Сычева Галина Ивановна. Комплексная оценка стоимости промышленного предприятия : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Новочеркасск, 2000 183 c. РГБ ОД, 61:01-8/2221-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы концепций оценки стоимости промышленного предприятия 15

1.1. Необходимость и сущность оценки стоимости промышленного предприятия 15

1.2. Особенности оценки стоимости промышленного предприятия на основе затратного (имущественного) подхода 17

1.3. Особенности оценки стоимости промышленного предприятия на основе доходного подхода 24

1.4 Особенности оценки стоимости промышленного предприятия на основе рыночного (сравнительного) подхода 31

Глава 2. Развитие методов доходного и сравнительного подходов к оценке стоимости промышленного предприятия и формирование базы для определения комплексной оценки по данным финансовой (бухгалтерской) отчетности 40

2.1. Исследование проблемы трансформации бухгалтерской отчетности российского предприятия в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности для решения задачи оценки стоимости предприятия 40

2.2. Развитие методики оценки стоимости промышленного предприятия в рамках доходного подхода на базе прогнозных значений денежных потоков 60

Глава 3. Разработка комплексной оценки стоимости промышленного предприятия 100

3.1. Разработка системы расчета комплексной оценки стоимости предприятия с использованием интегрального критерия качества 100

3.2. Практические аспекты комплексной оценки стоимости предприятия на примере ОАО "Научно-производственное объединение «Новочеркасский электровозостроительный

завод»" (ОАО "НПО"НЭВЗ") 111

Заключение 128

Список литературы 134

Приложения 144

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Особенность современного этапа становления рыночной экономики в России заключается в необходимости и важности оценки стоимости промышленного предприятия (компании) для решения задач инвестирования в бизнес, привлечения капитала, залоговых операций, страхования и др. Сложность задачи оценки стоимости предприятия связана с неоднозначностью позиций специалистов по вопросам методологии определения рыночной стоимости объекта исследования, а также с тем обстоятельством, что структура задач, которые призвана решить оценка, многообразна и неоднородна.

В соответствии с международными стандартами при оценке рыночной стоимости различных объектов рекомендуется использовать три основных подхода (концепции), дающие разные, а часто и противоположные результаты: затратный подход (затратные методы оценки); доходный подход (доходные методы оценки); рыночный (сравнительный) подход (рыночные методы оценки). Анализ указанных подходов и методов оценки стоимости предприятия показывает, что каждая в отдельности оценка стоимости предприятия, рассчитанная на основе одного из трех подходов, дает не действительную (всестороннюю), а косвенную (частичную) оценку стоимости объекта исследования, исходя из области применения этой оценки. Также отметим, что, как показывает практика, эффективность принятия решений в области инвестиционных программ, привлечения капитала через акционирование, при проведении залоговых операций зависит от разносторонности и полноты информации по оценке стоимости исследуемого

объекта. Это обусловливает целесообразность оценки рыночной стоимости объекта одновременно с позиций трех подходов, что является сутью действительной (комплексной) оценки развития его экономического и финансового состояния.

В этой ситуации актуальность темы исследования определяется необходимостью разработки научно обоснованной методики комплексной оценки стоимости промышленного предприятия на основе интегрального критерия, включающего в себя все ранее указанные компоненты оценки стоимости, вычисленные в соответствии с методиками затратного, доходного и рыночного (сравнительного) подходов. Методика комплексной оценки стоимости предприятия необходима для вовлечения предприятия, как составляющего элемента рыночной экономики, в деловой оборот и могла бы быть использована различными категориями пользователей финансовой информации, устраняя односторонность оценок.

Степень разработанности проблемы. Проблема комплексной оценки стоимости промышленного предприятия для отечественной научной литературы является относительно новой. Это связано с тем, что до недавнего времени стоимость любого объекта собственности устанавливалась государством раз и навсегда, услуги ценовых арбитров не были нужны. Интерес к данной теме появился сравнительно недавно и был связан, в основном, с развитием рыночной экономики в России, возрождением собственника, становлением фондового рынка и его элементов.

В отечественной научной литературе доминируют переводные источники. Российские ученые совместно с зарубежными предпринимают попытки адаптировать существующие методы оценки к условиям развивающегося рынка капитала в России. Из переводных источников

наибольший интерес вызывают работы Д.Модильяни, М.Миллера, Дж.Фридмана, Н.Ордуэй, Г.Харрисона, Г.М.Десмонда, Р.Э.Келли, Д.Гарнера, Р.Оуэна, Р.Конвей, Лоренса Дж. Гитмана, Майкла Дж.Джонка, Уильяма Ф. Шарпа и др.

