



ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ

В.М. Рутгайзер

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

Рекомендовано УМО по образованию в области финансов, учета и мировой экономики в качестве учебного пособия для студентов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит»

Президиум Ассоциации российских магистров оценки (АРМО) и НП «Национальная лига субъектов оценочной деятельности» (НЛСОД) рекомендуют данное учебное пособие для подготовки специалистов по оценочной деятельности (800 часов) и повышения квалификации практикующих оценщиков (104 часа)

ИЗДАТЕЛЬСТВО
ОМЕГА-Л

ИЗДАТЕЛЬСТВО
Каро-се-ка
Москва 2007

ББК 65.29 (65.290-86)
Р90

Автор:

доктор экономических наук, профессор *В.М. Рутгайзер*

Рецензенты:

М.А. Федотова — д.э.н., проф., проректор по научной работе
Финансовой академии при Правительстве РФ,
зав. кафедрой «Оценка и управление собственностью»

Р.Н. Евстигнеев — д.э.н., проф., зав. центром Института экономики РАН,
член редколлегии журнала «Вопросы экономики»

Е.В. Гаврилин — д.э.н., начальник управления Российского фонда
федерального имущества (РФФИ), заслуженный экономист РФ

Рутгайзер В.М.
Р90 Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие. — М.: Маросейка,
2007. — 448 с.
ISBN 978-5-903271-02-3
ISBN 5-7942-0526-1 (Финансовая Академия при Правительстве РФ)

Монография профессора В.М. Рутгайзера обобщает его оценочную практику в России за последние 15 лет.

Книга эксклюзивна по:

- теоретическому осмыслению предмета;
- фактологическому наполнению;
- методу подхода (выводы основаны только на примерах из практики самого автора);
- злободневности материала.

Автору принадлежат нашумевшие оценки рыночной стоимости «Связьинвеста», «Норильского никеля», «Апатита», «Роснефти». Своеобразие монографии в том, что впервые в специальной литературе теория проведения оценки рассматривается сквозь призму постепенно накапливаемого опыта. Актуальность книги сродни газетной. Ряд работ В.М. Рутгайзера прошел через горнило судебных процессов, а его оценка, скажем, акций «Апатита» резко расходилась с резонами небезызвестного следователя Каримова.

Книга будет полезна как для практикующих оценщиков, потенциальных продавцов и покупателей бизнеса, так и для тех, кто еще только овладевает теорией оценочных работ. С интересом познакомятся с ней юристы, экономисты, бизнесмены, топ-менеджеры и вообще читатели серьезных рубрик российской прессы. Книга незаменима в вузовских библиотеках, на книжных полках руководителей, на деловых курсах типа MBA.



ISBN 978-5-903271-02-3
ISBN 5-7942-0526-1

ББК 65.29 (65.290-86)

© Маросейка. Оформление, 2007
© Рутгайзер В. М., 2007

Оглавление

Предисловие: Субъективное и объективное в оценке стоимости бизнеса	8
Об авторе	12

ГЛАВА ПЕРВАЯ: Предмет оценки и показатели стоимости

Общая характеристика	15
Открытые и закрытые акционерные общества	15
Для чего необходимы оценки стоимости бизнеса?	17
Стандартизованные показатели стоимости бизнеса	26
Нестандартизованные показатели стоимости	32
Российские стандарты оценки стоимости	37
Вопросы оценки стоимости бизнеса в Законе о приватизации	38
Выводы	42

ГЛАВА ВТОРАЯ: Премии и скидки

Общая характеристика	43
Премия за контроль. Скидка за недостаток контроля	47
Права «миноритариев»	61
Скидки за низкую ликвидность. Роль IPO	65
Оценки пакета акций (25 % + 1 акция) ОАО «Связьинвест»	68
Выводы	72

ГЛАВА ТРЕТЬЯ: Идентификация рисков

Общая характеристика	73
Оценка совокупного риска с помощью ставки дисконтирования	74
Систематический риск	77
Несистематический риск	79
Безрисковая ставка	86
Деловой риск	89
Финансовый риск	95
SAPM — модель оценки капитальных активов	99
WACC — средневзвешенная стоимость капитала	100
Оптимальная величина заимствований	102
Изменчивость ставки дисконтирования оценки компаний ОАО «Норск-Ойл» и ОАО «Лукойл-Нижегороднефтепродукт»	103
Выводы	107

ГЛАВА ЧЕТВЕРТАЯ: Подходы, методы и модели

Общая характеристика	109
Требования российских стандартов	111
Международные стандарты оценочных работ	112
Сложившаяся практика	115
Факторные модели оценки стоимости бизнеса (пакетов акций)	118
Сравнительная характеристика трех подходов	122
Модель Блэка—Шоулза (Black—Scholes)	134

ГЛАВА ПЯТАЯ: Затратный подход или подход, основанный на активах

Общая характеристика	139
Затратный подход к оценке стоимости бизнеса.	
Подход на основе активов (интерпретация А. Грегори)	142

Оценки действующего предприятия	143
Затратный метод и учет влияния опасных веществ (экологических факторов)	152
Особенности оценки активов в холдинге	156
Ликвидационная стоимость	161
Реструктуризация задолженности и реорганизация компании (выделение)	166
Выводы	169

ГЛАВА ШЕСТАЯ: Сравнительный (рыночный подход)

Общая характеристика	171
Какие показатели следует учитывать в мультипликаторе?	173
Мультипликаторы по зарубежным компаниям (метод рынка капиталов)	178
Сопоставление с российскими компаниями (метод рынка капиталов)	182
Сравнение с проданными пакетами акций нефтяной компании-аналога (метод рынка капиталов)	184
Рынок слияний и поглощений (присоединений)	185
Метод — «Предыдущие сделки по продаже акций оцениваемой компании»	187

ГЛАВА СЕДЬМАЯ: Доходный подход

Общая характеристика	195
Объяснение оценочных стандартов № 2 (USPAP 2005)	197
Общее в двух методах: капитализации дохода и дисконтированного денежного потока	199
Метод капитализации дохода	201
Обоснование ставки дисконтирования (CAPM)	202
Альтернативы CAPM и попытки усовершенствования модели	205
Техника расчетов по модели DCF для собственного капитала	210
Промежуточная модель: модель Ольсона	215

ГЛАВА ВОСЬМАЯ: Сопоставление результатов двух отчетов об оценке стоимости 20-процентного пакета акций «Алатит»

Методология и результаты расчетов экспертов	217
Расчеты оценщиков ООО «ВС-оценка»	236
Моя корректировка расчетов ООО «ВС-оценка»	237
Оценка журнала «Эксперт»	240
Оценка 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Алатит» на основе данных рейтингового агентства журнала «Эксперт»	242
Окончательные расчеты	243
Выводы	243

ГЛАВА ДЕВЯТАЯ: Оценка рыночной стоимости

РАО «Норильский никель»: 1995—1996 гг.

Общая характеристика	245
Залоговые аукционы: российское изобретение	246
Попытки вернуть пакет акций и организация действий комиссионера	248
Соотношение залоговой стоимости и рыночной цены пакета акций	250
Метод рынка капиталов	252
Доходный подход	256
Оценки состоявшейся продажи пакета акций	260
Сопоставление с российскими оценками	262
Выводы	263
Показатели сопоставляемых компаний, использованные при проведении расчетов, связанных с оценкой рыночной стоимости РАО «Норильский никель» (Таблицы к главе 9)	265

ГЛАВА ДЕСЯТАЯ: Оценка стоимости ОАО «Роснефть» в 2001 г.:

судебные разбирательства по поводу гудвилла

Общая характеристика	281
Заявка конфликтной ситуации летом 2002 г.	281
Как разворачивались события?	283
Нанесла ли ущерб «Роснефти» публикация специалистов ИК «Олма»?	290
Как дальше развивались события: миролюбивое поведение «Роснефти» и непримиримая позиция «ОЛМЫ»	293
Дело «Роснефти» — первый прецедент защиты гудвилла	295

ГЛАВА ОДИННАДЦАТАЯ: Миноритарии против «Роснефти» в Арбитражном суде г. Москвы

Общая характеристика	297
Заказной отчет Международного центра оценки	299
Были ли в России в то время условия формирования внутренних цен на сырую нефть на рыночной основе?	303
Негодная методика расчета придуманной авторами из Международного центра оценки «индикативной рыночной стоимости»	304
Гудвилл ОАО «НК «Роснефть» как фактор повышения стоимости акций ОАО и его дочерних компаний	309
Подтекст искового заявления — стал ли богаче истец или понес убытки?	311
Выводы, сформулированные в январе 2002 г.	313
Выводы	314

ГЛАВА ДВЕНАДЦАТАЯ: Новое законодательство об оценочной деятельности

Общая характеристика	319
Первая версия	319
Органы саморегулируемой организации оценщиков	320
Стандарты оценки	322
Компенсационный фонд	323
Членство в саморегулируемой организации оценщиков	324
Оценщики не хотят быть только физическими лицами	325

ГЛАВА ТРИНАДЦАТАЯ: Назревшие изменения в гражданском законодательстве

Гражданский кодекс — «священная корова»?	329
Оценкой имущества занимаются не только оценщики	336
Таможенная стоимость	336
Попытки улучшения методов определения таможенной оценки	343

ГЛАВА ЧЕТЫРНАДЦАТАЯ: Таможенная стоимость и ее оценка

Взаимосвязь рациональной организации таможенного дела и эффективной экономической политики (микроэкономические аспекты импортозамещения и экспортной ориентации)	349
Законодательные условия оценки таможенной стоимости	352
Факторы установления таможенной стоимости. Таможенная оценка	357
Новые подходы к оценке стоимости товаров ФТС России	363
Условия определения таможенной стоимости в Налоговом кодексе РФ	367
Информационные системы и технологии	370
Таможенный брокераж	372
Условия таможенного союза Европейского союза	379
Тарифная компонента Генерального соглашения о тарифах и торговле Всемирной торговой организации и Общего таможенного тарифа стран Европейского союза	380

ПРИЛОЖЕНИЯ

Экспертное заключение ¹ на перевод «Международных стандартов оценки» (VII издание, 2005 год), выполненный по заказу Российского общества оценщиков	383
Условия, которые рекомендуется учитывать при выборе методов оценки стоимости бизнеса	386
Пример обмена требований на другие ценные бумаги	388
Модель Дж. Ольсона	392
Применение характеристики клиентеллы компании для прогнозирования ее доходов (в рамках модели DCF (ДДП))	398
Отзыв об оценке рыночной стоимости ОАО «НК «Роснефть», выполненной ЗАО «ЭкспертИнвестОценка»	401
Отзыв об экспертизе ЗАО «ЭкспертИнвестОценка» расчетов стоимости ОАО «НК «Роснефть», выполненных ОАО ИФ «Олма»	409
Рыночная капитализация компаний и оценка ущерба капиталу, воплощенному в репутации: американский и британский опыт	414
Таможенная политика России в XIX — начале XX вв.	421
Основные направления таможенной политики России на период до 2010 г.	425
Перечень биржевых товаров	431
Таможенные брокеры в зарубежных странах	434

Предисловие

Субъективное и объективное в оценке стоимости бизнеса

Уже много лет я пишу предисловия к изданиям других авторов. Это всегда были замечательные работы, и мне всегда доставляло удовольствие представлять их читателям.

Теперь мне хочется сказать несколько слов и о моей собственной книге. Как видно из названия, она посвящена одной из быстроразвивающихся отраслей современной экономической науки — оценке стоимости бизнеса. Правда, в отношении объективности этих оценок у многих возникают сомнения. Такой взгляд на проблему оценки стоимости бизнеса не лишен оснований. Еще Артур Шопенгауэр отметил, что «всякая оценка есть продукт стоимости ценимого и познавательного кругозора ценящего». Это верно вообще и особенно верно применительно к оценкам стоимости бизнеса. Ведь не случайно именно эту ветвь экономической теории некоторые специалисты без особых колебаний относят скорее к искусству, чем к науке.

Я не думаю, что в целом это правильное заключение. Но этого взгляда придерживаются достаточно серьезные люди. Хотя их можно упрекнуть в одностороннем подходе. Они видят лишь субъективное начало в проводимых расчетах по оценке стоимости бизнеса.

Но все-таки в подобных измерениях объективная сторона дела с самого начала востребованных оценочных работ постепенно становилась превалирующей. Да и сама субъективность оценок все в большей мере основывалась на общедоступных данных, которые гарантировали возможность проверки самих расчетов со стороны. Этому прежде всего соответствовали разрастающееся количество финансовых инструментов и наличие обобщенных мнений специалистов относительно рисков, с которыми сталкивался бизнес. Но самое главное заключалось в том, что обоснованность тех или иных оценок стоимости бизнеса в конечном счете проверял достаточно строгий оценщик — рынок. Купленные-проданные акции сами по себе являлись объективной реальностью. И стоимость таких акций характеризовала стоимость самого бизнеса.

