Чеботарева Татьяна Юрьевна. Финансовые аспекты оценки стоимости предприятий кондитерской отрасли : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2005 179 с. РГБ ОД, 61:05-8/2853

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Методологические основы и подходы к оценке рыночной стоимости предприятий 11

1.1. Развитие оценочной деятельности и подходов к оценке в РФ; роль оценки рыночной стоимости предприятия в процессе управления финансами предприятия 11

1.2. Информационная база применяемая в процессе оценки рыночной стоимости 23

1.3. Подходы, основные принципы оценки стоимости предприятия 28

1.4. Особенности применения доходного подхода при оценке стоимости предприятия в России 46

1.5. Анализ теоретических положений и адаптация метода дисконтированных денежных потоков 51

Глава 2. Анализ общеэкономического состояния, конъюнктуры кондитерской отрасли...63

2.1. Общеэкономическое состояние кондитерской отрасли и кондитерского производства в России. Финансовые аспекты развития отрасли 66

2.2. Общеотраслевые особенности экспортно-импортных отношений по отрасли.

Финансовое положение кондитерской отрасли 82

2.3. Анализ текущего финансового положения двух крупнейших предприятий отрасли -

ОАО «Красный Октябрь» и ОАО «РотФронт» 89

Выводы по Главе 2 100

Глава 3. Практические аспекты проведения оценки стоимости предприятия. Выработка

путей развития предприятий кондитерской отрасли 104

3.1. Разработка общей методики проведения оценки стоимости предприятия в рамках метода дисконтированных денежных потоков 104

3.2. Обоснование разработанной методики и модели оценки рыночной стоимости

предприятия кондитерской отрасли в рамках метода дисконтированных денежных

потоков в целях выработки предложений о направлениях развития этих предприятий 114

3.3. Оценка рыночной стоимости согласно разработанной методики и модели предприятий

ОАО «Красный Октябрь» и ОАО «РотФронт» 121

Заключение 133

Список литературы 140

**Введение к работе**

На сегодняшний день нельзя переоценить важность оценки рыночной стоимости предприятия. Большинство предприятий в России - акционерные общества, которые выходят на фондовый рынок со своими акциями (эмитенты акций). Их рыночная стоимость определяется в основном стоимостью акционерного капитала. Увеличение стоимости акционерного капитала приводит к большей капитализации предприятия, повышению финансовой устойчивости предприятия на рынке. Развитие и возрастающий объем фондового рынка в Российской Федерации обуславливает актуальность оценки именного акционерного капитала предприятия. Например, 2003 год стал уже третьим годом последовательного роста цен на рынке акций, последовавшего после кризиса 1998 года. За 5 лет индекс ММВБ вырос более, чем в 11 раз, а индекс РТС - примерно в 10 раз, значительно превысив темпы роста инфляции. Наиболее впечатляющий рост цен пришелся на первый год после кризиса. Доходность российского рынка превысила доходности на всех основных зарубежных рынках. За последние 5 лет рост цен акций на российском рынке значительно опередил соответствующие показатели для основных развитых рынков и совокупный прирост цен на развивающихся рынках (по индексу Morgan Stanley Capital International).

Потребность в оценке рыночной стоимости предприятий возникла в нашей стране с момента начала экономических реформ и процесса приватизации. Осуществление массового отчуждения государственной собственности требовало хотя бы относительно адаптированной методики оценки. Основным заказчиком оценки выступало государство. Оно же действовало и в качестве основного субъекта оценки (оценщика). Первое методическое положение по оценке стоимости имущества государственных предприятий и организаций было подготовлено Госпланом и вышло в декабре 1990 года. После выхода данного документа вплоть до середины 90-х годов были подготовлены еще несколько положений и указаний, но все они делали упор на оценку стоимости предприятия через оценку стоимости его активов. С методологической точки зрения, разработанные

методики были наиболее близки к методам *имущественного подхода.*Однако, по сути, они оценивали просто *балансовую стоимость*имущества. Ценность такой оценки с точки зрения рыночной экономики мала, т.е. предложенные методики не соответствовали современным потребностям и реалиям.

