Козлова, Галина Сергеевна. Риск снижения прибыли в оценке рыночной стоимости собственного капитала : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Козлова Галина Сергеевна; [Место защиты: Моск. гос. ун-т экономики, статистики и информатики].- Москва, 2013.- 165 с.: ил. РГБ ОД, 61 14-8/556

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** В настоящее время в российской практике оценочной деятельности все более востребованной становится оценка рыночной стоимости собственного капитала для целей совершения гражданско-правовых сделок с ним на рынке, а также для иных целей, преследуемых собственниками такого капитала. Это обусловлено развитием международной интеграции и стремлением привлечь иностранных инвесторов на фоне внедрения и адаптации к российским условиям требований международных стандартов оценки.

Максимизация стоимости собственного капитала имеет значение как фактор рыночной активности организации, характеризующий ее способность генерировать доход для собственников. Согласно теории финансового менеджмента одной из основных целей вложения собственных средств в коммерческую организацию является извлечение доходов, выплаты которых собственники вправе ожидать от организации в силу возникших между ними гражданско-правовых отношений.

Расхождение экономических интересов участников предпринимательской деятельности (коммерческой организации и ее собственников), а также несогласованность некоторых гражданско-правовых положений и недостаточность экономических стимулов формирования прибыли означают, что собственники коммерческой организации рискуют не получить от нее ожидаемый доход.

Указанные факторы обуславливают возникновение неопределенности в получении дохода собственниками, что, по нашему мнению, влияет на результат оценки, а именно проявляется в искажении рыночной стоимости объекта оценки - собственного капитала - и во многом определяет риск

снижения прибыли коммерческой организации.

В процессе анализа результатов отечественных и зарубежных научных исследований по тематике диссертационной работы выявлено, что отдельные вопросы оценки рыночной стоимости собственного капитала не получили детального изложения с учетом специфики современной российской действительности. Сложившаяся ситуация требует проведения дополнительных исследований в части определения направлений совершенствования методологии оценочной деятельности.

В связи с этим актуальным представляется вопрос разработки предложений по расчету при оценке рыночной стоимости собственного капитала величины риска снижения прибыли коммерческой организации, воздействие которого проявляется в появлении возможности снижения величины или потере ожидаемого собственниками дохода на уровне не ниже рыночного.

**Степень разработанности темы.** Теоретические и методологические аспекты оценки рыночной стоимости собственного капитала нашли отражение в работах зарубежных и российских ученых. Разработкой теорий стоимости, анализом факторов стоимости, проблемами неопределенности при прогнозировании в условиях экономической нестабильности, процессами повышения объективности и достоверности результата оценки занимались такие зарубежные авторы, как Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Муррин, Ш. Пратт, Дж. Фишмен, К. Гриффит, К. Уилсон, Гленн М. Десмонд и Ричард Э. Келли. Изучению теорий рисков посвятили свои труды Дж. Б. Кларк, Ф.Б. Хоули, Дж. Милль и И.У. Сениор. Ф.Х. Найт внес значительный вклад в изучение теории риска в части определения взаимосвязи неопределенности и прибыли.

Среди исследований российских ученых по тематике оценки рыночной стоимости собственного капитала и повышения объективности и достоверности ее результата в качестве наиболее значимых следует отметить труды Козыря Ю.В., Валдайцева С.В, Леонтьева Б.Б., Егерева С.А., Мордашова С. Основы формирования собственного капитала исследованы в научных трудах Тихомировой Н.В., Федотовой М.А., Рутгайзера В.М. Проблемы учета неопределенности при оценке, а также уточнение и модификация традиционного определения ставки дисконтирования исследовались в трудах Смоляка С.А., Фельдмана А.Б. Риск и его концепции исследованы в работах таких российских ученых как Быков А.А., Порфирьев Б.Н., Тэпман Л.Н., Шувалова Е.Б., Шапкин А.С.

Однако следует подчеркнуть, что работы указанных зарубежных авторов ориентированы на западный рынок и накопленный преимущественно за рубежом опыт не всегда может быть применен в современных российских условиях, а предлагаемые российскими учеными решения не охватывают все возникающие в рассматриваемой области проблемы. Особенно важными являются вопросы повышения объективности и достоверности результата оценки при учете высокой степени неопределенности прогнозирования в условиях российской экономики. Сложившиеся теоретико-методологические положения оценки рыночной стоимости собственного капитала нуждаются в дальнейшем развитии и дополнении.

Указанные обстоятельства определили необходимость проведения исследования, определили цель, задачи и логику его построения, научную новизну и практическую значимость.