В последнее время появились отечественные работы, рассматривающие вопросы разработки методов оценки стоимости применительно к особенностям российских предприятий и развитию фондового рынка. Из них в настоящее время наиболее известными являются теоретические и методические исследования отечественных ученых В.С.Валдайцева, Е.И.Тарасевича, А.Н.Хорина, В.Ф.Палий, А.П.Ковалева, В.В.Ковалева, Л.П.Белых,

А.В.Воронцовского, В.В.Григорьева, И.М.Островкина, М.А.Федотовой, А.Г.Грязновой, В.С.Золотарева, В.Ю.Наливайского и др.

Несмотря на широкое освещение теоретических и методических основ разных подходов к оценке стоимости предприятия, остается множество нерешенных проблем, в частности: выбор модели денежного потока и методов расчета его составляющих; оценка прогнозных значений денежного потока; оценка стоимости предприятия в условиях неразвитости фондового рынка; оценка стоимости предприятия на базе интегрального критерия оценки.

Недостаточная практическая разработанность темы, ее дискуссионнссть, актуальность и необходимость решения методических вопросов определили предмет, цели и задачи исследования.

Цель настоящего исследования заключается в разработке комплексной оценки стоимости промышленного предприятия на основе затратного, доходного и сравнительного (рыночного) подходов как меры его развития экономического и финансового состояния в настоящем и будущем и

совершенствовании практических методик оценки в современных условиях хозяйствования. Реализация поставленной цели предполагает решение следующих задач:

— провести критический анализ основных теоретических концепций и методов оценки стоимости предприятия с целью выработки рекомендаций по разработке методологического аппарата формирования и расчета как составляющих комплексной оценки стоимости предприятия, так и ее действительного значения;

— сформулировать методические положения по трансформации финансовой (бухгалтерской) отчетности российского предприятия в систему GAAP для выполнения требований сопоставимости и прозрачности информации в разрабатываемой системе оценок стоимости отечественных промышленных предприятий с зарубежными;

— произвести отбор информации и построить систему показателей для оценки стоимости промышленного предприятия методами затратного, доходного и рыночного (сравнительного) подходов;

— разработать рекомендации по формированию конкретных составляющих денежного потока применительно к разным срокам инвестирования и выбору расчетной нормы доходности;

— методически обосновать расчет оценки стоимости промышленного предприятия на базе прогнозных значений его денежных потоков с целью повышения качества стоимостной оценки в рамках доходного подхода;

— предложить процедуру расчета сопоставительной (рыночной) оценки стоимости промышленного предприятия в условиях неразвитости отечественного рынка ценных бумаг по результатам анализа его финансовых показателей и показателей тех отечественных и западных предприятий (компаний), акции которых регулярно котируются на международных фондовых рынках и которые по своей производственной деятельности сходны с оцениваемым предприятием;

— разработать и практически апробировать систему расчета комплексной оценки стоимости промышленного предприятия, позволяющую устранить односторонность оценок, определяемых в рамках отдельных подходов к оценке.

Объектом исследования являются промышленные предприятия и процессы развития их экономического, финансового состояния, в том числе основной (производственной), финансовой и инвестиционной деятельности. Выбор объекта исследования обусловлен их значимостью как неотъемлемого элемента функционирования рыночной экономики.

Предметом исследования является комплексная оценка стоимости промышленного предприятия и совершенствование практических методик оценки в современных условиях хозяйствования.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили труды российских и зарубежных ученых в области теории оценки стоимости предприятия, раскрывающие суть и особенности оценок производственной, финансовой и инвестиционной деятельности как формирующих комплексную оценку стоимости предприятия, теории

инвестиций, определяющие подходы к оценке эффективности бизнеса, теории финансового анализа, позволяющие получить объективные оценки состояния предприятия, теории принятия решений, формирующие процедуры получения оптимальных оценок и выбор на множестве альтернатив, а также нормативные акты, в том числе Гражданский кодекс РФ, федеральные законы, постановления Правительства Российской Федерации, отечественные и международные стандарты оценки, бухгалтерского учета и отчетности.

Методы исследования. Для решения поставленных задач использовались методы экономической статистики, методы анализа финансовой деятельности предприятия, экономико-математического моделирования, в частности, теории отношений, системного анализа и принятия решений.

В работе широко использовались программные продукты среды Windows 95, Microsoft Excel 97, специализированная программа статистической обработки информации Mathcad 6.0 PLUS.