Здесь я хочу сформулировать свою позицию по поводу соотношения субъективного и объективного в теории оценки стоимости бизнеса. Насколько правильно установлено это соотношение в процессе самого оценивания стоимости бизнеса? Ответить на этот вопрос может только рынок и только после совершения ре-

альной сделки, по обе стороны которой до момента купли-продажи со своими отчетами об оценке стоимости объекта сделки стоят оценщики. Их противостояние вполне естественно: оно отражает намерение их клиентов, одни из которых стремятся к занижению возможной цены, а другие — к ее завышению. И лишь рынок (понятно, я имею в виду совершенный рынок) может показать, насколько правы (или насколько неправы) стоящие друг против друга оценщики. Акт купли-продажи все расставляет по своим местам.

Это означает, что придавать субъективному началу определяющее значение в оценочной деятельности как таковой — значит не вполне правильно представлять ее назначение. Она (эта деятельность) лишь часть общей подготовки сделки, которая совершается в соответствии со сложившимся соотношением спроса и предложения. Поэтому субъективное начало в оценочной деятельности играет какую-то роль лишь до момента совершения сделки. Иногда субъективный элемент оценочной деятельности совершенно несправедливо распространяют и на применяемые при этом методы. Так, недавно мне встретилось утверждение о том, что «высокая чувствительность результатов оценки, получаемых методом DCF (дисконтированного денежного потока)... позволяет получить практически любую стоимость бизнеса».¹ Поэтому, считают авторы этого утверждения, «результаты расчета с использованием метода DCF могут быть приведены *только для справки*».² А для реального дела оценивания нужно, полагают эти специалисты, использовать другие методы, менее субъективные.

Хочу отметить, что с помощью иных методов можно получить такую же «заданную стоимость бизнеса».³ Дело вовсе не в методах, а в том, насколько профессионально подготовлен отчет об оценке стоимости бизнеса, насколько последовательны в своих суждениях его авторы, даже если они представляют интересы своих клиентов. Это понимают и сами клиенты. И вряд ли они всерьез будут относиться к оценщикам, которые пишут, что им скажут (зададут). В конечном счете только рынок может дать справедливую оценку специалисту, точнее, его работам.

Авторы приведенной характеристики DCF исходили, я думаю, из лучших побуждений — они хотели предостеречь от использования этой модели для выполнения заказных оценок. Но такого рода оценки отражаются на репутации самих оценщиков. Согласно новым изменениям Закона об оценочной деятельности неблагоприятную репутацию оценщиков не будут благодушно воспринимать в саморегулируемых организациях оценщиков (СРО). Теперь сами СРО несут коллективную ответственность за деятельность своих членов. И здесь разговоры по поводу заказных оценок в конце концов могут закончиться изгнанием оценщиков, податливых к оплачиваемым установкам клиентов. А исключение из СРО по существу означает запрет на профессиональную деятельность таких готовых на все оценщиков. Ведь заказ они не смогут получить даже от благосклонных к ним клиентов. Заказывать оценочные работы можно будет только тем, кто состоит в СРО.

Хочу отметить, что я стал оценщиком случайно. В 1988 г. я работал во Всесоюзном центре изучения общественного мнения. Осваивая новую для себя научную дисциплину — исследование общественного мнения, я продолжил занятия, связанные с организацией экономических механизмов в рыночных условиях. В то

¹ // Имущественные отношения. 2006. № 7. С. 27.

² Там же (выделено мною — В.Р.)

³ Правда, совместное использование разных методов оценки стоимости бизнеса снижает возможность манипулирования полученными цифрами. Кроме того, «всегда возможны ошибки, если какой-нибудь план имеется в одном экземпляре» (Кафка Ф., Реальность абсурда. Реноме, 2003. С.258.).

время перспективным направлением его совершенствования мне представлялся опыт ESOP — американская и английская практика участия работников в собственности компаний, в которых они заняты. А в октябре 1990 г. я по контракту работал в одной консалтинговой компании в Сан-Франциско, занимавшейся внедрением ESOP по заказу отдельных американских фирм. Переход к ESOP предусматривал регулярную оценку стоимости бизнеса компании, внедрявшей у себя такую программу. Так я познакомился с оценкой стоимости бизнеса. И первой моей книгой, которую я досконально изучил, была работа крупного американского специалиста Шеннона Прагга *Valuing a Business*. Я считаю его своим учителем, о чем я ему неоднократно говорил при личных встречах.

Первой моей публичной работой по оценке был заказ тогда еще единого профсоюза Эстонии по установлению реальной рыночной стоимости санатория «Эстония» в г. Пярну, выполненный в сентябре 1991 г. Санаторий намеревались выкупить по советской балансовой стоимости шведские граждане, в свое время эмигрировавшие из Эстонии.

Это был непростой отчет. Когда-то в оцениваемом здании располагалась летняя резиденция первого президента независимой Эстонии Константина Петса. Он был арестован в 1940 г. и окончил свою жизнь в суздальских лагерях под Владимиром.

Вооружившись в основном книжными знаниями, я, совсем еще неопытный оценщик, приступил к этой работе вместе с последним министром труда Советской Эстонии Юханом Силласте. Мы представили два варианта возможного использования здания, находившегося в живописном парке недалеко от моря. Это здание после реконструкции могло бы стать или жилым домом с 15 квартирами, или 4-звездным отелем. Подсчитав стоимость чистого денежного потока за пять прогнозных лет и прибавив так называемую терминальную стоимость, мы определили с помощью модели DCF стоимость этого здания. Она оказалась в сотни раз выше его советской балансовой стоимости. Кстати, совместная (моя и Силласте) статья по этому поводу была опубликована в одном из осенних номеров еженедельника «Экономика и жизнь» в 1991 г.

Позднее я учился на специальных курсах Всемирного банка по оценке стоимости недвижимости и бизнеса. Благо их организатором был мой старый знакомый — сотрудник Всемирного банка Дэвид Эллерман. Получив такую начальную подготовку, я затем участвовал в подготовке семинаров второй волны.

В конце концов оценка стоимости бизнеса стала единственным направлением моей научной и преподавательской деятельности.

Соотношение между субъективными и объективными началами в оценке российского бизнеса зависит нередко от использования административного ресурса. Считаю уместным привести по этому поводу пример из собственной практики. В конце октября 2006 г. меня пригласили в один крупный российский город для консультаций руководителей расположенного в нем бизнес-центра. Это было квази-открытое АО, акции которого не котируются на организованном рынке ценных бумаг. Частью акций (12%) владела администрация города. Она хотела продать эти акции самому ОАО. Оно же не прочь их прикупить.

Для оценки этого пакета акций руководством Департамента имущества Администрации этого города нанята покладистая оценочная фирма.

Ее отчет об оценке пакета акций поразил меня. В нем было много недостатков. Но один из них можно сказать был вопиющим. Несмотря на то, что акции этого ОАО не котируются, авторы отчета сознательно не стали учитывать

скидку за их низкую ликвидность. Оказывается, на этом настоял заказчик — администрация города. Дело в том, что применение такой скидки естественно снижало стоимость пакета, а администрация пыталась продать его, используя административный ресурс, как можно дороже.¹ Когда я указал на недопустимое игнорирование этого неукоснительного требования оценки, представитель заказчика — начальник отдела оценки в управлении городского имущества — заявил, что такая скидка здесь не нужна вообще. Я записал его формулировки, представленные с чудовищной претенциозностью: «Оцениваемые акции разошлись бы как горячие пирожки, если бы мы (город) выставили их в открытую продажу. Просто мы — владельцы акций не хотим этого делать. Но мы уверены, что при определении их рыночной стоимости не нужно применять скидку за низкую ликвидность. Эти акции изначально высоколиквидны».

Это было что-то новое в теории и практике оценки стоимости бизнеса — «на глазок» определять ликвидность акций.

Ясно, что в условиях административного давления соотношение между субъективным и объективным началами в оценке стоимости бизнеса вообще исчезает. Результаты работы оценщиков устанавливаются заранее. Так с помощью административного ресурса «добывают» деньги для города, и объективность оценки стоимости бизнеса чиновников здесь не интересует. Более того, сами чиновники оправдывают такие действия тем, что они обязаны так делать в интересах жителей города. Правда мне кажется, вслед за А. Приваловым, что «указание на моральные обстоятельства... звучит кислотовато».²

Эта книга выходит в год 60-летия Московского финансового института, преемником которого стала Финансовая академия при Правительстве России, и 10-летия впервые созданной в ней кафедры оценочной деятельности.



В. Румгайзер

¹ Действия городских чиновников мне показались похожими на усилия губернских финансистов, описанные М. Салтыковым-Щедриным: «Чтобы извлечь, например, доход из известной статьи, надо прежде всего доискаться..., как велика степень ее производительности и при каких условиях последняя может быть усилена» (Собрание сочинений, т. 7, М.: «Художественная литература», 1909. С. 322).

² А. Привалов. Любитель отечества, СПб.: «Амфора», 2006. С. 370.



Рисунок Елены Осмининой

Уже много лет я пишу предисловия к изданиям других авторов. Это всегда были замечательные работы, и мне всегда доставляло удовольствие представлять их читателям. Теперь мне хочется сказать и о собственной книге. Она посвящена одной из быстроразвивающихся отраслей современной экономической науки....

М. Рыбаков

Об авторе

Рутгайзер Валерий Максович родился в г. Ашхабаде. Мать — Савинова Татьяна Васильевна — из семьи известного астраханского бурлака-водолея.¹ Работала преподавателем кафедры биохимии медицинского института. Погибла во время ашхабадского землетрясения 6 октября 1948 г. Отец — Рутгайзер Макс Борисович, родился в г. Белая Церковь в семье мелких ремесленников.² Работал заведующим кафедрой педагогики Туркменского Университета. Умер 2 мая 1954 г.

Рутгайзер В.М. окончил с серебряной медалью школу № 19 г. Ашхабада. Поступил в 1954 г. на экономический факультет Московского Университета, который окончил с отличием в 1959 г. В 1963 г. защитил кандидатскую диссертацию, в 1973 г. — докторскую; профессор с 1980 г.

Работал в Институте экономики АН СССР, НИИ планирования и нормативов, НИЭИ при Госплане СССР. В НИЭИ заведовал отделом социальных проблем и уровня жизни народа. В 1988—1991 гг. был в числе организаторов Всесоюзного Центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ). В 1991 г. перешел на работу в Академию народного хозяйства при Правительстве РФ, где организовал первый в России Центр по оценке недвижимости и бизнеса. В этом Центре занимался также подготовкой специалистов по антикризисному управлению; до 2003 г. в нем прошли подготовку около 2,5 тыс. специалистов-оценщиков.

Одновременно в 1996—1997 гг. был ректором Академии оценки, которая выпустила под его редакцией серию учебных пособий по отдельным направлениям оценочной деятельности — недвижимость, машины и оборудовании, земельные участки, ювелирные изделия и драгоценные металлы, транспортные средства, таблицы 6 функций денежной единицы.

В настоящее время — профессор первой в России кафедры оценочной деятельности, возглавляемой проф. М.А. Федотовой.

Был научным редактором переводов на русский язык специальных изданий для профессионалов-оценщиков, в частности «Руководства по оценке стоимости бизнеса» (2000 г.), одним из авторов которого являлся классик современной теории оценки стоимости бизнеса Шэннон Пратт.

В.М. Рутгайзер опубликовал около двух десятков работ по оценке бизнеса, таможенной стоимости, стоимости банков и других специализированных бизнес-структур. Участвовал в качестве эксперта в ряде судебных разбирательств, связанных с установлением справедливой рыночной стоимости акций отдельных компаний.

¹ «Водолей, водолей — на Волге это род старшины на судне над бурлаками, ... он же расходчик артели» (Словарь Даля. Т.1. С.220).

² Семеро братьев и сестра покинули Украину во время Гражданской войны по паспорту Фритцфа Хансена.

Результаты голосования «Лучший педагог года», проведенного 20 ноября среди оценщиков в рамках конкурса-фестиваля «Золотая Логода — 2006»

Конкурс проходил по следующему сценарию:

- телефонный опрос практикующих оценщиков,
- участники конкурса, раздел анкеты «Лучший преподаватель»,
- голосование на сайте «Appraiser.ru».

По количеству голосов места распределились следующим образом:

1. Руттайзер Валерий Максович — 28,43%
 2. Федотова Марина Алексеевна — 10,7%
 3. Мамаджанов Хамид Абиджанович — 9,36%
- И т.д., всего 16 участников.

Те, из преподавателей, кто вошел в десятку списка награждены стелой «Золотая Логода» и дипломом «Лучший преподаватель года».

Глава 1

Предмет оценки и показатели стоимости бизнеса

Общая характеристика

Оценка стоимости бизнеса заключается в установлении стоимости коммерческой организации как действующей в расчете на получение прибыли. При этом нужно исходить из того, что оцениваемый бизнес действует в расчете на отсутствие ограничений по времени его существования. В самом общем виде стоимость бизнеса равноценна текущей стоимости будущих выгод от его функционирования.

Если исходить из такого представления о стоимости бизнеса применительно к акционерным обществам (АО) — закрытым и открытым, то его можно интерпретировать как оценку стоимости всего АО или доли пакетов акций в капитале общества на определенный момент времени.