**Целью исследования** является решение научной задачи, связанной с разработкой методического инструментария, позволяющего выявить,

проанализировать, определить и ввести в расчет ставки дисконтирования величину риска снижения прибыли коммерческой организации, для совершенствования методологии и повышения достоверности результата оценки рыночной стоимости собственного капитала.

В диссертации были поставлены и решены **следующие задачи:**

1. Выделить факторы неопределенности, обуславливающие возникновение и влияние риска снижения прибыли коммерческой организации, а также обосновать целесообразность выявления такого риска, раскрыв его правовую и экономическую природу, для целей совершенствования методологии оценки рыночной стоимости собственного капитала.
2. Предложить инструмент, который позволяет осуществить анализ влияния факторов неопределенности на величину риска снижения прибыли, воздействующего, в свою очередь, на рыночную стоимость объекта оценки, в качестве которого в данном исследовании выступает собственный капитал.
3. Разработать модель выявления риска снижения прибыли для целей количественной оценки его величины и введения в расчет ставки дисконтирования, который производится при определении рыночной стоимости собственного капитала, что позволяет повысить объективность и достоверность результата оценки.
4. Предложить способ определения величины риска снижения прибыли, который послужит инструментом, способствующим совершенствованию методологии оценки рыночной стоимости собственного капитала в части расчета ставки дисконтирования.
5. Доказать влияние факторов неопределенности на формирование прибыли коммерческой организации посредством систематизации и анализа

данных годовой бухгалтерской отчетности организаций электроэнергетики, что станет свидетельством необходимости выявления и определения величины риска снижения прибыли на основе предложенного автором способа при оценке рыночной стоимости собственного капитала.

В качестве **объекта исследования** выступает риск снижения прибыли коммерческой организации, который способен оказывать влияние на величину рыночной стоимости собственного капитала, представляемого в исследовании как совокупность прав собственников на получение дохода и участие в управлении коммерческой организацией.

**Предмет исследования** - совокупность экономических и правовых явлений, выступающих в качестве факторов формирования риска снижения прибыли коммерческой организации.

**Теоретической и методологической основой исследования** послужил комплексный подход к определению рыночной стоимости собственного капитала, основанный на достижениях отечественной и зарубежной научной экономической мысли. В процессе исследования в качестве инструментария применялись общенаучные методы познания (анализ, синтез, обобщение, сопоставление, графический и логический метод, метод экспертных оценок, корреляционный анализ, метод расчета средневзвешенного значения параметра).

**Информационную базу исследования** составили законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации и другие документы органов государственной власти и управления, нормативные документы Министерства финансов РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам, международные нормативные документы, материалы российской и зарубежной печати, а также материалы, собранные и обработанные автором.

**Научная новизна диссертации** заключается в решении научной задачи по разработке методического инструментария, который позволяет выявить, проанализировать, определить и включить в расчет ставки дисконтирования величину риска снижения прибыли коммерческой организации с целью совершенствования методологии и повышения достоверности результата оценки рыночной стоимости собственного капитала.

**Наиболее существенные научные результаты,** полученные лично автором и выносимые на защиту:

1. Выявлены факторы неопределенности, представляющие собой совокупность экономических и правовых явлений, возникновение которых приводит к формированию риска снижения прибыли коммерческой организации. Таким образом, доказана экономическая и правовая природа риска снижения прибыли и обоснована необходимость его введения в расчет ставки дисконтирования для целей совершенствования методологии оценочной деятельности. В отличие от других специфических рисков, традиционно учитываемых при расчете ставки дисконтирования, риск снижения прибыли имеет дуальную природу.
2. Систематизированы и параметризированы факторы неопределенности посредством выделения двух групп: 1) факторы, содействующие возникновению и увеличению влияния риска снижения прибыли (совмещение статуса собственника контрольной доли с должностью топ-менеджера коммерческой организации; отсутствие аудиторского заключения за предшествующие и анализируемый периоды; нестабильная выплата доходов собственникам и др.) и 2) факторы, препятствующие возникновению риска снижения прибыли и позволяющие ослабить его влияние (наличие заключений независимых экспертов о положительном

финансовом состоянии коммерческой организации; соответствие показателей деятельности коммерческой организации среднеотраслевым; статус публичной организации, стремящейся привлечь инвесторов и др.).

