

Сущность4 предприятия1 в наиболее общем виде выражается в его определении как экономической категории. С этой точки зрения предприятия представляют собой совокупность отношений, возникающих между экономическими субъектами общества по поводу воспроизводства, распределения капитала на основе обособленных персонифицированных экономических интересов. Таким образом, взаимосвязь понятий «капитал» и «предприятие» в первую очередь проявляется в том, что характерной чертой предприятия является обособленность, завершенность процесса его основы - капитала.

## Определение и анализ системы факторов стоимости капитала крупных промышленных компаний

Вопрос о факторах, определяющих стоимость компаний, обсуждается во многих публикациях по оценочной деятельности. Несмотря на очевидную природу указанных факторов, рекомендации различных авторов по их выделению для целей анализа, существенно различаются. Это может быть объяснено рядом объективных и субъективных причин:

1. Стоимость компании является показателем, в котором синтезируется эффект взаимодействия множества производственных, финансовых и прочих показателей, что обуславливает рассмотрение факторов стоимости с различных точек зрения. Подобное многообразие также выражается в существовании различных классификаций факторов стоимости на финансовые и нефинансовые; количественные и качественные; прямые и косвенные, внутренние и внешние, систематическое и несистематические.

2. Набор факторов стоимости индивидуален для каждой компании, существенно различаясь в зависимости от макроэкономических, отраслевых и внутрифирменных условий. Кроме того, различная степень чувствительности стоимости компаний к тем или иным факторам, обуславливает возможность выделения различных комбинаций «ключевых факторов стоимости».

3. Состав выделяемых факторов стоимости может также различаться в зависимости от требуемого для целей анализа уровня детализации. Последняя может производиться в соответствии с различными уровнями организационной структуры.

4. Состав выделяемых факторов стоимости также может различаться и в зависимости от целей их рассмотрения (например, для оценки стоимости, для управления стоимостью компании). Так, менеджером факторы стоимости могут рассматриваться как находящиеся в его распоряжении управленческие механизмы, оперируя которыми он может добиваться тех или иных стратегических или тактических целей. В то же время для оценщика факторы стоимости являются объективными показателями, которые обычно рассматривают типичные инвесторы при принятии инвестиционных решений.

Соответственно, для полноценного представления анализа факторов стоимости их характеристики необходимо дополнять сведениями о целях анализа, необходимом уровне детализации, виде/стандарте стоимости, а также характеристикой объекта оценки.

В соответствии с вышесказанным, область исследования факторов стоимости ограничена следующими условиями:

1. Объект оценки. Анализ факторов стоимости основан на рассмотрении специфичных факторов стоимости, присущих КПК.

2. Цель исследования, которая заключается в выявлении факторов, объективно влияющих на рыночную стоимость компании (в отличие, например, от инвестиционной стоимости). Факторы стоимости рассматриваются с позиции независимого оценщика, которая может отличаться от позиции менеджера, осуществляющего управление стоимостью.

3. Тип / стандарт стоимости. Факторы стоимости в рамках нестоящего исследования относятся к стоимости инвестированного капитала компании, и таким образом не учитывают специфические факторы стоимости, связанные с собственным капиталом.

4. Информационная база. Выделение факторов стоимости КПК в соответствии с настоящими рекомендациями может производиться при условии доступности не только открытой публичной информации, но и внутренней информации, включая управленческую отчетность, прогнозы менеджмента и пр.

5. Детализация факторов стоимости. Основным критерием степени детализации являлось обеспечение выявления закономерностей изменения факторов стоимости с целью формирования достоверного прогноза денежных потоков.

6. Прочие характеристики факторов стоимости.

В рамках настоящего исследования рассматривались исключительно финансовые факторы стоимости, эффект которых можно с допустимой степенью достоверности выразить в форме стоимостных показателей. Иными словами, рассматриваемые факторы стоимости влияют на способность компании обеспечивать денежные потоки в долгосрочной перспективе.

Подобные факторы можно идентифицировать как факторы «создания стоимости» (value creation), в отличие от факторов «поглощения стоимости» (value capturing). Последние оказывают разовое влияние на стоимость и, как правило, связаны с определенными сделками, направленными на перераспределение стоимости между участниками компании / корпорации1. Рассматриваемые факторы стоимости не ограничиваются внутренними факторами, на которые потенциально способен воздействовать менеджмент, а включают также и внешние по отношению к компании факторы (отраслевые и макроэкономические).

## Разработка методики оценки капитала крупных промышленных компаний

Методология оценочной деятельности сформировалась под влиянием эволюции институциональной среды, потребностей пользователей услуг, усложнения и расширения номенклатуры объектов оценки. Особенностью методологии оценочной деятельности является существенное значение обязательных стандартов и норм, что обусловлено общественной функцией оценки. Оценочная деятельность является важным инфраструктурным элементом рыночной экономики и призвана обеспечивать равные права всем членам общества, путем справедливой оценки их имущественных прав и обязательств1. Базовые стандарты и нормы оценочной деятельности служат цели стандартизации и упорядочивания взаимоотношений между оценщиками и клиентами, разработке и поддержанию общих принципов проведения оценки. То есть их знание нужно не только самим оценщикам, но и пользователям оценочных услуг, собственникам, инвесторам, юристам, государственным органам и судебным инстанциям, которые требуют, чтобы практика оценки соответствовала этим стандартам. Вне зависимости от специфики объектов и целей оценки, условий ее проведения, общие требования, заложенные в профессиональных стандартах и нормах, должны соблюдаться, и приниматься в качестве базы при разработке методики оценки. Таким образом, наиболее важными обязательными характеристиками любого процесса оценки являются:

1. Соответствие общепризнанным стандартам оценки2.

2. Очевидная адекватность и уместность используемой информации3. Использование информации, обеспечивающей достоверность отчета об оценке как документа, содержащего сведения доказательственного значения4.

3. Корректная идентификация проблемы, определение масштаба необходимых работ, корректное применение известных методов и процедур, необходимых для совершения достоверной оценки1.

4. Приемлемый масштаб работ, который соответствует ожиданиям участников рынка относительно таких же или подобных услуг, а также возможным действиям профессионалов при выполнении такой же или аналогичной оценки .

5. Наличие полного, исчерпывающего объяснения примененных баз оценки, аргументации их применения и сделанных выводов3.

6. Осуществление необходимых расчетов того или иного вида стоимости объекта оценки с учетом полученных количественных и качественных характеристик объекта оценки, результатов анализа рынка, к которому относится объект оценки, а также обстоятельств, уменьшающих вероятность получения доходов от объекта оценки в будущем (рисков), и другой информации1.

Требования и рекомендации, заложенные в различных международных и национальных профессиональных стандартах оценки, не являются единственной составляющей оценочной методологии. Методологическое обеспечение также включает общие подходы и методы оценки, методики оценки и практические рекомендации.

Подходы и методы оценки, как правило, относятся к отдельным этапам процесса оценки. Эволюция институциональной среды, потребностей пользователей оценки и самих объектов оценки могут диктовать целесообразность (а подчас и необходимость) адаптации существующих методов под современные условия. Например, в соответствии с комментарием к п. 9-1 (а), Стандарта 9 «Оценка бизнеса» Единых Стандартов Профессиональной Оценочной Практики (USPAP), «...развитие экономики и инвестиционной теории оказывает существенное влияние на профессиональную оценку бизнеса. Существенные изменения в финансовой сфере, в регулировании операций с ценными бумагами, в налоговом законодательстве и судебной практике могут приводить к соответствующим изменениям в практике оценки бизнеса...»