Деревянко Алексей Николаевич. Оценка рыночной стоимости компаний закрытого типа : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 СПб., 2006 179 с. РГБ ОД, 61:07-8/1251

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ОПЫТ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ ЗАКРЫТОГО ТИПА 9

1.1. Проблемы оценки стоимости предприятий в Российской Федерации

1.2. Зарубежный опыт оценочной деятельности 24

1.3. Теоретические и методические подходы

к оценке стоимости предприятий закрытого типа 38

ГЛАВА 2. МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ МЕХАНИЗМА ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ЗАКРЫТЫХ КОМПАНИЙ 49

2.1. Закрытые компании: характеристика, особенности и тенденции развития в России

2.2. Методические положения по оценке стоимости компании закрытого типа

ГЛАВА 3. ПУТИ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ОЦЕНКИ

РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ ЗАКРЫТОГО ТИПА 83

3.1. Анализ финансово-хозяйственной деятельности компании 83

3.2. Оценка стоимости компании 105

3.3. Оценка долей компании 149

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 159

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 168

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. В условиях рыночной экономики предприятия являются не только юридической формой, в рамках которой осуществляется производственный процесс, нацеленный на создание новой стоимости, но и сами вследствие этого представляют определенную стоимость, а также являются объектами купли - продажи, что обусловливает необходимость формирования научно обоснованных подходов к управлению их стоимостью.

В зарубежной практике оценка стоимости является достаточно давно признанным финансовым приемом, в основе которого лежит метод приведенной стоимости при планировании капитальных вложений и метод стоимостной оценки, разработанные М.Миллером и Ф.Модильяни. Вместе с тем, концепция регулярной оценки стоимости предприятий воспринята главным образом в открытых акционерных компаниях, поскольку акцент делается на учет интересов акционеров в условиях развитого рынка ценных бумаг.

В настоящее время в России зарегистрировано более 4,0 млн. юридических лиц. При этом более 70% компаний имеют статус либо открытых обществ с ограниченной ответственностью, либо закрытых акционерных обществ, акции которых не имеют рыночной котировки, из-за чего их оценка существенно затруднена. Для многих предприятий этой группы характерна низкая рентабельность или убыточность вследствие неэффективного менеджмента, поэтому они представляют собой объекты поглощения или покупки, в которых может быть заинтересован определенный круг инвесторов. Так, более 43% российских компаний в 2003(5) г. были убыточны, рентабельность продаж составила 10,2% против 18,9% в 2000 г., рентабельность активов - 5,9%, или на 30% меньше, чем в

2000 г. В 2005 г. более 30 тыс. организаций были объявлены банкротами, что предполагает необходимость точной оценки их стоимости для обеспечения имущественных прав собственников и кредиторов этих компаний.

Кроме того, понимание стоимости предприятия важно не только при процедурах банкротства, но и в рамках текущего управления, поскольку увеличение стоимости бизнеса является одним из важнейших критериев современного эффективного управления.

Поскольку в России финансовый рынок развит недостаточно, концепции, способы и методы оценки стоимости предприятий требуют адаптации с учетом специфики российских условий, что и определяет *актуальность темы диссертационного исследования.*

Степень изученности проблемы. Теоретические и практические вопросы, связанные с оценкой стоимости предприятий с учетом специфики их организационно-правовых форм, являются достаточно новым направлением в российской финансовой науке.

Методы оценки стоимости компаний в условиях развитого финансового рынка нашли отражение в трудах таких зарубежных ученых как Р. Брейли, А. Дамодаран, Г. Десмонд, К. Гриффит, Р. Келли, Т. Коллер, Т. Коупленд, С. Майерс, С. Мелцзер, М. Миллер, Ф. Модильяни, Д. Моррис, Дж. Муррин, Ш. Пратт, К. Уолш, Р. Хэмптон, Д. Хей. Поскольку в работах этих авторов вопросы оценки стоимости предприятий рассматриваются на основе рыночных котировок акций и облигаций, предлагаемые подходы не могут быть автоматически перенесены на оценку стоимости российских предприятий.