Следует сделать одно уточнение, касающееся условия не ограниченной во времени активности оцениваемого бизнеса. В случае определения ликвидационной стоимости предприятия оценка предполагает конечную дату функционирования бизнеса и сводится к установлению чистой выручки от распродажи активов предприятия, точнее, его конкурсной массы.

Открытые и закрытые акционерные общества

Во введении к американскому «Руководству по оценке стоимости бизнеса»¹ рассматривается вопрос, отличается ли подход к оценке открытых компаний от подхода к оценке закрытых компаний. И далее сказано: «Честным ответом на этот вопрос было бы сказать «нет».

¹ Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000. П. 100.03. Далее ссылки на отдельные положения Руководства приводятся непосредственно в тексте.

На мой взгляд, это утверждение не совсем точное и более правильным было бы говорить о методических различиях в оценках стоимости открытых акционерных обществ (ОАО) и закрытых акционерных обществ (ЗАО). В чем же основное отличие? Стоимость ОАО, акции которых котируются на организованном рынке ценных бумаг (public company), можно оценить с помощью определения показателей их капитализации. Такого рода оценки выполняются с целью установления стоимости той или иной компании. Подобные, широко распространенные оценки основываются на текущих котировках акций.

Что касается оценки стоимости ЗАО, то применительно к ним необходимы специальные расчеты, имитирующие их «открытость», вернее, предположительные уровни котировок их акций на организованном рынке ценных бумаг — биржевом и внебиржевом. В результате этих расчетов можно достаточно убедительно ответить на вопрос, сколько бы стоили эти закрытые акционерные общества (closed company), если гипотетически представить, что они стали открытыми.

Особо следует сказать о российской специфике формирования акционерного капитала. Эта специфика выражается в том, что для оценки стоимости подавляющего большинства ОАО все равно приходится ориентироваться на методы оценки, применимые к ЗАО. Ведь акции большей части российских ОАО не котируются на организованном рынке ценных бумаг. И в отношении к ним также нужна имитация их «открытости», несмотря на то что здесь отсутствует самое важное условие статуса открытой компании, а именно публичное размещение их акций.

Наличие огромного числа ОАО, акции которых не котируются на организованном рынке ценных бумаг, и представляет одну из существенных особенностей формирования рыночной экономики в современной России.

Хочу отметить, что оценка стоимости открытых компаний, основывающаяся на определении уровня их капитализации, все же имеет ограниченный характер. Эта ограниченность обусловлена тем, что само по себе представление о капитализации того или иного ОАО недостаточно для решения стратегических вопросов управления акционерным капиталом, связанных, например, с решением проблем слияния и присоединения (поглощения). И нередко для правильной ориентации в выборе стратегии развития ОАО, акции которых котируются на организованном рынке ценных бумаг, следует обязательно использовать отдельные процедуры оценки стоимости бизнеса, специально разрабатываемые применительно к закрытым компаниям. Почему? Существуют две причины.

Первая заключается в том, что российский рынок капитала не всегда достаточно точно фиксирует стоимость того или иного ОАО. Так, акции многих российских компаний являются недооцененными, хотя в последнее время степень такой недооцененности снижается.

Другая причина объясняется тем, что оценки стоимости ОАО на основе капитализации котировок их акций не в полной мере представляют реальные ценности таких компаний. Дело в том, что количественные характеристики их капитализации основываются на данных о купле-продаже небольших пакетов акций. Это так называемые миноритарные пакеты акций. По-

этому для определения стоимости всего ОАО в случае, если происходит слияние или присоединение (поглощение), нужны расчеты, основывающиеся на определении стоимости всей совокупности акций. Это связано с тем, что стоимость одной акции в миноритарном пакете существенно ниже, чем в рамках всей совокупности акций или их большей части, т.е. в контрольном пакете. Такую разницу можно «уловить» при использовании специальных процедур, разработанных применительно к оценкам стоимости закрытых компаний.

Для чего необходимы оценки стоимости бизнеса?

ПОВЫШЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ МЕНЕДЖМЕНТА

Задача измерений стоимости бизнеса связана с решением сугубо менеджерских задач. Дело в том, что сама по себе оценка стоимости бизнеса не имеет институционального значения. Такое значение оценочная деятельность приобретает только тогда, когда она становится частью работы менеджеров по управлению активами предприятия. Это значит, что любые серьезные менеджерские решения должны апробироваться с помощью оценок стоимости бизнеса. К чему ведут те или иные управленческие решения топ-менеджеров? Или к повышению стоимости АО, представление о которой, в частности, может дать увеличение уровня котировок акций. Это значит, что конечный результат таких действий пошел на пользу акционерам. Ведь они самым непосредственным образом заинтересованы в повышении ценности приобретенных ими акций компании. Или, напротив, к снижению стоимости компании. И здесь надо задуматься тем ее менеджерам, на которых лежит ответственность за принятие соответствующих управленческих решений, правильно ли они действовали. По существу оценки стоимости бизнеса можно сравнить с начальными и конечными кадрами фильма, представляющего процессы принятия и осуществления управленческих решений.

Примерно такой подход отмечается и в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса» (100.03.а). «Приоритетной целью управления компании, — сказано в этом практическом пособии, — является максимизация богатства акционеров через повышение стоимости самой компании. Доход в расчете на одну акцию является обычно используемым стандартом при оценке успешности управления данной компанией».

Такое понимание функций менеджмента компаний становится все более распространенным среди российских бизнесменов. Так, президент и основной владелец АФК «Система» Владимир Евтушенков, отмечает корреспондент газеты «Ведомости» Ю. Белоус, раскритиковал руководство принадлежащего корпорации («Система») сотового оператора МТС. По его мнению, из-за просчетов менеджмента капитализация МТС за год (2005) выросла всего на 5 % против 52 % у основного конкурента — «Вымпелкома».¹

¹// Ведомости от 21.12.2005.

Предметом цитируемого мною Руководства не является анализ процедур менеджмента, поэтому рассматриваемая нами цель оценки стоимости бизнеса лишь намечена, можно сказать, пунктирной линией. В то же время существует значительное количество исследований, посвященных применению рассматриваемого критерия — повышение стоимости бизнеса — для оценки управленческих решений.¹

«Решения, повышающие ценность фирмы, — пишет Н.Г. Мэнью, — приносят выгоду ее собственникам — либо в форме растущих дивидендов, которые им будут выплачены, либо в форме стоимости их акций».²

Итак, выгоды для акционеров — это дивиденды на принадлежащие им акции и повышение стоимости самих акций. Что же выгоднее? Исследования предпочтений акционеров свидетельствуют о том, что они ориентируются в большей мере на повышение стоимости их акций.³ Дивиденды, конечно, им тоже интересны, но, как правило, в меньшей степени. Эти формы выгод в известной мере альтернативны, поскольку основываются на использовании одного источника, а именно чистой прибыли компании.

Я полагаю, что рассмотренный критерий оценки управленческих решений, ориентированный на повышение стоимости бизнеса, может результативно использоваться и на уровне региона. Скажем, зная, как меняется стоимость бизнеса малых и средних предприятий, можно уверенно судить, насколько эффективны действия региональных властей по созданию для него благоприятной экономической среды.

ИНФОРМАЦИОННАЯ ПРОБЛЕМА

Существует и другая задача — целенаправленная работа по созданию системы информационного обеспечения оценок стоимости компании. Действующие условия организации бухгалтерской и статистической отчетности не обеспечивают формирование той информационной основы, без которой совершенно невозможны сколько-нибудь достоверные оценки стоимости бизнеса. Отметим, что это одна из специфических характеристик организации такой информации в России. В большинстве стран общегосударственная организация бухгалтерской и статистической информации нацелена на ее транспарентность. Я уверен, что сложившееся в последнее время среди российских чиновников высшего уровня довольно пренебрежительное отношение к организации достоверной статистической информации с учетом инфляционных процессов имеет временный характер. Тем более что в конце концов пришлось реально, а не на словах постепенно внедрять Международные стандарты финансовой отчетности. Принципиальное же свойство этих стандартов как раз и заключается в формировании реальной, в т.ч. и связанной с оценкой влияния инфля-

¹ Среди них я особо отмечу две монографии: *Коутленд Т. и др. Стоимость компаний: оценка и управление*. М.: Олимп-Бизнес, 1999; Дойль П. Маркетинг, ориентированный на стоимость. М.: Питер, 2001.

² Мэнью Н.Г. Принципы экономики. СПб., 1999. С. 55.

³ Однако в последнее время, как свидетельствует аналитик Уолл-стрит Джордж Сара Спайкс, «инвесторы США и Западной Европы все менее доверяют акциям» (// Ведомости от 08.12.2005). Это связано прежде всего с нестабильностью фондового рынка.

ции, бухгалтерской и статистической отчетности. А без этого нельзя правильно оценить стоимость бизнеса.

И здесь я хочу изложить мое понимание проблемы взаимосвязи оценок стоимости бизнеса и организуемой государством системы бухгалтерской и статистической информации.

В 1996 и 1997 гг. в России были проведены общенациональные переоценки основных фондов. Без этого, в частности, была бы невозможна реальная оценка затрат предприятий в части амортизации и обеспечения простого воспроизводства. Такие переоценки имели существенное фискальное значение. Лишь на основе реальных производственных затрат было возможно составить правильное представление о налоговой базе предприятий в части платы за имущество и налога на прибыль.

Впоследствии было принято правительственное решение о том, что предприятия могут проводить переоценку основных фондов ежегодно и самостоятельно. Отмечу, что, как правило, небольшое число предприятий, заинтересованных в транспарентности информации о своей деятельности, проводят такую переоценку. Но ее масштабы очень незначительны. По существу сейчас характеристики основных фондов большинства действующих предприятий включают, можно сказать, «разношерстные» данные. Часть стоимости основных фондов определена в ценах на 01.01.1998 (по результатам переоценки основных фондов). Другая — в тех ценах, в которых введенные в действие основные фонды в последующем были включены в бухгалтерскую отчетность предприятий.

За это время стоимость основных фондов в текущих ценах выросла примерно в 3,5—4 раза. Отсюда абсолютные размеры амортизации первой группы основных фондов (в ценах на 01.01.1998) занижены по сравнению с другой их частью. А поскольку вторая часть росла незначительными темпами вследствие общего замедления инвестиционных процессов, занижается и общая сумма ресурсов простого воспроизводства основных фондов — фонд их амортизации.

Важно еще и то, что со временем становится все менее достоверной оценка главного фактора развития бизнеса — основных фондов. Поэтому малоинформативной представляется оценка стоимости бизнеса на основе так называемого затратного подхода. Суть его заключается в том, чтобы на основе сравнения активов и обязательств компании выявить стоимость ее капитала. Но для этого нужны оценки по крайней мере активов компании в сопоставимых ценах. Нужна, стало быть, их переоценка. Выполнить такую работу могут лишь профессионально подготовленные специалисты — лицензированные оценщики.⁹ Только в результате их «штучной» работы можно получить подобные оценки. Для того чтобы получить информационную базу таких расчетов, уже в рамках экономики в целом необходимо проведение общенациональной переоценки активов предприятий на основе специально рассчитываемых индексов изменения стоимости, в частности основных фондов, по отраслям и регионам.

Заметим, что игнорирование необходимости общенациональной переоценки активов предприятий, и прежде всего основных фондов, противоречит требованиям Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО), которые, однако, в России уже внедряются, например в банковской системе. Так,

согласно МСФО 29 «Финансовая отчетность в условиях гиперинфляции» (п. 8) «финансовая отчетность компании должна показываться в единицах измерения, действующих на отчетную дату».¹

«Прозрачная» информация об активах российских компаний важна для инвесторов. Вряд ли кто-либо из них может заинтересоваться перспективами развития той или иной фирмы, допустим, до 2012 г., если сейчас большая часть ее основных фондов предоставлена в ценах на 01.01.1998.

Итак, для правильной оценки стоимости бизнеса нужна информация о стоимости основных фондов в реально действующих на момент оценки ценах. Без этого невозможно получить характеристики стоимости бизнеса на основе метода чистых активов. Для этого, как я полагаю, необходимо проведение переоценки активов российских предприятий. Подчеркну специально, что конечная цель предлагаемой переоценки активов, в т.ч. основных фондов, заключается вовсе не в получении «фотографии», а в том, чтобы использовать результаты *новой* (здесь и далее курсив мой. — В.Р.) оценки стоимости бизнеса в решении сугубо практических задач, связанных с повышением качества менеджмента на российских предприятиях. Это также важно для акционеров-собственников. Без этого не могут обойтись и возможные инвесторы. Это нужно для реального обеспечения условий простого воспроизводства, обновления изношенных основных фондов. Иногда можно услышать рассуждения о том, что переоценка основных фондов с помощью индексов, рассчитываемых государственными органами статистики, может привести к завышению стоимости быстроустареваемых образцов техники (чаще всего называют персональные компьютеры, модели которых уже сняты с производства). Но эта проблема легко решалась в процессе общей переоценки активов предприятий.