Значимость независимой оценки была осознана государством и закреплена законодательно. Действующий Федеральный Закон «Об оценочной деятельности» 1998-го года предусматривает обязательность проведения независимой оценки объектов (включая предприятия), принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям, в случае их вовлечения в какие-либо сделки, в том числе при приватизации, передаче в доверительное управление или в аренду.

Недолгая история профессиональной практики оценки в России является причиной опоры отечественных оценщиков на зарубежные «традиции» и методы. Однако корректное применение зарубежных методов оценки стоимости предприятия в российской практике требует их адаптации, так как они были разработаны в иных условиях стабильности экономического окружения, развития финансового рынка, информационной прозрачности предприятий, защиты прав акционеров.

В настоящий момент в России существует острая потребность в адекватных отечественным условиям методах оценки стоимости предприятия.

Актуальность темы диссертационного исследования определяется следующим:

наблюдается дальнейшее перераспределение собственности в направлении от первых владельцев, получивших ее при приватизации и не справившихся с ее управлением, к более эффективным управленцам, которые имеют возможность заплатить *обоснованную рыночную*стоимость за приобретаемые предприятия;

существующая методическая основа применяемых в настоящее время в России методов оценки стоимости недостаточно проработана, не систематизирована, не адаптирована к конкретным отраслям промышленности;

информационная база, необходимая для осуществления оценочной деятельности не имеет наглядной и достаточно четкой классификации;

пищевая промышленность на текущий момент в РФ одна из отраслей, приносящая владельцам предприятия достаточно стабильную прибыль. При этом, развитие кондитерской отрасли пищевой промышленности находится на той стадии, когда возможно широкомасштабное её развитие. Развитие может осуществляться за счет объединения компаний и эмиссии ценной бумаги Объединенной акционерной компании. Предприятия кондитерской отрасли до сих пор неактивно торговались на организованных российских биржах. Однако именно создание укрупненных кондитерских компаний будет способствовать повышению привлекательности отрасли в целом для инвесторов и более высокой ликвидности акций объединенных компаний по сравнению с акциями нескольких отдельных компаний. Потенциал рынка огромен и сегодня необходима своевременная, профессиональная, адаптированная именно к данной конкретной отрасли оценка состояния предприятия, его стоимости, активов, позиций на рынке;

существует потребность появившегося института независимых профессиональных оценщиков в приспособленных к российским условиям методологии и практическим методикам оценки стоимости предприятия;

серьезно возросла роль оценки стоимости предприятий для принятия управленческих решений при реструктуризации предприятий, процессах слияния, объединения предприятий и выборе направлений развития.

Проблемой становления, развития, адаптации оценочной деятельности в России занимались и занимаются ученые и экономисты. Автором диссертационного исследования изучены труда многих российских и зарубежных авторов, занимающихся проблемой оценки предприятий. Среди российских ученых и экономистов можно выделить работы В.И. Бусова [4] [5] [6], М.А. Федотовой [43], СВ. Валдайцева [8], Н.А. Абдулаева [1], Н.А. Колайко [1], В.Е. Есипова [12], С. Синельникова [36], Г. Трофимова [39], Ю.В. Яременко [48], Ю.В. Козыря [15], Г.А Маховикову [12], В.В. Терехову [12], Е.Т Гайдара [9] и других,

многие из которых участвовали в разработке новой экономической политики России в 90-х годах.

Среди переведенных авторов можно выделить труды таких авторов как Пратт Д. [29], Десмонд Г.М.[11], Келли Р.Э [11]. Уже позднее, в конце 90-х, были опубликованы на русском языке работы таких авторитетных ученых и специалистов как Миллер М, Модильяни Ф.[18], Коупленд Т. [40], Коллер Т. [40], Муррин Дж [40]. Из переведенных на русский язык и опубликованных в 2004 году работ хочется отметить Фрэнка Ч. Эванса, Дэвида М. Бишопа [45], Фрэнсиса К., Б. Пешеро Пети [45], Р. Дженнингса [75], Р. Рубака [86], Д.Стюарта. Все опубликованные работы являются фундаментальными трудами по оценке бизнеса, однако они представляют методологию оценки, не учитывающую отечественные условия и в этой связи, мало приспособленную для применения в России.