Отдельным аспектам оценки стоимости предприятий посвящены работы российских ученых и практиков СВ. Валдайцева, П.Л. Виленского, А.Г. Грязновой, Н.Г. Данилочкиной, И.А. Егерева, В.Е. Есипова, B.C. Ефремова, В.Н. Лившица, С.А. Мордашова и др. Вместе с тем, предлагаемые ими подходы не позволяют в достаточной степени учесть специфику

компаний закрытого типа при их оценке. Кроме того, существуют определенные пробелы и неясности в методиках оценки и критериях принятия управленческих решений в сфере оценки стоимости организаций закрытого типа, что и определило цель и задачи диссертационного исследования.

**Цель и задачи исследования.**Целью диссертационного исследования является разработка научно обоснованных теоретических положений и практических рекомендаций по оценке рыночной стоимостью предприятий закрытого типа.

Для реализации указанной цели были поставлены и решены следующие задачи:

выявлены существующие проблемы в оценке российских предприятий на современном этапе;

обобщен зарубежный и отечественный опыт исследований в области оценки стоимости предприятий;

проанализированы существующие подходы и методы оценки стоимости организаций закрытого типа;

установлены особенности применения существующих подходов и методов к оценке рыночной стоимости организаций закрытого типа и их долей.

**Предметом исследования**являются финансово-организационные отношения в сфере оценки стоимости предприятия.

**Объектом исследования**в диссертационной работе являются организации закрытого типа.

**Теоретической и методологической основой**исследования явились труды отечественных и зарубежных ученых и практиков по теории финансов предприятий, финансового планирования, оценки стоимости компаний, финансового анализа, финансового менеджмента, бизнес-планирования. *Для решения поставленных задач применялись методы финансовой математики,*

*математическая статистика и регрессионный анализ, а также инвестиционное проектирование.*Анализ статистических данных проведен с применением методов группировки, сравнения и обобщения. В исследовании использовались статистические данные о состоянии российских организаций и предприятий.

**Научная новизна диссертационного исследования**заключается в следующем:

уточнено понятие «закрытая компания» с учетом специфики российской практики и законодательства;

обобщены особенности закрытых компаний, определяющие специфику оценки их стоимости;

определены условия использования доходного, затратного и сравнительного подходов для оценки контрольной и миноритарной долей для компаний закрытого типа;

определены факторы, влияющие на процесс оценки контрольной и миноритарной долей для компании закрытого типа;

разработан алгоритм оценки пакетов акций (долей) для компании закрытого типа.

**Практическая значимость результатов**диссертационного исследования заключается в том, что методические рекомендации и выводы могут быть использованы собственниками и менеджментом предприятий для оценки и управления стоимостью предприятий закрытого типа.

Теоретические положения диссертации используются при проведении занятий по дисциплинам «Финансы организаций (предприятий)», «Финансовый менеджмент», «Оценка бизнеса» в Санкт-Петербургском государственном инженерно-экономическом университете.

**Апробация результатов исследования.**Основные выводы, рекомендации и предложения диссертационного исследования были доложены и обсуждены на V, VI и VII межвузовских научно-практических

конференциях аспирантов и докторантов «Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе» (Санкт-Петербург, 2003-2005 гг.).

Предлагаемые подходы и рекомендации были использованы в практике работы консалтинговой фирмы ООО «ЛКС» и управляющей компании ЗАО «НКЛВЧ».

Структура диссертации включает в себя введение, три главы, заключение, список литературы, приложение.

Во *Введении*обоснована актуальность темы диссертационного исследования, определены цель и задачи исследования, его предмет и объект, методологическая и информационная база, научная новизна и практическая значимость.

В первой главе диссертации - *«Опыт оценки стоимости предприятий закрытого типа» -*дана характеристика тенденций развития российских предприятий закрытого типа и обобщены проблемы оценки их стоимости; охарактеризована зарубежная практика оценки стоимости бизнеса; проведен анализ современных теоретических подходов к оценке рыночной стоимости предприятий отечественных авторов.