Органы статистики, а тем более владельцы устаревших технических средств вполне в состоянии уловить их неизбежное удешевление. Так, российский холдинг Golden Telecom снизил стоимость приобретенных в конце 1990-х гг. интернет-активов с 70 до 1 млн долл. Почему это произошло? Один из руководителей холдинга объяснил это так: «Переоценка произошла, поскольку стоимость этих активов и рыночная стоимость этого бизнеса изменились. Интернет «провис», подешевел».² Хотя, как отмечается в прессе, при этом решалась и другая, можно сказать, спекулятивная задача — минимизация фискальных обязательств холдинга, связанных с уплатой налога на имущество.

В начале 2002 г. появилось сообщение, инициированное директором департамента, банковского регулирования и контроля Центрального банка Российской Федерации (Банк России) А. Симановским, о том, что комплект документов, необходимых для перехода банков на МСФО, должен быть готов к концу года. После этого у российских банков будет в запасе еще один год для практической подготовки к этому переходу в 2004 г.³ Фактически такой переход произошел в 2004–2005 гг.⁴

¹ Международные стандарты финансовой отчетности. М.: Аскерия, 1999. С. 665. Далее ссылки на Международные стандарты финансовой отчетности приводятся непосредственно в тексте.

² // Ведомости от 30.04.2002.

³ // Коммерсантъ от 07.02.2002.

⁴ // Известия от 05.09.2005.

Особое внимание А. Симановский обращал на необходимость учета требований упомянутого нами МСФО 29. Как он правильно заметил, этот стандарт «определяет порядок пересчета показателей деятельности с учетом инфляционного фактора, т.е. порядок оценки».³ Правда, А. Симановского не вполне устраивало само название стандарта 29 — «Финансовая отчетность в условиях гиперинфляции». По его мнению, «у него (стандарта. — В.Р.) название... страшное». «А, по сути, на мой взгляд, совершенно разумно, — добавляет А. Симановский, — он (стандарт. — В.Р.) определяет нормальные подходы к более точной оценке результатов деятельности предприятия. И, очевидно, инвесторы в этом заинтересованы, особенно если они должны сделать выбор между экономиками с разными уровнями инфляции. Назови авторы этот стандарт не гиперинфляцией, а корректировкой на инфляцию (рост цен), это сэкономило бы много сил и нервов — и аудиторам, и аудируемым, да и властным структурам тоже».⁴

Дело, однако, не в «страшном» названии, а в других причинах, в свое время препятствовавших «властным структурам» реально внедрить стандарт 29 в систему российской бухгалтерской отчетности. Не рассматривая здесь эти причины, скажу только, что не случайно необходимость применения именно этого стандарта подчеркивается директором департамента банковского регулирования и контроля Банка России. Ведь банки имеют дело с реальной ценностью денег. Не учитывать при осуществлении банковских операций инфляционную компоненту по меньшей мере неразумно. Этим объясняется то, что МСФО в первую очередь были внедрены в банковскую сферу.

ВОЗМОЖНОЕ ВСТУПЛЕНИЕ ВО ВСЕМИРНУЮ ТОРГОВУЮ ОРГАНИЗАЦИЮ

Следующая задача, связанная с оценкой стоимости бизнеса, имеет и международный аспект. Речь идет о вступлении России во Всемирную торговую организацию (ВТО). Судя по всему, такой шаг в конце концов предстоит сделать. При этом нужно иметь в виду, что этот шаг означает и вхождение в единое правовое поле 150 стран — членов ВТО. Но это поле предусматривает открытость, транспарентность информации о бизнесе и используемых им активах. Иными словами, речь идет о применении упоминавшихся МСФО, в которых, как отмечалось, есть требование представления данных о бизнесе в реально действующих ценах. Таким образом, необходимыми становятся и сами оценки стоимости бизнеса, соприкасающиеся с другими требованиями ВТО.

УСЛОВИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Оценки стоимости бизнеса необходимы для обоснования направлений реструктуризации компаний. Речь идет прежде всего о способах реорганизации акционерных обществ, а именно о слиянии, присоединении, разделении, выделении, преобразовании (статьи 15—20 Закона об акционерных обществах), а также о подобных процедурах в обществах с ограниченной ответственностью (статьи 51—58 Закона об обществах с ограниченной ответственностью).

³ // Ведомости от 06.02.2002.

⁴ Там же.

Реорганизация компаний невозможна без оценок стоимости бизнеса. Дело в том, что такого рода оценки применительно к АО нужны для установления условий конвертации одних акций в другие акции при осуществлении указанных процедур реорганизации компаний, за исключением преобразования. В случае преобразования компании происходит конвертация акций в паи при трансформации АО в производственный кооператив или во вклады, когда речь идет о «перетоке» в общество с ограниченной ответственностью. Такое тоже случается. Так, дочерние компании «Роснефти», а это сейчас АО, после завершения процессов консолидации превратятся в общества с ограниченной ответственностью.¹

ОЦЕНКИ ПРИ ПРЕКРАЩЕНИИ БИЗНЕСА

Без оценок стоимости бизнеса нельзя определить его ликвидационную стоимость, когда осуществляются мероприятия, связанные с формированием конкурсной массы и ее распродажей. Но оценки ликвидационной стоимости нужны и в других случаях. Согласно статье 35 Закона об акционерных обществах одним из возможных условий ликвидации компании является то, что стоимость ее чистых активов должна быть устойчиво ниже минимального уставного капитала АО. Чистые же активы должны оцениваться с учетом инфляционной компоненты.

ВЫКУП АКЦИЙ

Оценки стоимости бизнеса необходимы при расчетах с акционерами, имеющими право предъявления для выкупа самому АО принадлежащих им акций. Это право зафиксировано в статье 75 Закона об акционерных обществах. Она так и называется — «Выкуп акций обществом по требованию акционеров». Там сказано, что акционеры — владельцы голосующих акций вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций в случае, если на общем собрании они голосовали против или не принимали участие при принятии решений по двум вопросам:

- реорганизация или совершение крупной сделки;
- внесение дополнений в устав или утверждение устава общества в новой редакции, ограничивающей их права.

Далее в той же статье Закона сказано, что «выкуп акций обществом осуществляется по цене, определенной советом директоров (наблюдательным советом) общества, но не ниже рыночной стоимости, которая должна быть определена независимым оценщиком». И, как отмечается в статье 77 Закона, привлечение для этой цели независимого оценщика является обязательным.

Выкуп акций самой компанией является нередко условием повышения ее капитализации. Так, весной 2006 г. В. Богданов, президент «Сургутнефтегаза», «заявил о планах выкупа до 5 % своих акций»... Скупка велась для поддержания капитализации «Сургутнефтегаза», упавшей с мая по июнь с 66 млрд долл. до 38 млрд долл. Спустя два месяца после объявления о начале сокраще-

¹ // Ведомости от 20.12.2005.

ния free-float (т.е. акций в свободной продаже) рыночная стоимость компании Богданова выросла до 54,7 млрд долл.¹

Спустя несколько месяцев В. Богданов решил повторить маневр с выкупом акций своей компании. В октябре 2006 г. «Сургутнефтегаз» скупил на рынке более 0,5 % своих акций, потратив более 250 млн долл. Но этого никто не заметил и акции подешевели на 15 %. Эта «скупка акций... не оказала большого влияния на рынок... Такой суммой разогнать акции «Сургута» сложно...» — пишет газета «Ведомости» (от 03.10.2006).

В настоящее время по Закону об АО лица, «которые совместно со своими аффилированными лицами владели более 95 % акций ОАО»,² имеют право требовать выкупа остальных ценных бумаг открытого акционерного общества. Но здесь в августе-сентябре 2006 г. возникли определенные затруднения в реализации этого права. Они появились «в связи с отсутствием необходимости подзаконного акта, который должно подготовить Минэкономразвития».³

Согласно разъяснениям специалиста ФСФР А. Зорина, «цена выкупаемых ценных бумаг не может быть ниже стоимости, определенной независимым оценщиком... и подтвержденной экспертизой саморегулируемой организации оценщиков (СРО). До настоящего времени нормативный акт МЭРТа... не вступил в силу...».⁴ Тем самым тормозится осуществление реальных требований указанного выкупа части акций отдельных ОАО.

УСТАВНЫЙ КАПИТАЛ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Образование уставного капитала предполагает и определение условий оплаты акций, выпущенных в соответствии с его величиной.

Уставный капитал — это по существу исходная оценка стоимости только что образовавшегося бизнеса.

Формирование же уставного капитала может происходить как в денежной, так и в неденежной формах. Так, согласно статье 34 (п. 3) Закона об акционерных обществах, при оплате акций именно таким образом, т.е. в неденежной форме, для определения стоимости, скажем, вносимого в уставный капитал имущества должен привлекаться независимый оценщик.

ПРОДАЖА БИЗНЕСА ЦЕЛИКОМ ИЛИ ЧАСТИЧНО

Бизнес может быть продан целиком или частично. В последнем случае речь идет о продаже акций АО. Здесь также необходимы оценки стоимости бизнеса. Вернемся к статье 75 Закона об акционерных обществах, предусматривающей возможность выкупа акций у отдельных акционеров. В следующей статье (ст. 76) говорится о том, что выкупленные акции поступают в распоряжение АО и «такие акции должны быть реализованы по их рыночной стоимости не позднее одного года с даты их выкупа». Но получить рыночную оценку стоимости акций можно только в результате измерений стоимости бизнеса.

¹ // Компания. 2006. № 30. С.17.

² // Коммерсантъ от 02.09.2006.

³ Там же.

⁴ Там же.

ПРИВАТИЗАЦИЯ

В конце декабря 2001 г. Президент Российской Федерации В.В. Путин подписал Закон о приватизации государственного и муниципального имущества. В статье 12 этого Закона представлены процедуры оценок стоимости приватизируемого бизнеса. При этом Закон вводит ряд новых оценочных определений, которые мы рассмотрим более подробно в дальнейшем (в конце этой главы).

НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТЬ

Осенью 2002 г. был принят Федеральный закон № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». В рамках всех установленных в нем стадий несостоятельности (банкротства) возможна процедура мирового соглашения между должниками и кредиторами (глава VIII). Заметим, что и в действовавшем ранее Законе о несостоятельности была предусмотрена (ст. 122) возможность достижения мирового соглашения путем «обмена требований на акции». Эта процедура предусматривает, в частности, «новацию обязательств». Такая новация может осуществляться путем обмена требований на акции (обыкновенные и привилегированные), облигации, конвертируемые в акции, другие ценные бумаги.

Для достижения мирового соглашения на основе новации обязательств необходимы оценки стоимости бизнеса. На наш взгляд, такая форма достижения мирового соглашения весьма эффективна. Во всяком случае об этом свидетельствует зарубежный опыт.

В США, к примеру, обмен требований на акции, другие ценные бумаги является обычной практикой, возможность которой предусмотрена законодательством о банкротстве. По закону «вместо того, чтобы регистрировать прямое банкротство, компания может попытаться восстановить бизнес. Как правило, это — в интересах акционеров: им нечего терять, если дела будут ухудшаться, однако они получают все (это, наверное, все же преувеличение; не все, а только часть всего. — *В.Р.*), если фирма возродится».¹

Для того чтобы сохранить компанию, находящуюся в предбанкротном состоянии, разрабатывается «план реорганизации». При этом, как указывается в цитируемой книге, «каждая категория кредиторов отказывается от своих требований в обмен на новые ценные бумаги. Проблема состоит в разработке новой структуры капитала для фирмы, которая удовлетворит кредиторов (за счет новых акций и других ценных бумаг. — *В.Р.*) и позволит фирме разрешить хозяйственные проблемы».²

И далее приводится пример реорганизации одной достаточно известной американской компании. Когда она в конечном счете была реорганизована, «более десятка новых ценных бумаг были созданы и распределены между 15 категориями кредиторов».³

Ясно, что «новые акции» можно было выпустить только в результате их дополнительной эмиссии. Но, чтобы осуществить такую эмиссию новых акций, нужна оценка стоимости бизнеса, собственного капитала. Только в результате этого можно ответить на вопрос, какую часть этого капитала собст-

¹ Брейли Г., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-бизнес, 1997. С. 842.

² Там же.

³ Там же.

венники-акционеры компании-должника готовы уступить кредиторам в обмен на их требования.

ДАРЕНИЕ, НАСЛЕДОВАНИЕ, РАЗВОД

Сейчас еще очень мало случаев получения так называемыми физическими лицами бизнеса в порядке дарения или наследования. Но такая возможность предусматривается Гражданским кодексом Российской Федерации. Однако процесс передачи бизнеса в другие руки именно таким образом обязательно предусматривает оценку стоимости бизнеса. Это объясняется необходимостью правильного налогообложения состоявшейся передачи.

Еще одно, не встречающееся в значительных масштабах требование оценки стоимости связано с разводом супругов, совместно владевших, скажем, небольшим семейным бизнесом. Формы такого бизнеса не предусматривают фиксации прав участников в форме акций, паев, долей. Поэтому здесь необходимо выполнение специальных расчетов, связанных с оценкой стоимости семейного бизнеса. Без таких расчетов его невозможно разделить или выкупить одним из участников бывшего общего семейного бизнеса.

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Оценки стоимости бизнеса важны при доверительном управлении (ДУ) активами клиентов. Исходным пунктом доверительного управления является инвестиционная декларация, в которой формулируется, в частности, приемлемый для клиента рост капитализации, т.е. повышение стоимости бизнеса тех предприятий, на покупку акций которых направляются ресурсы клиентов.