Эмпирическую базу исследования составили статистические и отчетные данные форм бухгалтерской отчетности Ф1, Ф2, ФЗ, Ф4, Ф5 промышленных предприятий Ростовской области за 1995-1999 гг., а также информация о бухгалтерской отчетности и котировках ценных бумаг промышленных компаний западных аналитических служб.

Положения диссертации, выносимые на защиту:

1. Наиболее эффективным подходом • к оценке рыночной стоимости

промышленного предприятия является комплексный подход, базирующийся

на процедуре интеграции оценок стоимости предприятия, полученных на

базе затратного, доходного и рыночного (сравнительного) подходов к

оценке, что позволяет сформировать многостороннюю (комплексную)

оценку стоимости предприятия.

2. Основными структурными составляющими комплексной оценки стоимости

промышленного предприятия являются оценки стоимости, рассчитанные на

основе таких показателей, как стоимость чистых активов предприятия

(затратный подход), дисконтируемые прогнозные значения денежного

потока (доходный подход) и сравнительная величина капитализации

эмитента, определяемая посредством сопоставления анализируемого

предприятия с предприятиями-аналогами, имеющими четкие котировки

акций на фондовом рынке (рыночный (сравнительный) подход).

3. Оценку стоимости предприятия в рамках доходного подхода следует определять на базе не прошлых и настоящих, а прогнозных значений денежных потоков с формированием существенно значимых компонентов составляющих денежного потока применительно к разным срокам инвестирования денежных средств и с определением расчетной нормы доходности капитала по данным финансовой отчетности предприятия.

4. В условиях неразвитости фондового рынка сопоставительную (рыночную)

оценку стоимости предприятия следует определять с использованием теории отношений по результатам его хозяйственной и финансовой деятельности в сравнении с теми предприятиями, акции которых имеют уверенные биржевые котировки, в том числе и на мировых фондовых рынках, и которые по своей производственной деятельности сходны с оцениваемым. 5. Определение комплексной оценки стоимости промышленного предприятия следует рассматривать как решение задачи минимизации общей ошибки в

оценке стоимости предприятия, представляющей собой многофакторную зависимость от оценок стоимости, полученных в рамках затратного, доходного и рыночного (сравнительного) подходов.

Научная новизна диссертационной работы. В диссертационной работе представлены концептуальные и теоретические основы нового подхода к решению актуальной задачи оценки стоимости промышленного предприятия, который, в отличие от известных подходов, основывается на комплексной процедуре, позволяющей получить оценку стоимости предприятия как с использованием методов затратного, доходного, рыночного (сравнительного) подходов, так и комплексную оценку на базе интегрального критерия качества. Научной новизной, также, обладают следующие результаты исследования:

- предложенные схемы формирования составляющих денежного потока для оценки стоимости предприятия в рамках доходного подхода с учетом различных сроков инвестирования;

- усовершенствованная методика оценки стоимости предприятия на основе показателя дисконтируемого будущего денежного потока, построенного с использованием уравнения множественной регрессии для временных рядов с полиномиальным трендом, позволяющая более качественно оценивать процессы развития предприятия и, соответственно, изменение его стоимости;

- процедура определения оценки стоимости предприятия в рамках сравнительного (рыночного) подхода в условиях слабо развитого фондового рынка, которая в отличие от традиционных эвристических методов оценки основывается на ранжировании множества предприятий

аналогов, акции которых участвуют в операциях фондового рынка, в том числе и международного, и оцениваемого предприятия по основным показателям финансовой отчетности;

- система расчета комплексной оценки стоимости предприятия на основе построения интегрального критерия качества как функциональной зависимости общей ошибки в оценке стоимости;

- модели оценки влияния показателей финансово-хозяйственной деятельности промышленного предприятия на составляющие функциональной зависимости общей ошибки в комплексной оценке его стоимости.

Практическая значимость работы связана с возможностью использования основных положений и выводов проведенного исследования в качестве инструмента для определения рыночной стоимости промышленных предприятий.

Разработанные автором комплексный подход к оценке стоимости промышленных предприятий и процедуры определения отдельных оценок в рамках затратного, доходного, сравнительного (рыночного) подходов, а также действительной (комплексной) оценки могут быть использованы:

- стратегическими инвесторами для оценки перспектив развития предприятия и вложения капитала;

- специалистами в области корпоративных финансов при проведении инвестиционно-банковских, залоговых операций;

- страховщиками для определения действительной стоимости предприятия;

- руководством предприятия для определения потенциала его стоимости и разработки стратегии действий на рынке собственных ценных бумаг;

- представителями государственных учреждений при определении стоимости промышленного предприятия и пакета его ценных бумаг в процессе приватизации;

- участниками фондового рынка для оценки перспектив инвестиций в ценные бумаги предприятия;

- в системе подготовки и переподготовки специалистов экономических служб и в учебном процессе для студентов экономических специальностей вузов при подготовке учебно-методических пособий и чтении курсов "Экономика предприятия", "Экономическая оценка инвестиций", "Рынок ценных бумаг".