1. Предложена матрица, позволяющая осуществить анализ факторов неопределенности с целью определения их влияния на величину риска снижения прибыли (матрица анализа влияния факторов неопределенности). Матрица позволяет учесть двойственное влияние факторов неопределенности, обусловленное их разграничением на факторы возникновения и препятствующие факторы, что повышает достоверность оценки риска снижения прибыли, введение которого в расчет ставки дисконтирования способствует совершенствованию методологии оценочной деятельности, в частности, оценки рыночной стоимости собственного капитала.
2. Разработана концептуальная модель выявления риска снижения прибыли, предполагающая собой реализацию действий, в своей совокупности имеющих целью выявление и количественную оценку риска снижения прибыли для введения полученного значения в расчет ставки дисконтирования, определяемой при оценке рыночной стоимости собственного капитала, и повышения объективности и достоверности такого результата. Упрощенно реализацию модели можно представить в виде следующей совокупности действий: ретроспективный и пространственный анализ деятельности коммерческой организации, анализ факторов неопределенности на основе предложенной матрицы анализа, количественная оценка риска на основе модифицированной методики расчета средневзвешенного значения параметра, введение величины риска в расчет ставки дисконтирования.

5. Модифицирована для целей определения величины риска снижения прибыли методика расчета средневзвешенного значения параметра как инструмент, позволяющий усовершенствовать методологию оценки рыночной стоимости собственного капитала в части расчета ставки дисконтирования. Методика позволяет рассчитать величину риска снижения прибыли на основе результатов анализа влияния факторов неопределенности, полученных при использовании предложенной матрицы. Доказана эффективность использования модифицированной методики в результате ее применения в процессе расчета величины риска снижения прибыли для организаций электроэнергетики, который проведен на основе анализа факторов неопределенности, выявленных по итогам исследования данных бухгалтерской отчетности организаций электроэнергетической отрасли.

**Область исследования.** Наиболее существенные новые результаты исследования соответствуют пункту 5.3. «Теория и методология оценки стоимости бизнеса» паспорта специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

**Теоретическая значимость исследования** заключается в развитии и углублении научных знаний в области методологии оценочной деятельности в части оценки рыночной стоимости собственного капитала методами доходного подхода.

Непосредственная значимость исследования заключается в разработке концептуальной модели, позволяющей выявить и определить величину риска снижения прибыли коммерческой организации при помощи предложенной автором матрицы анализа факторов неопределенности, а также

модифицированной для целей количественной оценки риска снижения прибыли методики расчета средневзвешенного значения параметра.

**Практическое значение проведенного исследования** состоит в том, что полученные результаты могут быть использованы оценочными организациями в качестве универсального инструментария при оценке рыночной стоимости собственного капитала методами доходного подхода.

Выводы диссертации могут быть использованы при совершенствовании теоретико-методологической базы оценочной деятельности в Российской Федерации, в дальнейшей исследовательской деятельности по данной тематике, а также в учебном процессе для студентов экономических специальностей, при подготовке учебно-методических пособий и чтении курсов «Оценка и управление стоимостью компаний» и «Оценка компаний при слияниях и поглощениях».

**Достоверность результатов исследования** обеспечена достаточной репрезентативностью информационной базы исследования, содержательным анализом выявленных фактов и сформулированных предложений, а также использованием статистических методов обработки эмпирических данных и программного инструментария пакета прикладных программ Microsoft Excel.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Результаты исследования были учтены при актуализации учебного пособия по дисциплине «Теория и практика оценочной деятельности» (МЭСИ), а также использованы в процессе чтения лекций и проведения семинарских занятий по дисциплине «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» в период преподавательской деятельности в МЭСИ.

Основные теоретические и практические результаты диссертационной работы обсуждались и получили положительную оценку на: научно-

практической конференции «Риск-менеджмент в финансово-кредитной сфере» (Москва, МЭСИ, 2008 г.), II Международной научно-практической конференции «Инновационное развитие российской экономики» (Москва, МЭСИ, 2009 г.), III Международной научно-практической конференции «Инновационное развитие российской экономики» (Москва, МЭСИ, 2010 г.), I Международной научно-практической конференции «Инновационная политика хозяйствующего субъекта: цели, проблемы, пути совершенствования» в рамках Международной специализированной выставки «Станкостроение - 2011» (Москва, МВЦ «Крокус Экспо», 2011 г.), Научно-практической конференции молодых ученых «Инновационное развитие российской экономики» (Москва, МЭСИ, 2012 г.).

**Публикации.** Основные положения диссертации опубликованы в 9 авторских работах, среди которых 4 публикации общим объемом 1,51 п. л. в научных журналах и изданиях, которые включены в перечень российских рецензируемых научных журналов и изданий для опубликования основных научных результатов диссертаций, а также 5 публикаций общим объемом 1,15 п. л. в других изданиях.

**Структура и объем диссертации.** Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной отечественной и зарубежной литературы, 4 приложений. Диссертация изложена на 165 страницах машинописного текста, содержит 19 таблиц и 19 рисунков.