Во второй главе диссертации - *«Методические основы формирования механизма оценки стоимости предприятия закрытого типа» -*проведен анализ методических положений по оценке стоимости бизнеса с учетом специфики предприятий закрытого типа, существующих подходов и методов оценки рыночной стоимости предприятия, а также выделены критерии принятия управленческих решений, основанных на методах оценки рыночной стоимости; выявлены принципы проведения оценки; обосновано использование затратного, доходного подходов оценки, оптимальные условия и особенности использования каждого из подходов.

В третьей главе диссертации - *«Пути совершенствования оценки рыночной стоимости предприятий закрытого типа»-*проведена апробация

разработанных методических положений на примере оценки рыночной стоимости пакетов акций предприятия лесопромышленного комплекса.

В *Заключении*изложены основные результаты диссертационного исследования.

Публикации. Основные положения диссертационной работы опубликованы в 9 научных работах общим объемом 2,1 п.л.

## Проблемы оценки стоимости предприятий в Российской Федерации

Развитие оценочной деятельности в России связано с формированием системы рыночных отношений, в рамках которых проблемы оценки реальной стоимости объектов собственности и прав собственности приобрели ярко выраженную актуальность.

Необходимость оценки стоимости предприятий, бизнеса, отдельных их компонент определяется достаточно большим спектром целей оценки, к числу основных из которых относятся [ 45, 75 и др.]: повышение эффективности текущего управления предприятием, фирмой, организацией; определение стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи предприятия на рынке ценных бумаг; купля-продажа предприятия, фирмы, организации целиком или по частям; реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение как самостоятельного); разработка плана развития предприятия; определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании; страхование предприятия или отдельных рисков; налоговое планирование с целью получения достоверных оценок для правильных налоговых платежей; принятие обоснованных управленческих решений; осуществление инвестиционных проектов развития бизнеса.

Проанализируем роль оценки стоимости предприятий и ее проблемы в каждом из указанных случаев.

Повышение эффективности текущего управления предприятием, фирмой, организацией. В современных условиях обеспечение стабильного функционирования предприятия является одной из основных задач менеджмента. Сложность этой задачи определяется общей динамичностью внешней для предприятия среды, связанной как с изменением законодательства: налогового, антимонопольного, гражданского, так и отсутствием стабильного механизма применения законов, нормативных актов на всех уровнях экономической системы.

## Закрытые компании: характеристика, особенности и тенденции развития в России

Термином "закрытая компания" обозначается такая компания, которая находится в собственности сравнительно узкого (ограниченного) круга акционеров и не принадлежит к числу публичных, то есть ее акции не продаются на биржах или внебиржевом рынке, либо сделки с акциями носят единичный характер.

Словосочетание "закрытая компания" ассоциируется также с представлением об относительно небольшой компании, если судить о ее размере (как это делается обычно) по общему доходу или общей стоимости активов. Однако величина закрытого бизнеса может быть различна, но важнейшими факторами для определения бизнеса как "закрытого" являются уже упомянутые критерии - небольшое количество акционеров и (или) отсутствие публичных торгов ее акциями.

В России согласно положениям гражданского законодательства, используя в качестве критерия отбора цель создания юридического лица -извлечение прибыли, к предприятиям закрытого типа можно отнести хозяйственные товарищества и общества, производственные кооперативы, государственные и муниципальные унитарные предприятия [ст. ст. 48, 50 ГК РФ]. Из указанных организационно-правовых форм юридических лиц в целях оценки рыночной стоимости представляют интерес только хозяйственные товарищества и общества, как наиболее юридически и хозяйственно самостоятельные и интересные с точки зрения объекта инвестиций. Рассмотрим подробнее особенности указанных юридических лиц применительно к оценке бизнеса закрытых компаний.

Хозяйственные товарищества и общества являются наиболее распространенной организационно-правовой формой предприятия. Они могут учреждаться гражданами, юридическими лицами и учреждениями с разрешения их собственника. Эта форма универсальна, в рамках ее может осуществляться любая профессиональная предпринимательская деятельность - производственная, торговая, посредническая, финансово-кредитная, страховая и т. д.