ДУ является условием использования одного из современных способов российской приватизации. В Законе о приватизации (ст. 26) сказано, что лицо, заключившее договор доверительного управления акциями ОАО, может впоследствии приобрести акции, но только после завершения срока такого управления и исполнения условий договора. Исполнение этих условий фиксируется в отчете доверительного управляющего, который обязательно должен быть принят и подтвержден учредителем доверительного управления. Повторим, что наиболее важным условием договора о доверительном управлении акциями ОАО является повышение уровня его капитализации. Для этого в период доверительного управления должен быть введен своего рода мониторинг изменения стоимости бизнеса ОАО — объекта инвестирования ресурсов клиента.

ИНВЕСТИЦИИ И ЗАЕМНЫЕ РЕСУРСЫ

Рассчитывать на получение инвестиций и заемных средств в относительно большей мере могут те предприятия, предполагаемое изменение стоимости бизнеса которых свидетельствует об устойчивости перспектив его развития.

Так, фонды прямых инвестиций, профессионально управляющие денежными средствами доверенных или частных лиц и институциональных инвесторов, нацелены на покупку акций отдельных АО. Приобретая акции той или иной компании, фонды прямых инвестиций проводят работу, в конечном счете направленную на повышение ее стоимости (create value). Только после этого возможна реализация акций такой компании с прибылью. Собственно го-

вора, сама перспектива повышения ее стоимости и является побудительным мотивом приобретения фондом прямого инвестирования акций той или иной компании. «Прямых финансовых инвесторов, — считает Д. Ермаков, инвестиционный аналитик, — интересует потенциал роста стоимости бизнеса объектов инвестиций».¹

Заметим, что согласно имеющимся исследованиям сравнительно небольшие (по западным меркам) инвестиционные ресурсы, «направляемые или уже работающие на российском рынке, начали перераспределяться от долговых инструментов к акциям».² Это оценка П. Филлера, аналитика S & P. Именно повышение стоимости бизнеса отдельных компаний теперь все в большей мере выступает в качестве условия привлечения зарубежных инвестиций. Отсюда и значительное (особенно в 2005 г.) привлечение зарубежных инвестиций в акции российских АО, которые котируются на имеющихся фондовых площадках.

ПЕРВОНАЧАЛЬНОЕ ПУБЛИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ (ИРО)

Первоначальное публичное размещение акций ОАО (IPO — Initial Public Offering) предполагает обязательную оценку стоимости его бизнеса. Только отталкиваясь от этих оценок, можно реально оценить, насколько может быть результативно IPO в последующем. И здесь особое значение приобретают обоснованные оценки возможной цены приобретения размещаемых акций. Так, например, в начале февраля 2002 г. российская компания «Вимм-Билль-Данн» (ВБД) разместила свои акции с помощью расписок на акции, депонированные в американском банке, на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). В конце марта 2002 года цена акций ВБД составила 24,9 долл. за штуку, что на 4 долл. выше уровня продажи месячной давности.³

В то время успех в первичном размещении акций ВБД позволил четырем ее владельцам продать в США еще 500 тысяч своих акций. Их совокупный доход от этой сделки составил более 11 милл. долл.⁴

Публичное размещение акций становится мощным фактором повышения стоимости компании. Так, рыночная капитализация МТС после IPO увеличилась в 40—45 раз.⁵

Стандартизованные показатели стоимости бизнеса

Вначале рассмотрим вопрос о том, почему вообще возможно деление на стандартизованные и нестандартизованные показатели стоимости бизнеса. Все дело в том, что определение нестандартизованных показателей не требует специально фиксируемых процедур их построения. Эти показатели непосредственно вытекают из действующих показателей бухгалтерской отчетности предприятия. То обстоятельство, что один из нестандартизованных показателей

¹ // Рынок ценных бумаг. 2002. № 7. С. 27.

² // Рынок ценных бумаг. 2002. № 6. С. 42.

³ // Компания от 25.03.2002. С. 6.

⁴ Там же.

⁵ // Рынок ценных бумаг. 2002. № 6. С. 33.

стоимости бизнеса, а именно его балансовая стоимость, рассчитывается на основе специально установленных процедур (см. раздел «Вопросы оценки стоимости бизнеса в Законе о приватизации»), объясняется несовершенством современного российского бухгалтерского учета.

Что касается стандартизованных показателей стоимости бизнеса, то их разработка возможна лишь на основе особых приемов. Эти показатели невозможно сразу вычлениить из действующей бухгалтерской отчетности. Но получить их все же можно при соблюдении определенных правил, которые в известной мере имеют характер стандартов. Отсюда и определенная стандартизированность проводимых расчетов.

В зарубежных изданиях по теории и практике оценки стоимости бизнеса выделяют следующие стандартизованные показатели стоимости бизнеса (см. п. 205.02 *Руководства по оценке стоимости бизнеса*):

- обоснованная рыночная стоимость;
- обоснованная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- внутренняя (фундаментальная) стоимость;
- стоимость действующего предприятия.

Сделаем два предварительных замечания. Первое касается использования понятия «стоимость действующего предприятия». Это понятие все же нельзя рассматривать в качестве адекватного стандартизованного показателя стоимости бизнеса. Мы согласны с авторами Руководства, которые утверждают, что указанное понятие — «не совсем точное определение стоимости, а лишь предпосылка такого определения» (п. 205.07). Причем «в некоторых случаях этот термин относится к нематериальным элементам компании, связанным с такими факторами, как наличие подготовленной рабочей силы, работающего завода или фабрики, требуемых лицензий, необходимых систем и процедур». Ясно, что все это не может быть представлено в виде той или иной оценки стоимости бизнеса. И эту разновидность оценок стоимости бизнеса мы не будем рассматривать.

Второе замечание касается определения обоснованной стоимости. Этот показатель базируется на обоснованной рыночной стоимости. Но оценка обоснованной стоимости обязательно требует дополнительного учета еще и премии за контроль. Дело в том, что этот показатель определяется в соответствии с американским законодательством, предусматривающим защиту интересов миноритарных акционеров. Формой такой защиты и выступает дополнительная плата за выкупаемые у несогласных с определенными решениями акционеров принадлежащие им обыкновенные акции. Этот платеж и есть премия за контроль. В результате такой операции оставшиеся в компании акционеры получают более значительные возможности контроля. Они как бы откупаются от тех, кто покидает компанию, выдают последним своего рода отступные. Те же получают деньги не только в размере рыночной стоимости их обыкновенных акций, но еще и прибавку — премию за контроль. Ведь теперь расширившиеся права такого контроля переходят к остающимся в компании акционерам.

Заметим, что применение этого вида оценки стоимости бизнеса не предусмотрено российским законодательством, поэтому я рассмотрю только три из пяти представленных показателей.

ОБОСНОВАННАЯ РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ

Это наиболее часто используемая денежная характеристика стоимости бизнеса. В самом общем виде показатель обоснованной рыночной стоимости, или просто рыночная стоимость, определяется как наиболее вероятная цена, по которой бизнес (полностью или частично) может перейти из рук продавца, желающего его продать, в руки покупателя, стремящегося его купить.

При этом должны соблюдаться определенные условия:

- и продавец, и покупатель не подвергаются принуждению совершить сделку, связанную с куплей-продажей бизнеса;
- обе стороны примерно одинаково информированы относительно основных факторов, влияющих на совершаемую сделку;
- и та и другая стороны стандартно мотивированы — каждая сторона стремится к максимизации собственной выгоды от сделки.

При установлении обоснованной рыночной стоимости в отношении ЗАО или ОАО, акции которых не котируются на организованном рынке ценных бумаг, следует руководствоваться следующими правилами:

- прежде всего требуется соблюдение правила общности отраслевой принадлежности указанных АО и тех компаний, акции которых используются в качестве аналогов. Для этого нужно ориентироваться на требования стандартной отраслевой классификации, т.е. привлекать для расчетов данные о котировках акций только тех компаний, которые имеют тот же отраслевой код, что и оцениваемое АО. Но этого явно недостаточно, чтобы имитировать «открытость» оцениваемой компании. Необходима дополнительная «выбровка» набора отобранных на первичной стадии компаний, акции которых котируются на организованном рынке ценных бумаг;
- важно соблюдать следующее условие: в отобранных компаниях на долю профильной продукции (соответствующей отраслевому коду) должно приходиться по крайней мере 2/3 от общей выручки. Если в некоторых отобранных компаниях эта доля меньше, то их следует исключить из последующих измерений стоимости оцениваемого бизнеса;
- необходимо стремиться к тому, чтобы объемы выручки были достаточно близки к размерам реализации оцениваемой компании. Моя рекомендация заключается в том, что следовало бы учитывать данные, касающиеся компаний-аналогов, размеры выручки которых в 5 раз меньше или в 5 раз больше, чем у оцениваемого предприятия;
- при таких расчетах следует исключать данные о котировках акций компаний, которые вовлечены в те или иные судебные процессы. Стоимость акций таких компаний довольно быстро снижается. Использование подобной информации может привести к ошибочным результатам применительно к оцениваемой компании;
- ни одна из отобранных компаний-аналогов не должна быть «фигурантом» возможных сделок по слиянию и присоединению (поглощению). Как правило, акции подобных компаний быстро растут в цене, и использование такой, в общем нехарактерной, информации может привести к неправильным выводам относительно оцениваемого бизнеса;

- нельзя использовать информацию о компаниях, находящихся в трудном финансовом положении, тем более в предбанкротном состоянии. Такая информация быстро распространяется, и стоимость их акций незамедлительно снижается.

Только после внимательного рассмотрения данных об отобранных компаниях можно использовать оставшуюся информацию для определения стоимости оцениваемого бизнеса. Правда, при этом нужно учитывать то обстоятельство, что компания, акции которой не котируются, обладает относительно менее ликвидными ценными бумагами. Кроме этого необходимо иметь в виду, что котируемые акции представляют лишь незначительную часть акционерного капитала. При оценке «некотируемых» компаний довольно редко речь идет об оценке всего бизнеса в целом или большей его части. Стало быть, здесь, когда это необходимо, нужны дополнительные расчеты, учитывающие более значительные размеры доли пакетов акций оцениваемого бизнеса по сравнению с долей акций компаний-аналогов.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ

Инвестиционная стоимость — это оценка стоимости бизнеса, получаемая в расчете на запросы конкретного инвестора. Чем инвестиционная стоимость отличается от обоснованной рыночной стоимости?

Инвестиционная стоимость отличается от обоснованной рыночной стоимости прежде всего представлениями о доходности инвестиций и риске их осуществления. Конкретный инвестор может преследовать цели получения прибыли от реализации собственных инвестиций в тот или иной бизнес на более высоком, а может быть, и более низком уровне, чем складываются среднерыночные условия доходности. Иными словами, инвестор вполне может вложить деньги в такие проекты, которые отличаются сравнительно небольшим риском, а следовательно, и относительно малой величиной доходности. В то же время тому или иному инвестору, возможно, представляется, что будущее — за осуществлением сегодняшнего венчурного проекта, например, производства новых лекарственных средств. Здесь весьма велик риск потери инвестиций вообще. Но в то же время есть какая-то вероятность получения относительно более высоких доходов, оправдывающих повышенный риск инвестирования.

Другое отличие инвестиционной стоимости от обоснованной рыночной стоимости касается учета неодинаковых условий налогообложения доходов в разных отраслях, определенных регионах, отдельных секторах бизнеса, в частности в малом бизнесе. Относительно более благоприятные условия могут стимулировать, к примеру, поток инвестиций в избранные отрасли, малый бизнес, отдельные регионы, а также в определенные территориальные зоны.

Речь идет прежде всего об особых экономических зонах (ОЭЗ), а также об организации с помощью государственной программы создания технопарков в среде информационных технологий. Для привлечения инвестиционных ресурсов в этой сфере нужны изменения в налоговом и таможенном законодательстве. В декабре 2005 г., как об этом свидетельствует М. Лучинкин, начальник отдела поддержки Министерства информационных технологий и связи Российской Федерации, с момента разработки указанной программы это Ми-

нистерство рассмотрело семь проектов создания ИТ-парков. Предложения касаются организации ИТ-парков в Московской области (в городах Дубне, Черноголовке, Троицке и Дмитровском районе), а также в Новосибирске, Нижнем Новгороде и Петербурге.

«Анализ представленных регионами проектов, — пишет Л. Коник, — показал, что общие потребности в инвестициях для их реализации оцениваются на уровне 124 млрд руб., т.е. более 4 млрд долл... Сумма расхода бюджета не должна превышать 20–25 %. Остальные деньги — это деньги частных инвесторов».¹

Инвестиционная стоимость вложений частных инвесторов в реализацию этих проектов рассчитана на получение их отдачи в виде прибыли в сравнительно отдаленной перспективе. Это связано главным образом с тем, что, «как предполагается... основные доходы компании, расположенные в ИТ-парках, будут получать за счет производства продукции и оказания услуг на экспорт».²

Ясно, что в первое время реализации проектов инвесторы будут получать относительно небольшие доходы (в сравнении со среднерыночными условиями). Инвестиционная стоимость вложений частных инвесторов рассчитана на получение основной части доходов в перспективном периоде. При этом законодатели предполагают введение определенных налоговых послаблений.