*Цель диссертационного исследования.*

Систематизация существующих подходов к оценке стоимости и акционерного капитала предприятий кондитерской отрасли и разработка на её основе методики и модели оценки рыночной стоимости и акционерного капитала Объединенного предприятия кондитерской отрасли с учетом финансовых аспектов оценки рыночной стоимости.

Для того, чтобы вышеизложенные положения могли быть притворены в жизнь необходимо решить следующие задачи:

изучить теоретические и методологические основы формирования стоимости различных субъектов собственности;

выделить основные подходы и принципы оценки состояния предприятий, российской и зарубежной теории и практики оценочной деятельности;

наглядно и четко классифицировать существующие методы и подходы оценки рыночной стоимости предприятия;

провести анализ основных теоретических положений наиболее применяемых методов оценки;

систематизировать существующие в РФ и за рубежом системы определений, понятий;

построить четкую классификацию информационной базы, необходимой для осуществления оценки стоимости предприятия;

выявить особенности применения основных методов оценки рыночной стоимости в России;

выработать четкую схему соподчинения основных понятий при оценке стоимости предприятия, пригодную для практического применения;

провести анализ отрасли, направления, в которой функционирует рассматриваемое предприятие с целью проведения адекватной оценки состояния конкретного рассматриваемого предприятия;

провести финансовый анализ экономической ситуации отрасли в целом;

провести финансовый анализ оцениваемых предприятий, а также предикативный анализ объединенного акционерного предприятия кондитерской отрасли;

на основе изученного и проанализированного разработать методику оценки предприятия конкретной отрасли в рамках одного из существующих подходов оценки;

на основе показателей, полученных в процессе оценки, предложить направления развития предприятий конкретной отрасли промышленности РФ;

подтвердить эффективность предположенных направлений показателями, полученными при оценке.

В своем исследовании автор диссертации в качестве объекта исследования выбрал

предприятия пищевой промышленности, кондитерской отрасли. Причина выбора данного

направления исследования заключается в том, что кондитерский рынок РФ обладает

большим потенциалом и возможностями роста. Соответственно, у российских

предприятий, работающих на кондитерском рынке, при условии принятия грамотных

управленческих решений, на основе данных полученных при оценке предприятия,

имеются перспективные направления дальнейшего развития.

**/**

Предметом исследования диссертации являются основные методы оценки промышленных предприятий, процесс оценки предприятий кондитерской промышленности с применением результатов анализа финансового состояния и финансовых отношений предприятий данной отрасли промышленности. Методологической и теоретической основой исследования послужили методы сравнительного анализа и прогнозирования, инвестиционного анализа, экономико-математического моделирования, механизмы рыночного равновесия, основы теории институционального анализа.

Эмпирическую базу диссертации составляют результаты исследований в процессе оценки российских предприятий кондитерской отрасли промышленности. В диссертации использовались данные финансовой отчетности отечественных и зарубежных предприятий, Госкомстата, различные отраслевые исследования и методические рекомендации.

В процессе работы над диссертацией были изучены нормативно-правовые акты, регулирующие оценочную деятельность в России, российские и международные стандарты оценки. Научная новизна диссертационного исследования заключается в следующем:

предложено и обосновано в определении «оценки стоимости предприятия» через разделение понятий «стоимость бизнеса» и «стоимость собственного капитала предприятия». Тем самым, оценка стоимости деятельности предприятия в целом отделяется от оценки стоимости одного из источников финансирования данной деятельности;

предложено ввести в определение «оценка состояния предприятия» определение «оценка общеотраслевой ситуации» и понятия «отраслевая оценка» и «позиционная оценка», что дает возможность адекватной оценки конкретных предприятий, конкретных отраслей;