Главными особенностями этих форм являются: (1) долевое участие в капитале; (2) все имущество, как созданное за счет вкладов учредителей, так и приобретенное в процессе деятельности, принадлежит предприятию на праве собственности. Высшим органом их управления является собрание всех участников. Разграничительным признаком для этих форм являются различия в форме объединения вкладчиков.

Товарищества представляют собой образования, построенные на началах членства и объединения капитала, в то время как общества, - только на объединении капиталов. Это не формальное различие, так как оно обусловливает, с одной стороны, степень хозяйственной ответственности учредителей, а с другой, - характер их взаимоотношений с созданной предпринимательской структурой. Учредители товарищества несут полную солидарную ответственность по его обязательствам, тогда как хозяйственный риск участников общества ограничен их вкладом. Товарищество предполагает непосредственное личное участие учредителей в деятельности и управлении им. Взаимоотношения же общества и его учредителей строятся на основе гражданских правоотношений, то есть гражданского договора.

Хозяйственные товарищества могут создаваться в форме полного хозяйственного товарищества и товарищества на вере [ст. 66 ПС РФ]. В настоящее время согласно единому государственному реестру юридических лиц организаций, зарегистрированных в указанных организационно-правовых формах нет. Причин тому несколько, одной из основных является несоразмерность степени имущественной ответственности участников данных коммерческих организаций по сравнению с хозяйственными обществами. Субсидиарная ответственность участников по обязательствам хозяйственного товарищества против ограниченной ответственности участников хозяйственных обществ, что и предопределило развитие в России именно хозяйственных обществ.

## Анализ финансово-хозяйственной деятельности компании

Характеристика компании. ОАО «Медвежьегорский комплексный леспромхоз» ведет свою историю с 1924 года - с лесопильного цеха, который располагался на территории нынешнего лесозавода. В 1925 - 1926 гх. цех преобразуется в лесопильный завод. Затем лесозавод еще несколько раз реконструировался и перестраивался.

В производственную структуру ОАО входят:

- Пиндушский производственный участок (Остерский мастерский участок, Габсельгский мастерский участок);

- Нижний склад "Вичка";

- Нижний склад "Челмужи";

- Челмужский производственный участок (Неминский мастерский участок, Волозерский мастерский участок, Сергиевский мастерский участок, Огорелышский мастерский участок);

- Ламбасручейский производственный участок;

- Лесозавод, (г. Медвежьегорск).

Основными видами деятельности предприятия на современном этапе являются:

- заготовка древесины за счет ведения главных, промежуточных и прочих рубок, ее транспортировка;

- переработка лесоматериалов и отходов древесины;

- реализация лесоматериалов и продуктов деревообработки. Лесозаготовки выполняются пятью мастерскими участками, расположенными на территории Медвежьегорского района. Работы ведутся как с применением сортиментной технологии, с использованием харвестеров и форвардеров, так и по хлыстовой технологии, с последующей раскряжевкой на нижних складах. Полученный пиловочник идет на производство пиломатериалов, а деловая древесина продается на сторону.

Лесопиление - пиломатериалы производятся на лесопильном заводе, расположенном в г. Медвежьегорске. Основной продукцией лесозавода являются экспортные материалы, кроме того, вырабатываются пиломатериалы по ГОСТ 8486-86 и технологическая щепа из кусковых отходов лесопиления. Все пиломатериалы проходят обязательную сушку в сушильных камерах. Сырьем для производства является собственный пиловочник, и покупной пиловочник, доставляемый из Карелии, и Вологодской области.

Продукция реализовывается по следующим направлениям:

пиловочник - на собственное производство;

балансы и пиломатериалы на внутренний рынок и экспорт;

дрова - населению.

В основном реализация продукции производится с использованием железнодорожного и водного транспорта.

Анализ финансового состояния компании играет важную роль в процессе оценки бизнеса. Цель проведения анализа - выявление тенденции развития компании в прошлом, оценка ее сегодняшнего положения, обоснование ее развития в будущем, определение степени ее деловых и финансовых рисков