Апробация и реализация работы. Исследование проводилось в соответствии с научным направлением факультета гуманитарного и социально-экономического образования Южно-Российского государственного технического университета (НПИ) "Исследование особенности управления ресурсами экономических систем в посттоталитарных обществах". Разработка данного научного направления осуществлялась в рамках НИР по заказу Минобразования Российской Федерации. Полученные научные результаты нашли отражение при оценке стоимости промышленных предприятий г.Новочеркасска.

Выводы и рекомендации, методики, разработанные автором, в течение ряда лет используются в преподавательской деятельности диссертанта, а также в разработанных ею материалах методического обеспечения учебного процесса, в том числе учебном пособии.

Основные положения работы докладывались на Всероссийской научно-практической конференции «Проблемы экономики и организации

производственных и социальных систем» (11-13 мая 1998 г., ЮРГТУ), научно-практической конференции, посвященной десятилетию экономической специальности в НПИ и пятилетию кафедры «Экономика и управление предприятием» (24-27 ноября 1999 г.), научно-практическом семинаре «Стоимостный анализ в реформировании предприятий» 29 февраля 2000 г., г.Новочеркасск, на заседании кафедр «Экономическая теория» и «Экономика и управление предприятием» ЮРГТУ (НПИ).

Публикации. Основное содержание диссертации получило освещение в 8 работах, в том числе статьях, учебном пособии, тезисах докладов на научных и научно-практических конференциях общим объемом 8,74 п.л.

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений.

## Необходимость и сущность оценки стоимости промышленного предприятия

Проблема оценки стоимости промышленного предприятия для его владельцев, потенциальных инвесторов, страховых организаций, налоговых органов существует постоянно в условиях рыночной экономики. Оценка предприятия представляет собой упорядоченный целенаправленный процесс определения в денежном выражении стоимости объекта с учетом потенциального и реального времени в условиях конкретного рынка. Целью этого процесса является расчет в денежном выражении стоимости, которая может быть наиболее вероятной продажной ценой и характеризовать свойства предприятия как товара, т.е. его полезность и затраты, необходимые для реализации этой полезности.

Оценку рыночной стоимости предприятия осуществляют, как правило, отдельно с позиций трех подходов (концепций), изложенных в [63], исходя из области применения оценки, что является сутью данных подходов к оценке стоимости предприятия.

Суть затратного (имущественного) подхода состоит в оценке стоимости предприятия с точки зрения издержек на его создание при условии, что предприятие останется действующим. Назначение оценки, определенной затратным подходом, разноплановое, например, для целей имущественного и подоходного налогообложения, страхования, технико-экономического анализа, итогового согласования стоимости и пр.

Наряду с задачами затратного подхода, другими задачами оценки стоимости промышленного предприятия являются определение будущих преимуществ и выгод от владения оцениваемыми активами, поскольку при определении, в частности, инвестиционной стоимости (привлекательности) предприятия инвестора прежде всего интересуют будущие доходы. Поэтому суть доходного подхода к оценке стоимости — в определении времени и размеров доходов, которые будет получать собственник, и с каким риском это сопряжено. Доходный подход всегда применяется для определения инвестиционной стоимости бизнеса (стоимости для конкретного инвестора), определяемой мотивами поведения покупателя и продавца, в частности, индивидуальными требованиями к инвестициям, исходя из оценки затрат, степени риска, налоговой ситуации и пр.

Суть рыночного подхода состоит в сопоставлении стоимости оцениваемого предприятия со стоимостью других аналогичных предприятий. Этот под ход можно использовать и для оценки стоимости предприятия, акции которого не участвуют в купле-продаже на фондовом рынке или они малоликвидны в сравнении с аналогичными по своей производственной деятельности предприятиями, акции которых участвуют в биржевых операциях.

Очевидно, что оценка стоимости предприятия должна осуществляться как с учетом показателя затратности, определяемого одним из методов затратного подхода, так и с учетом стоимости, рассчитанного с точки зрения мете до-логии доходного подхода. При этом, в случае существования активного рынка сопоставимых объектов собственности, необходимо учитывать рыночную (сравнительную) оценку стоимости аналогичных предприятий. Другими словами, для более точной и обоснованной оценки стоимости предприятия необходим комплексный подход, базирующийся на одновременном использовании трех подходов к оценке, что позволит устранить односторонность рассматриваемых оценок.