предложены две схемы классификации информационной базы, необходимой для  
осуществления оценки рыночной стоимости предприятия в целом и его акционерного  
капитала в частности;

в целях выравнивания конкурентных условий российских и иностранных производителей  
шоколада и шоколадных изделий автором диссертационного исследования предложено:

рассмотреть на законодательном уровне вопрос об отмене таможенных пошлин на основное сырье для производства товаров - какао-бобы;

а создать мощности по переработке какао-бобов 120 тыс. тонн в год, которые использовались хотя бы на 50%, так как мировой и отечественный опыт показывает, что экономически выгодно производить глубокую переработку какао-бобов, получая все какао продукты. В качестве ориентира можно опираться на практику стран Евросоюза, имеющих развитую кондитерскую промышленность, где нет таможенных пошлин на какао-бобы. Снятие пошлин повысит конкурентоспособность отечественной продукции и в конечном итоге уменьшит импорт этой продукции в РФ. Потери бюджета - предполагаемый объем составляет 4,5 млн. долларов - от неуплаты таможенной пошлины будут восполнены в виде налогов и сборов от производства дополнительной продукции в объеме 11 млн. долларов. Чистая прибыль бюджета составит около 6 млн. долларов, кроме того, увеличится и прибыль у кондитерских предприятий;

р предложено повысить ввозные таможенные пошлины минимум да 40-50 % для снижения возможностей экспансии иностранных производителей на российский потребительский рынок. Существующие сейчас в РФ таможенные пошлины на ввозимую кондитерскую продукцию слишком низки - 15-20%;

разработана пошаговая методика проведения оценки состояния предприятий  
кондитерской отрасли в рамках метода дисконтирования денежных потоков, состоящая  
из определенных последовательностей этапов и учитывающая отраслевые особенности  
рассматриваемого предприятия. Указанная методика позволяют провести оценку  
предприятия конкретной (кондитерской) отрасли, учитывает сложившиеся на  
отечественных кондитерских предприятиях системы планирования и отчетности, а также

позволяет выработать объективные пути развития предприятий кондитерской отрасли промышленности;

разработана модель оценки стоимости объединяемого предприятия кондитерской отрасли. На основе разработанной модели автором диссертации рассчитан эффект от объединения компаний в виде увеличения акционерного капитала Объединенной компании. В результате оценки стоимости акционерного капитала двух крупнейших предприятий кондитерской отрасли - ОАО "Красный Октябрь" и ОАО "Рот Фронт" - был выявлен существенный потенциал увеличения рыночной стоимости компаний для акционеров, который наилучшим образом может быть реализован при объединении данных предприятий. Диссертация изложена на 146 страницах машинописного текста. Работа состоит из

введения, трех глав, заключения, библиографии из 97 наименований, 5 приложений.

## Развитие оценочной деятельности и подходов к оценке в РФ; роль оценки рыночной стоимости предприятия в процессе управления финансами предприятия

Необходимость оценки отечественных компаний в настоящее время в основном связана с перераспределением собственности, приватизированной в начале 90-х годов. Произошедшие изменение государственного устройства и начало перехода к рыночным отношениям не всеми учеными оцениваются одинаково. Часть экономистов, таких как Е.Т. Гайдар [9], А. Ноув [21], ГЛ. Явлинский [47], многие из которых участвовали в разработке политики государства в начале 90-х, считают, что выбранная стратегия и направления реформ были верны - сначала либерализация цен и внешней торговли, затем приватизация и демонополизация. Однако другая часть видных экономистов, таких как Б. Федоров [44], С. Синельников [36], Г. Трофимов [39], В. Бусов [5], [6] считают, что реализация данной политики привела к резкому спаду производства во всех отраслях, прежде всего, в легкой, пищевой промышленности, а также в сельском хозяйстве.

Несмотря на наличие среди авторитетных ученых столь неоднородных оценок, отечественная система хозяйствования начала движение и в данный момент находится в стадии развития рыночной экономики.