В рамках шести ОЭЗ, которые отобраны в результате жесткого тендера, предусмотрены следующие налоговые льготы: «...для резидентов технико-внедренческих зон (это одна из двух разновидностей ОЭЗ. — В.Р.) вводится пониженная ставка единого социального налога (ЕСН). В течение первых 5 лет резиденты освобождаются от уплаты налога на имущество и земельного налога».³

Кроме этого, в ОЭЗ «устанавливается режим свободной таможенной зоны: иностранные товары используются в пределах территории ОЭЗ без уплаты таможенных пошлин и налогов».⁴

Правда, в 2006 г. условия деятельности ОЭЗ в связи с принятием специального закона несколько изменились. Пока еще рано подводить какие бы то ни было итоги: слишком мало времени прошло с момента вступления в силу этого закона. Но, к примеру, в Калининградской области, по свидетельству ее губернатора Г. Бооса, «суммарный объем инвестиционных проектов (в ОЭЗ. — В.Р.) — уже около 30 млрд руб. А наши предельные возможности на сегодняшний день, — добавляет губернатор, — 50 млрд руб. в год, больше мы просто физически не сможем переварить».⁵

Ясно, что инвестиционная стоимость финансовых вложений во вновь создаваемый бизнес в условиях льготного налогообложения существенно повышается. И инвестирование становится более привлекательным.

ВНУТРЕННЯЯ СТОИМОСТЬ

Иногда этот вид стоимости бизнеса называют фундаментальной стоимостью, потому что ее измерения основываются на учете наиболее важных ус-

¹ // Форум (приложение к газете «Ведомости»). 2005. Декабрь. С. 5.

² Там же.

³ // Ведомости от 22.12.2005.

⁴ Там же.

⁵ // Ведомости от 02.10.2006.

ловий изменения положения конкретного вида деятельности в ближайшей перспективе. Как правило, оценки внутренней стоимости определяются в расчете на компании, акции которых котируются на организованном рынке ценных бумаг. Внутренняя (фундаментальная) стоимость зависит не столько от оценки воздействия на тот или иной бизнес очевидных в нынешней ситуации факторов, определяющих доходность именно в данный момент. Гораздо важнее представить, как изменится сила воздействия этих факторов в ближайшее время и какие новые условия развития бизнеса могут появиться. Разумеется, речь идет как о позитивных, так и о негативных условиях.

Количественные оценки внутренней (фундаментальной) стоимости гораздо в большей степени, чем представленные виды стоимости бизнеса, зависят от субъективного начала в измерениях ценности бизнеса. В конечном счете эти измерения отражают опыт аналитика, его знания и, безусловно, его интуитивные представления о развитии бизнеса.

К каким выводам может прийти оценщик-аналитик, которому заказана оценка стоимости того или иного бизнеса? Собственно говоря, если речь идет о ближайшей перспективе, то таких выводов может быть только два:

- или внутренняя стоимость оцениваемого бизнеса окажется выше нынешней рыночной стоимости акций; отсюда вполне естественны рекомендации оценщика приобретать эти акции и «держат» уже купленные — в ближайшее время акции будут стоить больше, чем сейчас;
- или внутренняя стоимость будет меньше сложившейся рыночной стоимости акций; в этом случае может быть сформулирована противоположная рекомендация — от этих акций надо избавляться.

Иногда, как сказано в цитируемом Руководстве по оценке стоимости бизнеса, отдельные специалисты рассматривают (п. 205.06) внутреннюю (фундаментальную) стоимость в качестве разновидности инвестиционной стоимости. На мой взгляд, это все же разные понятия. Почему? Инвестиционная стоимость связана со всем фондом возможных инвестиций конкретного инвестора; отсюда, в частности, возможность диверсификации самих инвестиций.

Внутренняя стоимость бизнеса — это оценка возможного изменения доходности и стоимости акций в зависимости от перспектив развития того или иного предприятия. Иначе говоря, оценки такой стоимости строятся безотносительно к возможностям конкретного инвестора.

По существу специалисты, занятые определением внутренней (фундаментальной) стоимости, — это консультанты отдельных инвесторов. Свой «хлеб» консультанты зарабатывают тем, что дают достаточно правильные советы инвесторам, связанным с фондовым рынком. Если бы их советы не были выверены детальными расчетами и серьезным анализом, вряд ли кто стал бы оплачивать их работу по определению внутренней стоимости отдельных компаний. Сама действительность оценивает заключения оценщиков-консультантов. И, как правило, их рекомендации подтверждаются реальной ситуацией.

Нестандартизованные показатели стоимости

БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ

Балансовая стоимость является одной из характеристик стоимости бизнеса.

Различают два вида балансовой стоимости бизнеса (предприятия).

Первый вид — это использование данных бухгалтерской отчетности для денежной оценки активов компании.

Второй вид расчетов на основе показателей бухгалтерской отчетности рассчитан на определение стоимости компании по схеме чистых активов. Другими словами, речь идет о разнице между балансовой стоимостью ее активов (за вычетом амортизации), т.е. между их остаточной стоимостью и общей стоимостью обязательств компании.

Оцененная таким образом стоимость компании является, как сказано в Руководстве по оценке стоимости бизнеса (п. 205.09), синонимом:

- чистой балансовой стоимости (net book value);
- чистой стоимости (net worth);
- стоимости акционерного капитала (shareholder's equity).

Балансовая стоимость может использоваться в качестве оценки стоимости бизнеса. И согласно действующим условиям оценка стоимости бизнеса на основе только балансовых показателей является своего рода первоначальной «прикидкой». Впоследствии такая оценка уточняется на основе более полного учета факторов формирования рыночной стоимости бизнеса.

Почему же балансовая стоимость достаточно осторожно используется для оценки стоимости компаний? Это объясняется следующими причинами.

Активы предприятия оцениваются по затратам на их приобретение; таким образом, отдельные показатели агрегатного показателя «Активы» по существу подсчитаны в разных ценах — в зависимости от сроков приобретения тех или иных активов. Это означает, что оценки активов несопоставимы между собой, поскольку представлены в разновременных ценах.

Стоимостные показатели амортизации такого актива, как основные фонды, также несопоставимы во времени, так как определяются применительно к денежной оценке этих фондов, полученной в результате использования разновременных цен.

Обязательства предприятия учитываются в бухгалтерской отчетности по их номинальной стоимости, поэтому внутренние составляющие общего показателя краткосрочных и долгосрочных обязательств предприятия несопоставимы между собой. Это, по сути, разновременные обязательства.

Применительно к российским условиям при определении балансовой стоимости компании недостаточно полно учитывается стоимостная оценка нематериальных активов. Как правило, их учет связан с фиксацией внутренних затрат на создание таких активов или с ценами на приобретение подобных активов. Но ценность нематериальных активов намного более значительна, чем указанные затраты и цены приобретения. Однако в реальных расчетах стоимости бизнеса это обстоятельство не всегда учитывается.

Особо стоит отметить, что в рамках существующей в России системы бухгалтерского учета практически не фиксируется гудвилл, т.е. деловая репута-

ция фирмы. Хотя, отметим, в разделе «Активы» бухгалтерского баланса такая строчка, как деловая репутация, предусмотрена, но я никогда не видел, чтобы эта строчка была заполнена.

Надо, однако, сказать, что методам учета нематериальных активов посвящено специальное Положение о бухгалтерском учете (ПБУ). Речь идет о ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов». Это Положение было утверждено приказом министра финансов Российской Федерации А.Л. Кудрина от 16.10.2000 № 19. В преамбуле его приказа утверждается, что это ПБУ разработано «во исполнение программы реформирования бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности, утвержденной постановлением Правительства Российской Федерации от 06.03.1998 № 283».¹ Положение было опубликовано в декабре 2000 г. в газете «Экономика и жизнь» № 48.

Именно этого — соответствия с МФСО — как раз и недостает ПБУ. На это обращает внимание доктор экономических наук С. Николаева, член рабочей группы Межведомственной комиссии по реформе бухгалтерского учета, член Методологического совета по бухгалтерскому учету при Министерстве финансов Российской Федерации (Минфин России). В ее критическом разборе ПБУ представлен достаточно внушительный перечень несоответствий этого Положения Международным стандартам финансовой отчетности.² Приходится удивляться тому, что такой влиятельный специалист не мог вовремя воздействовать на разработку ПБУ до его утверждения министром финансов. По-видимому, не все в порядке в организации процедуры рассмотрения такого рода документов.

Поскольку ПБУ уже введено в действие, нас интересует, в какой степени в нем учтены условия оценки нематериальных активов, зафиксированные в МСФО.

Вызывает недоумение пункт 12 ПБУ 14/2000, а именно то, что «стоимость нематериальных активов, по которой они приняты к бухгалтерскому учету, не подлежит изменению, кроме случаев, установленных законодательством Российской Федерации».

Но это утверждение противоречит МСФО 38, в пункте 63 которого сказано: «После первоначального признания нематериальный актив должен учитываться по переоцененной сумме, которая является его справедливой стоимостью на дату переоценки...» (с. 976). Более подробно условия переоценки нематериальных активов рассматриваются в пунктах 64–78 МСФО 38 в рамках так называемого «допустимого альтернативного подхода» (с. 976–979).

В пункте 11 ПБУ 14/2000 говорится о том, что «первоначальную стоимость нематериальных активов, полученных по договорам, предусматривающим исполнение обязательств (оплату) неденежными средствами... устанавливают исходя из цены, по которой в сравнимых (?) обстоятельствах обычно организация определяет стоимость аналогичных товаров (ценностей)».

Совершенно непонятно, что такое «сравнимые обстоятельства» и что здесь означает «обычно». Но важно, что это утверждение не вполне согласуется с

¹ Собрание законодательства Российской Федерации. 1998. № 11. С. 1290.

² Бухгалтерское приложение // Экономика и жизнь. 2001. Февраль. № 7. С. 7–20.

МСФО 38, в пункте 28 которого сказано: «Наиболее надежную оценку справедливой стоимости (нематериального актива. — В.Р.) обеспечивают котировальные рыночные цены на активном рынке» (с. 967). Правда, не всегда возможен активный рынок тех или иных нематериальных активов, поэтому МСФО 38 в том же пункте 28 рекомендует: «Если текущие цены (на активном рынке. — В.Р.) недоступны, то основу для оценки справедливой стоимости может составить цена в самой последней аналогичной операции при условии, что не произошло значительных изменений в экономических условиях между датой операции и датой оценки справедливой стоимости актива» (с. 967). Понятно, что все эти условия не имеют отношения к доморощенному понятию — «сравнимые обстоятельства».

В пункте 13 ПБУ 14/2000 говорится, что «оценка нематериальных активов, стоимость которых при приобретении определена в иностранной валюте, производится в рублях путем пересчета иностранной валюты по курсу Центрального банка Российской Федерации, действующему на дату приобретения организацией объектов...». И если курс изменится, то это обстоятельство (что вытекает из приведенного утверждения) в будущем не должно учитываться.

Но «оценка всех активов и обязательств по справедливой стоимости необходима» — сказано в МСФО 39 «Финансовые инструменты и оценка». Это положение развивает требования переоценки нематериальных активов, изложенные в пункте 107 МСФО 38, где говорится о том, что «в финансовой отчетности для каждого класса нематериальных активов» должна проводиться «сверка балансовой величины на начало и конец периода, показывающая чистые курсовые разницы, возникающие от пересчета финансовой отчетности...» (с. 986—987).

Так что совершенно неправомерно сохранять первоначальную оценку в рублях по курсу Банка России в момент приобретения того или иного нематериального актива, как это безосновательно рекомендует ПБУ 14/2000.

Вызывает сомнение установка ПБУ 14/2000 на оценку деловой репутации организации. Согласно пункту 27 деловая репутация организации может определяться в виде разницы между покупной ценой организации и стоимостью по бухгалтерскому балансу всех ее активов и обязательств. Это утверждение совершенно не соответствует определению деловой репутации, данному в МСФО 22 (п. 41, с. 560): «Превышение стоимости покупки над приобретением интересов в справедливой стоимости идентифицируемых приобретенных активов и обязательств по состоянию на дату совершения операции обмена должно называться деловой репутацией и признаваться в качестве актива».

«Справедливая стоимость — это сумма, на которую можно обменять активы или обязательства при совершении сделки между хорошо осведомленными, желающими совершить такую операцию, независимыми друг от друга сторонами» (МСФО 22, п. 8, с. 547). Здесь нет никакой «стоимости по бухгалтерскому балансу всех активов и обязательств». Речь идет о рыночной стоимости этих элементов бухгалтерского баланса.