## Исследование проблемы трансформации бухгалтерской отчетности российского предприятия в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности для решения задачи оценки стоимости предприятия

Необходимость трансформации отчетности вытекает и из пункта « .41 приказа Минфина России от 12 ноября 1997 г. № 97 «О годовой бухгалтерской отчетности организаций» [11] (в редакции последующих изменений и дополнений), в соответствии с которым акционерным обществам, чьи ценные бумаги обращаются на фондовом рынке, следует помимо отчетности, сформированной по российским стандартам, составлять отчетность исходя из требований Международных стандартов и представлять ее заинтересованным лицам по их требованию.

Как показывает анализ литературных источников [44,55,56,57,94,95], в настоящее время используются два варианта трансформации российской бухгалтерской (финансовой) отчетности в финансовую отчетность, соответствующую международным стандартам. Первый называют подходом с точки зрения инфляции, второй — подходом с точки зрения валюты. Речь идет лишь о раз-линии технических приемов или инструментария, поскольку и в том, и в другом случае основной целью трансформации является получение отчетности, скорректированной на инфляцию, и, таким образом, достоверно и объективно отражающей экономическую реальность. Рассмотрим более подробно эти варианты. Подход с точки зрения инфляции основан на использовании международного стандарта IAS № 29 «Финансовая отчетность в условиях гиперинфляции» [62] суть которого состоит в следующем. Финансовая отчетность должна быть представлена в денежных единицах, учитывающих инфляцию, т.е. единицах измерения, действующих на дату составления отчетности. Для этого дан ные отчетности пересчитываются с помощью общего индекса цен (general price index), отражающего изменение общей покупательной способности. Таким образом, отчетность, составленная в российских рублях, должна быть при трансформации скорректирована на общий индекс цен, переведена в валюту по курсу на дату составления отчетности и перегруппирована соответствующим образом. Кроме того, потребуется скорректировать отдельные статьи, учет которых не соответствует правилам, рекомендуемым международными стандартами (например, амортизация основных средств, нематериальных активов).

Основной проблемой при использовании данного подхода считается нахождение и применение реального общего индекса цен. Существует мнение, что в России такой индекс найти достаточно сложно [42]. Поэтому для трансформации отчетности обычно используют подход с точки зрения валюты. Его использование рекомендовано тем же 29-ым Стандартом (п. 17), который предлагает при отсутствии надежного общего индекса цен делать оценки на основании движения курса обмена валюты отчетности и какой-либо стабильной иностранной валюты. Это положение предполагает применение при трансформации отчетности международного стандарта IAS № 21 «Влияние изменений валютных курсов» [61]. Стандарт определяет следующее правило выбора курсов валют для пересчета различных статей финансовой отчетности.

## Разработка системы расчета комплексной оценки стоимости предприятия с использованием интегрального критерия качества

Как отмечалось в предыдущих разделах работы, понятие «оценка стоимости промышленного предприятия» — это комплексное понятие. При этом ее основными компонентами являются: оценка стоимости предприятия с точки зрения затратного (имущественного) подхода (см. раздел 1.2), оценка стоимости предприятия на базе доходного подхода (см. раздел 2.3), а также на основе сравнительного (рыночного) подхода (см. раздел 2.4). Каждая из вышеперечисленных компонент в отдельности дает косвенную оценку стоимости объекта исследования с точки зрения экономической сути используемого подхода в оценке. Для нахождения комплексной оценки стоимости предприятия проблему оценки следует рассматривать как многокритериальную задачу принятия решений [46,79,93] с формированием интегрального критерия качества. При этом формирование интегрального критерия можно осуществлять с использованием базовых положений теории полезности [46,79]. Отметим, что областью применения теории полезности являются задачи принятия решений, связанные с наличием нескольких противоречивых целей. Часто не существует доминирующей альтернативы, которая является лучшей среди других альтернатив с точки зрения имеющегося множества целей. По существу, оценщик, принимающий решение, постоянно сталкивается с вынужденной необходимостью замены одной цели достижением другой, то есть с замещением по ценности. Ответ на вопрос о возможности замещения требует формализации и использования ее для оценивания конкурирующих альтернатив. Иначе, ответ на вопрос о возможности замещения требует построения интегрального критерия качества, который называется функцией полезности.