По мере осуществления экономических реформ в отечественной системе хозяйствования появлялись новые для нее институты и процессы. Одним из важнейших процессов в рыночной системе является процесс экономический оценки, в том числе оценки стоимости предприятий.

В плановой экономике вопросы оценки стоимости предприятий не возникали, потому что не были востребованы в силу следующих основных причин:

полной государственной монополии на средства производства (предприятия);

отсутствия как таковой системы экономических оценок.

Единственным проявлением процесса оценки в советской экономике был процесс оценки стоимости основных фондов. Однако он не носил экономического характера, так как структура цен была достаточно жесткой, а роли денег в экономических процессах незначительна.

Первое методическое положение по оценке стоимости имущества государственных предприятий и организаций было подготовлено Госпланом и вышло в декабре 1990 года. После выхода данного документа вплоть до середины 90-х годов были подготовлены еще несколько положений и указаний, но все они делали упор на оценку стоимости предприятия через оценку стоимости его активов.

По сути, оценивалась балансовая стоимость имущества, что в условиях гиперинфляции и доставшейся «по наследству» искаженной структуры цен на основные производственные фонды привело к «разрыву» между получаемыми оценками и реальной стоимостью имущества. В результате, предложенные методики не соответствовали современным потребностям и реалиям.

По мере дальнейшего развития экономики потребность в адекватных методах оценки стоимости предприятия возрастала. Уже появился институт независимых оценщиков, был принят федеральный закон об оценочной деятельности, однако насущность упомянутого вопроса остается острой, так как существующая методологическая основа применяемых в настоящее время в России методов оценки стоимости недостаточно проработана, не систематизирована и не адаптирована.

В то же время, разработанные в условиях развитой экономики традиционные методы оценки основаны на стабильности экономического окружения, развитости финансового рынка, информационной прозрачности предприятий.

## Общеэкономическое состояние кондитерской отрасли и кондитерского производства в России. Финансовые аспекты развития отрасли

В отрасли насчитывается около 1500 специализированных и прочих пищевых предприятий, выпускающих кондитерские изделия общей среднегодовой мощностью 2900 тыс. тонн. Коэффициент использования мощностей за последние годы увеличился и составил 54%. Отрасль включает в себя более 14 отдельных производств: карамель, халва, драже, зефир, пряники, печенье, торты, мармеладные, шоколадные изделия и др. Максимальной выработки отечественная кондитерская промышленность достигла в 1990 г., года было произведено в общей численности более 2,6 млн. т. сладкой продукции, а потребление её в среднем на одного человека составило 20 кг. С 1991 г. объемы производства резко снизились и перелом наступил лишь с 1997 года. С этого времени наблюдается достаточно постоянный рост выработки кондитерских изделий. В 2000 г. производство достигло более 1600 тонн. Хотелось бы отметить, что сейчас эксперты оценивают объемы производства отечественных кондитеров порядка 1900 тыс. тонн, а потребление в среднем на человека - 14 кг. Более наглядно картину темпов развития производства можно проследить по таблице 2.2. составленной по данным Госкомстата РФ: Табл. 2.2 Производственные мощности кондитерской промышленности РФ по годам (в тыс. тонн)

Из таблицы мы видим, что отрасль на этот период являлась инвестиционно привлекательной, поэтому за 2000/2001/2002 годы был организован целый ряд новых предприятий и цехов. Ежегодный прирост производства по отрасли в целом составлял порядка 10%. Увеличивалось число специализированных предприятий - до 178, из которых свыше половины - небольшие мощностью до 5 тыс. тонн в год, но в тоже время росло число предприятий, располагающих мощностью свыше 20 тыс. т., на которых коэффициент использования мощности значительно выше среднеотраслевого и составляет около 70%.

В данной ситуации следует серьезно рассматривать тенденции российских предприятий отрасли к объединениям, слияниям, укрупнениям с целью консолидации усилий и своих ресурсов в конкурентной борьбе.