Еще более странное объяснение в ПБУ 14/2000 дано так называемой отрицательной деловой репутации. Согласно МСФО 22 (п. 59, с. 564) «любое превышение доли покупателя в справедливой стоимости приобретенных идентифициру-

емых активов и обязательств над себестоимостью покупки на дату операции обмена должно признаваться как отрицательная деловая репутация». И далее там же: «Наличие отрицательной деловой репутации может указывать на то, что величина идентифицируемых активов была завышена, а идентифицируемых обязательств — занижена». И все. «Отрицательная деловая репутация должна быть представлена на вычет из активов...» (п. 59, с. 565). Что же написано в ПБУ 14/2000? «Отрицательную деловую репутацию организации следует рассматривать как скидку с цены, предоставляемую покупателю в связи (и далее идут настоящие фантазии. — В.Р.) с отсутствием факторов наличия стабильных покупателей, репутации качества, навыков маркетинга и сбыта, деловых связей, опыта управления, уровня квалификации персонала...» (п. 27). Если всего этого или какого-либо из условий в отдельности нет, то, пожалуйста, получайте скидку. Разумеется, всего этого перечня факторов отрицательной деловой репутации нет в МСФО 22, равно как и в МСФО 38. Все это — чистейшей воды вымысел.

Нередко в состав активов российских предприятий включаются еще так называемые социальные активы. Однако последние не имеют непосредственного отношения к получению предприятием прибыли. Значит, эти активы вообще не должны учитываться в рамках оценки стоимости бизнеса как текущей стоимости будущих доходов. В то же время такого рода элементы зачастую входят в совокупную позицию бухгалтерского баланса «Активы».

Самое важное обстоятельство, затрудняющее использование балансовых показателей для оценки стоимости бизнеса, заключается в том, что бухгалтерская отчетность не представляет реальную ценность земельных участков. Отметим, что в существующем балансе есть строчка, предназначенная для характеристики стоимости используемых предприятием земельных участков. Но и эта строчка, как правило, не заполняется.

Таким образом, измерения стоимости бизнеса на основе бухгалтерской отчетности малоинформативны. Поэтому я отрицательно отношусь к фигурирующим, например, в Законе об обществах с ограниченной ответственностью рекомендациям об использовании в практических целях бухгалтерской отчетности. Так, в статье 23 этого Закона сказано об обязанности ООО «приобрести по требованию участника общества принадлежащую ему долю (часть доли)». «При этом, — продолжу цитирование статьи 23 Закона об ООО, — общество обязано выплатить участнику общества действительную стоимость этой доли (части доли), которая определяется на основании данных бухгалтерской отчетности общества за последний отчетный период». Ясно, что это вовсе не действительная стоимость, а всего лишь балансовая стоимость со всеми ее недостатками.

И это не все. Дело в том, что процитированные положения Закона об ООО противоречат, с одной стороны, статье 15 того же Закона, которая называется «Вклады в уставный капитал общества». Там сказано (п. 2), что, «если номинальная стоимость доли участника общества в уставном капитале, оплачиваемой неденежным вкладом, составляет более двухсот минимальных размеров оплаты труда, такой вклад должен оцениваться независимым оценщиком». Однако такой оценщик, оказывается, вовсе не нужен при выкупе доли у выходящего из общества.

С другой стороны, указанная процедура в ООО существенно отличается от трактовки подобной ситуации в АО. Напомню, что в статье 75 Закона об акционерных обществах фиксируются условия такого выкупа на основе определения рыночной стоимости акций. И для этого привлекается независимый оценщик.

Полагаю, что не существует принципиальной разницы в выкупе доли ООО и в выкупе акций в АО. Но в одном случае используются данные о балансовой стоимости, а в другом — выполняются специальные расчеты рыночной стоимости. Одно не вяжется с другим.

ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ

В Законе об акционерных обществах сказано (ст. 21) о том, что общество может быть ликвидировано или добровольно, или по решению суда. Чаще всего ликвидация происходит в связи с банкротством предприятия, т.е. по решению суда.

Согласно действующим правилам ликвидационная стоимость предприятия определяется дважды (ст. 22):

- первый раз «ликвидационная комиссия составляет промежуточный ликвидационный баланс» (п. 4 ст. 22), который должен быть утвержден общим собранием акционеров;
- второй раз ликвидационный баланс формируется «после завершения расчетов с кредиторами» (п. 7 ст. 22).

Величина так называемой валюты составленного в первый раз ликвидационного баланса зависит от того, в какие сроки происходит распродажа активов предприятия. Отсюда и различия в размерах ликвидационной стоимости. Сама распродажа активов ликвидируемого предприятия может быть:

- упорядоченной, т.е. растянутой во времени (при банкротстве предприятий срок определяется соответствующим законодательством);
- форсированной; иногда ликвидационную стоимость распродаваемых как можно быстрее активов предприятия называют аукционной стоимостью.

При расчете ликвидационной стоимости учитывается не только валовая выручка, но и связанные с ее получением затраты, в т.ч. налоги; административные издержки (оплата услуг конкурсного управляющего и его команды); расходы на оплату услуг юридических, аудиторских и оценочных фирм. Таким образом, формируется чистая выручка от распродажи активов — конкурсной массы.

Формирование чистой выручки от продажи конкурсной массы должно основываться на учете условий одновременности получения платежей за те или иные распродаваемые активы. При этом необходимо учитывать результаты дисконтирования одновременных денежных поступлений за реализуемые активы. Отмечу, что в действующем Законе о несостоятельности (банкротстве) условие дисконтирования разных по времени поступлений денежных сумм отсутствует.

Учет же этого обстоятельства имеет существенное значение для обоснования сроков продажи отдельных активов — что в первую очередь? что во вторую? что оставить напоследок? По существу дисконтирование одновременных поступлений чистой выручки от распродажи активов является условием

решения оптимальной задачи определения последовательности распродажи активов. Критерием же оптимизации временных условий продажи элементов конкурсной массы выступает максимизация чистой выручки. Ясно, что ее размеры зависят от соотношения сроков продажи отдельных составляющих конкурсной массы.

Отметим, что ликвидационная стоимость бизнеса, как правило, представляет наименьший предел стоимости бизнеса. На это обращается внимание в цитируемом мной Руководстве (п. 205.08).

Российские стандарты оценки стоимости

Необходимость разработки российских стандартов оценки стоимости была сформулирована в Законе об оценочной деятельности, принятом в июле 1998 г. Спустя три года постановлением Правительства Российской Федерации были утверждены Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности (далее — Стандарты).¹ Согласно указанному постановлению применение этих Стандартов обязательно для лицензированных оценщиков.

В Стандартах представлены две категории оценки стоимости, а именно:

- рыночная стоимость объекта оценки (ее определение воспроизводят формулировки Закона об оценочной деятельности);
- виды стоимости объекта оценки, отличные от рыночной стоимости.

Что входит в эту категорию?

Прежде всего — это стоимость объекта оценки с ограниченным рынком. Я полагаю, что в основе формирования этой стоимости лежит обоснованная рыночная стоимость. Применительно же к оценкам стоимости бизнеса речь должна идти об измерениях денежных характеристик акций ЗАО и ОАО, которые не котируются на организованном рынке ценных бумаг. Рынок таких акций, естественно, имеет ограниченный характер.

Другой вид стоимости — это инвестиционная стоимость объекта оценки. Ее определение, представленное в Стандартах, по существу совпадает с определением инвестиционной стоимости бизнеса, которые я привел ранее. Важно, что и здесь и там речь идет об определении доходности инвестиций для конкретного лица при заданных инвестиционных целях, в частности при условии диверсификации принадлежащего ему совокупного инвестиционного фонда.

В Стандартах отсутствует понятие внутренней (фундаментальной) стоимости. И это понятно. Само назначение Стандартов связано с возможностями их практического применения лицензированными оценщиками. Что касается внутренней стоимости, то ее оценка применительно к отдельным видам стоимости вовсе необязательно должна выполняться лицензированными оценщиками.

Еще один вид стоимости, упоминаемый в Стандартах, — это ликвидационная стоимость, которая представляет «стоимость объекта оценки в случае,

¹ Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 06.07.2001 № 519.

если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов». По существу эта формулировка, как я считаю, полностью соответствует моей трактовке понятия ликвидационной стоимости бизнеса. Особо подчеркну ограниченность срока распродажи конкурсной массы, что связано с ограниченностью срока экспозиции оцениваемых элементов этой массы.

Таким образом, в Стандартах представлены все рассмотренные нами показатели стоимости бизнеса, за исключением одного — балансовой стоимости. Но именно на расширение сферы применения этого показателя делается упор в ряде законов, в частности в Законе о приватизации. На мой взгляд, при уточнении Стандартов, т.е. при неизбежной со временем их корректировке, в тексте нужно упомянуть возможности оценки балансовой стоимости бизнеса.

В общем, российские Стандарты оценки соответствуют стандартам оценки, принятым в других странах.¹ Это касается как определения рыночной стоимости, так и базы оценки, отличной от рыночной стоимости.

Вопросы оценки стоимости бизнеса в Законе о приватизации

Федеральный закон от 21.12.2001 № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» (далее — Закон о приватизации) вступил в силу в конце апреля 2002 г. В этом законе особое внимание уделено вопросам оценки стоимости бизнеса. Рассмотрим эту проблематику более подробно.

КТО МОЖЕТ БЫТЬ ПОКУПАТЕЛЕМ ГОСУДАРСТВЕННОГО И МУНИЦИПАЛЬНОГО ИМУЩЕСТВА?

В статье 5 Закона о приватизации сказано, что такими покупателями могут быть любые физические и юридические лица, за исключением государственных и муниципальных унитарных предприятий. К числу тех, кто не может выступать в качестве покупателя, отнесены и такие АО, в уставном капитале которых доля государства и муниципальных образований превышает 25 %.

Но как быть, если в подобных АО проводится дополнительная эмиссия акций? Такая эмиссия должна осуществляться «с сохранением доли государства или муниципального образования и обеспечиваться внесением в уставный капитал этого общества государственного или муниципального имущества либо средств соответствующего бюджета для оплаты дополнительно выпускаемых акций» (ст. 40 Закона о приватизации). При этом оценка такого имущества, вносимого в оплату дополнительного выпуска обыкновенных акций, должна проводиться лицензированным оценщиком в соответствии с Законом об оценочной деятельности.

¹ Я имею в виду, в частности, принятую в США систему стандартов оценки USPAP. Эти Единые стандарты профессиональной практики оценки переведены на русский язык и изданы Ассоциацией российских магистров оценки в конце 2005 г. (Единые стандарты профессиональной практики оценки 2005. М.: Квинто-Консалтинг, 2005).

ОЦЕНОЧНЫЕ ПРОЦЕДУРЫ И ПОРЯДОК ПРИВАТИЗАЦИИ

Исходным документом, определяющим основные условия приватизации, является передаточный акт (ст. 11 Закона о приватизации). Этот акт должен быть составлен на основе следующих материалов:

- акта инвентаризации унитарного предприятия;
- аудиторского заключения;
- документов о земельных участках, предоставленных унитарному предприятию, а также о правах на эти участки.

По существу в передаточном акте систематизируется информация, необходимая для последующих измерений стоимости бизнеса. В этом акте указываются все виды подлежащего приватизации имущества унитарного предприятия, т.е. все его материальные и нематериальные активы, а именно:

- здания, строения, сооружения;
- земельные участки;
- оборудование;
- инвентарь;
- сырье;
- готовая продукция;
- права требования;
- долги (и прежде всего перед теми работниками, которые получили инвалидность на данном производстве);
- права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги. Это как раз трудно оцениваемые нематериальные активы предприятия — фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания и другие исключительные, т.е. принадлежащие только данному предприятию, права.

Инвентаризация активов позволяет представить уточненную балансовую стоимость отдельных активов унитарного предприятия, подлежащих приватизации.

Когда же речь идет о создании ОАО на базе унитарного предприятия целиком, на основе уточненных в результате инвентаризации балансовых оценок нужно представить информацию о размере формируемого уставного капитала, количестве выпускаемых акций и номинальной стоимости одной акции. Таким образом, расчеты на основе бухгалтерского баланса являются количественной характеристикой пока еще, можно сказать, эскизного проекта приватизации.

ОСОБЕННОСТИ РАСЧЕТА БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Балансовая стоимость подлежащего приватизации унитарного предприятия определяется как сумма чистых активов (активы минус обязательства). Однако в отличие от получаемых прежде оценок чистых активов в их состав, с одной стороны, включается стоимость земельных участков, которыми на законных основаниях располагает предприятие. С другой стороны, в стоимость бизнеса не входит оценка не подлежащих приватизации активов.

Стоимость земельного участка в этой балансовой оценке бизнеса формируется на основе применения в отношении уплаченного предприятием за год земельного налога, умноженного на мультипликаторы:

- 5 — в поселениях, численность населения которых составляет более 500 тысяч человек;
- 3 — в остальных случаях, т.е. применительно к поселениям, численность населения которых составляет менее 500 тысяч человек.

Балансовая стоимость бизнеса с учетом особенностей его определения — это первый новый оценочный термин, введенный Законом о приватизации.

Установленные в законе мультипликаторы носят, конечно, условный характер. В последующих расчетах, связанных с дальнейшими процедурами по приватизации, эти оценки должны уточняться.