Кондитерский рынок в России к 2003 г. можно охарактеризовать следующими показателями:

общий объем производства составил 1952 тыс. тонн (тенденция роста производства наблюдается начиная с 1997 г.) Объем выпуска кондитерских изделий к 2003 г. в целом по России вырос на 8,8 % по сравнению с 2002 г. и составил 1952 тыс. тонн. Прирост объемов производства в основном был обеспечен предприятиями,

расположенными в Центральном, Северо-Западном, Сибирском Федеральных округах. Среднегодовой рост производства в отрасли за 6-ти летний период составил 9,1%.);

на основании вышесказанного можно сделать вывод о стабилизации и уверенном росте кондитерской промышленности на 7-10% в год;

объем импорта составил 320-330 тыс. тонн (более 16% от объема производства);

объем экспорта - около 100 тыс. тонн (5% от объема производства).

class3 **Практические аспекты проведения оценки стоимости предприятия. Выработка**

**путей развития предприятий кондитерской отрасли** class3

## Разработка общей методики проведения оценки стоимости предприятия в рамках метода дисконтированных денежных потоков

Оценка любого предприятия в рамках метода дисконтирования денежных потоков начинается с составления информационного запроса, представляющего собой вопросник почти по всем сферам деятельности предприятия. Цель данного документа - получение как можно более полной информации об оцениваемом предприятии для достижения обоснованного заключения о его стоимости. Запрашиваемая информация должна иметь непосредственное отношение к планируемому процессу проведения оценки и в тоже время, содержание полученной информации будет во многом определять дальнейший ход данного процесса. Определим состав целевого запроса. Запрашиваемую у предприятия информацию для упорядочения процесса сбора данной информации классифицируем по группам:

общеописательная информация. Информация, позволяющая оценщику получить общее представление об оцениваемом предприятии (история создания и развития предприятия, отраслевая принадлежность, рынки сбыта, основные клиенты, номенклатура товарной продукции, организационная структура, общее описание производственного процесса, состояние производственных фондов и т.д.);

ретроспективная финансовая отчетность. Как правило, запрашиваются данные за несколько (обычно это 3-5 лет) последних лет. Помимо «стандартного» пакета бухгалтерской отчетности (Формы №1, 2, 4 и 5) неплохо иметь в наличии утвержденные Госкомстатом формы (№5-з и 11), которые более подробно раскрывают структуру себестоимости предприятия;

информация по коммерческой сфере деятельности предприятия. Сюда относятся сведения об отношениях с поставщиками, заказчиками, торговыми агентами и т.п.;

структура себестоимости продукции оцениваемого предприятия. Для этого, зачастую необходимо получить расходные технологические нормы, утвержденные на предприятии;

отношения предприятия с кредиторами и акционерами. Сюда относятся данные о привлеченных кредитах и займах, выплаченных в прошлом дивидендах, распределении акционерного капитала и т.д.;

прогнозные производственные, финансовые и экономические показатели деятельности предприятия, бизнес-планы;

основные юридические документы (устав, свидетельства собственности, иные правоустанавливающие документы на объекты недвижимости и прочее имущество);

копии проводившихся ранее оценок состояния предприятия, инвестиционных меморандумов, бизнес-планов.

Составленный информационный запрос направляется либо напрямую на предприятие либо передается заказчику для сбора информации.

Параллельно оценщик начинает подбор и анализ отраслевой информации с целью получению ясного представления о ситуации в отрасли, а именно: рыночные тенденции и проблемы, стоящие перед отраслью, технологическое развитие отрасли и степень государственного вмешательства и регулирования в ней, среднеотраслевые значения ключевых показателей деятельности предприятий, прогнозы ее развития и т.д. Собранная отраслевая информация должна задать базис или фон для дальнейшего построения расчетной модели оценки состояния предприятия. Получив материалы, в ответ на свой информационный запрос и проведя первичный анализ их содержания, оценщик выбирает общую схему проведения оценки и составляет список уточняющих вопросов.