НОРМАТИВНАЯ ЦЕНА. НАЧАЛЬНАЯ ЦЕНА

В статье 12 Закона о приватизации вводится новый термин для измерений стоимости бизнеса — нормативная цена. В основе ее определения должна лежать уточненная в ходе инвентаризации активов и обязательств информация бухгалтерского баланса приватизируемого предприятия. Другими словами, речь идет об оценках балансовой стоимости бизнеса.

Важно еще и то, что нормативная цена выступает в качестве своеобразного регулятора приватизационных процедур. Это — минимальная цена, по которой возможно определение приватизируемого имущества.

Закон вводит еще один термин — начальная цена приватизируемого государственного и муниципального имущества. По существу начальная цена представляет аналог обоснованной рыночной стоимости. Поэтому такая цена должна рассчитываться лицензированным оценщиком в соответствии с законодательством по оценочной деятельности.

Нормативная цена — второй новый термин, а начальная цена — третий.

СПОСОБЫ ПРИВАТИЗАЦИИ И УСЛОВИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

В статье 13 Закона о приватизации представлен исчерпывающий список способов приватизации:

- преобразование унитарного предприятия в ОАО;
- продажа государственного или муниципального имущества на аукционе;
- продажа акций ОАО на специализированном аукционе;¹
- продажа государственного или муниципального имущества на конкурсе;²
- продажа за пределами Российской Федерации находящихся в государственной собственности акций ОАО;³
- продажа акций ОАО через организатора торговли на рынке ценных бумаг;⁴

¹ Способ продажи на открытых торгах. При этом все победители получают акции ОАО по единой цене за 1 акцию. Специализированный аукцион не должен проводиться, если поступившие от его возможных участников денежные средства в сумме меньше начальной цены акций ОАО.

² В Законе о приватизации представлен исчерпывающий список условий конкурса: сохранение определенного количества рабочих мест; переподготовка или повышение квалификации работников; ограничение изменения профиля деятельности или назначения отдельных объектов социально-культурного, коммунально-бытового, транспортного обслуживания; проведение реставрационных, ремонтных и иных работ.

³ Для этой цели акции российских ОАО могут использоваться в качестве обеспечения ценных бумаг, выпускаемых иностранными эмитентами.

⁴ Здесь правила продажи устанавливает сам организатор торговли, однако есть одно законодательное ограничение: акции не должны продаваться по ценам ниже начальной цены, установленной лицензированным оценщиком.

- продажа посредством публичного предложения;¹
- продажа без объявления цены;
- внесение государственного или муниципального имущества в качестве вклада в уставный капитал;
- продажа акций ОАО по результатам доверительного управления (этот способ мы уже представили в разделе «Доверительное управление»).

Все эти способы приватизации так или иначе связаны с необходимостью предварительной оценки стоимости бизнеса. Само решение об использовании соответствующего способа приватизации применительно к конкретному унитарному предприятию должно быть оформлено в рамках так называемого «прогнозного плана» (заметим в скобках, что это не совсем удачный термин; «план» и «прогноз» — однородные понятия и в известной мере альтернативные друг другу). В этом плане указывается и нормативная цена, по которой возможна приватизация имущества.

В последующем информация о приватизации такого имущества должна быть опубликована (не менее чем за 30 дней до начала конкретных действий). В этой публикации должна быть уже представлена начальная цена, которую, напомним, должен обосновать лицензированный оценщик.

И наконец, по завершении приватизационных процедур должна быть предоставлена публичная информация об этом. В ней фиксируется реальная цена сделки приватизации. Отметим, что это уже четвертый оценочный термин, установленный Законом о приватизации. Цена сделки по существу представляет цену равновесия. Она фиксирует сложившееся на данный момент соотношение спроса и предложения.

Рассмотрим особенности оценочных процедур применительно к двум способам приватизации:

- продажа государственного и муниципального имущества посредством публичного предложения;
- продажа такого имущества без объявления цены.

Первый из рассматриваемых здесь способов приватизации применяется в том случае, если аукцион по продаже соответствующего имущества был признан несостоявшимся.

В основе проводимых торгов лежит начальная цена. При этом указывается величина снижения начальной цены, т.е. цены первоначального предложения.²

Заметим, что это уже пятый новый оценочный термин. Одновременно указывается период, по истечении которого последовательно снижается цена предложения вплоть до минимальной цены предложения (цены отсечения). Это шестой новый оценочный термин.

Если продажа путем публичного предложения не состоялась, то тогда может быть организована продажа без объявления цены. Здесь отсутствуют ориентиры нормативной и начальной цены, и покупателем признается тот, кто предложил наибольшую сумму за приватизируемое имущество.

¹ Более подробно условия этого способа приватизации рассматриваются далее.

² По Закону о приватизации цена первоначального предложения устанавливается не ниже начальной цены, указанной в информационном сообщении о несостоявшемся аукционе. При этом нормативная цена должна быть не ниже половины начальной цены.

ОТЧУЖДЕНИЕ ЗЕМЕЛЬНЫХ УЧАСТКОВ

Отчуждение земельных участков, на которых находятся приватизируемые здания и сооружения, могут проходить в двух формах: продажа или аренда на срок не более 49 лет. Выбор — за собственником зданий и сооружений.

Цены выкупа земельных участков устанавливаются субъектами Российской Федерации — от 5- до 30-кратных размеров годовой ставки земельного налога в зависимости от численности населения отдельных поселений.

Оплата покупаемого земельного участка происходит или сразу целиком, или в рассрочку до 1 года.

На уплачиваемые в рассрочку суммы должно производиться начисление процентов исходя из ставки, равной $1/3$ ставки рефинансирования Банка России. Так что здесь появляется новый, седьмой, оценочный термин — цена оплаты в рассрочку с начислением процентов.

Выводы

Закон о приватизации вводит в оборот новые оценочные термины:

- балансовая стоимость бизнеса (с учетом особенностей оценки земельных участков);
- нормативная цена;
- начальная цена;
- цена сделки приватизации;
- цена первоначального предложения;
- минимальная цена предложения (цена отсечения);
- цена оплаты земельного участка в рассрочку с начислением процентов.

По нашему мнению, все эти термины соответствуют более общим понятиям стоимости бизнеса, которые были рассмотрены в разделах «Стандартизованные показатели стоимости бизнеса» и «Нестандартизованные показатели стоимости» этой части Рекомендаций. Не противоречат эти термины и Стандартам оценки, характеристика которых представлена в разделе «Российские стандарты оценки стоимости». Единственное, на что мы уже обращали внимание, это то, что при уточнении положений Стандартов нужно упомянуть показатели балансовой оценки стоимости бизнеса. Закон о приватизации сочетается с нормативными подзаконными актами, в т.ч. и с рядом методических указаний. Одно из них стоит отметить особо. Я имею в виду «Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков», утвержденные распоряжением министра имущественных отношений Российской Федерации Ф. Газизуллина от 06.03.2002 № 568-р.

В заключение хочу поддержать высокую оценку Закона о приватизации, данную известным специалистом в области гражданского права Е.А. Сухановым.¹ Так же, как и он, я уверен, что в дальнейшем отдельные положения этого Закона будут развиваться.

¹ // Независимая газета от 29.04.2002.

Глава 2

Премии и скидки

Общая характеристика

Обычно проблема оценки пакетов акций АО переводится в плоскость рассмотрения соотношений стоимости контрольных и миноритарных пакетов акций. Выяснив эти взаимосвязи, можно представить, как среди собственников распределен акционерный капитал, т.е. как соотносятся его контрольные и неконтрольные доли, кому они принадлежат и, стало быть, от кого зависит принятие основных решений об условиях развития компании в целом.

Важно еще и то, что стоимость этих пакетов неодинакова в расчете на 1 акцию. Это означает, что оценщик должен применять либо скидку за неконтрольный характер миноритарного пакета акций, либо премию за контроль — в отношении контрольного (мажоритарного) пакета. Только применив или скидку, или премию, оценщик может получить достаточно обоснованную оценку. В основе такой оценки лежит выявление вначале пропорциональной доли стоимости бизнеса безотносительно к наличию или отсутствию дополнительных прав контроля. И уже после этого выполняется указанная процедура корректировки.

Стандарты, к примеру, Американского общества оценщиков так определяют существо таких корректировок: «Скидка на неконтрольный характер доли собственности — уменьшение относительно пропорциональной доли в стоимости бизнеса в целом стоимости акций, отражающее отсутствие полномочий по управлению компанией. Надбавка за контрольный характер — дополнительная стоимость, присущая контрольной доле собственности в противоположность миноритарной доле, отражающая дополнительные полномочия по управлению компанией».¹

¹ Это положение так интерпретируется в книге *Handbook of Business Valuation* (Second edition, Edited By Thomas L. West, Jeffrey D. Jones; N.J., John Wiley & Sons, 1999): «Если покупатель приобретает только часть акций компании, то стоимость приобретаемого им пакета, скорее всего, будет меньше, чем соответствующий процент от общей стоимости всех акций. Это зависит от полномочий в принятии решений, предоставляемых приобретаемым пакетом». «Решение этого вопроса, — добавлено в книге, — лучше предоставить оценщику бизнеса».

Нужно представить еще одну корректировку, применяемую в работах по оценке стоимости бизнеса, — скидку за недостаточную ликвидность. Ее обязательно нужно учитывать при имитации открытости ЗАО, а с учетом российской специфики организации акционерного капитала — и в отношении тех ОАО, акции которых не котируются на организованном рынке ценных бумаг (а это подавляющее большинство ОАО).

Такая скидка отражает недостаток ликвидности акций подобных компаний. Распространяя на них характеристики стоимости акций действительно открытых компаний, нужно всегда иметь в виду, что продать акции таких оцениваемых компаний в конечном счете можно, однако, с неизбежной скидкой.

Взаимосвязи между различными характеристиками стоимости бизнеса видный американский специалист в этой области Ш. Пратт представил с помощью следующей условной схемы (рис. 1) из «Руководства по оценке стоимости бизнеса».¹ Эта схема воспроизведена в его монографии, вышедшей в свет в конце 2001 г.²

По поводу этой схемы у меня есть несколько замечаний.

Скидки стоимости акций, связанные с недостатком контроля и ликвидности, определяют следующим образом:

Стоимость 1 акции в контрольном пакете (\$ 10,00) минус скидка за неконтрольный характер пакета

$$(10,00 - 0,30 \times 10,00) = \$ 7$$

минус скидка за недостаток ликвидности

$$(7,00 - 0,40 \times 7,00) = \$ 4,20,$$

где \$ 4,20 — стоимость 1 акции миноритарного пакета с учетом указанных скидок;

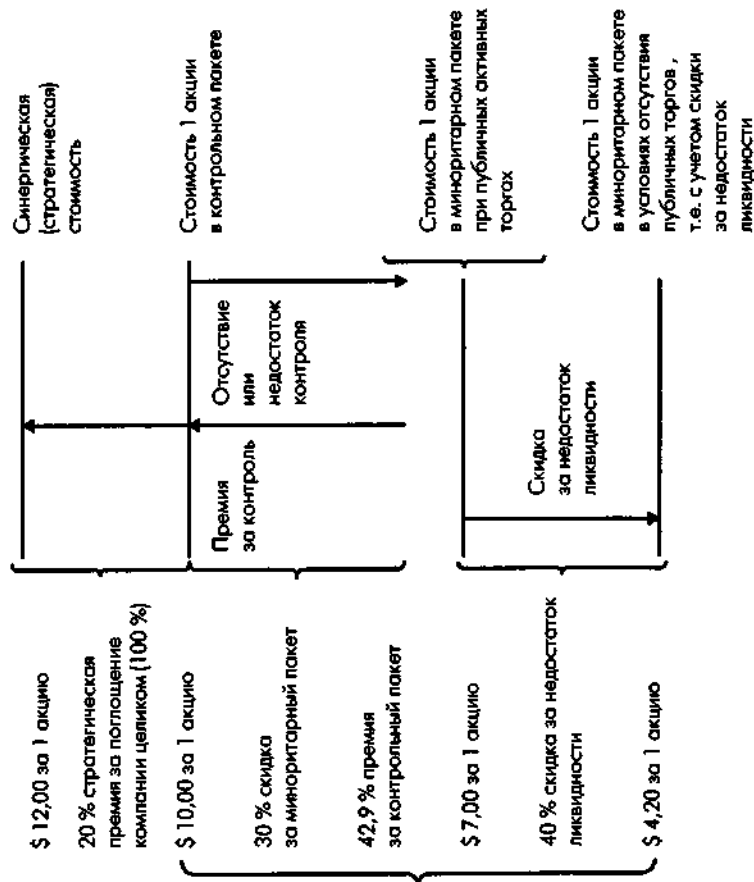
Скидка за миноритарный пакет 30 % соответствует 42,9 % премии за контрольный пакет. Это легко проверить с помощью следующей формулы:

$$\text{Скидка} = 1 - 1 / (1 + 0,429) = 1 - 0,7 = 0,3.$$

Ш. Пратт, помимо стоимости 1 акции в контрольном пакете (10,00 долл.), выделяет еще и более высокую, «синергическую (стратегическую)» стоимость 1 акции при поглощении компании целиком, т.е. применительно к 100 % акций. Соответствующая стоимость 1 акции будет равна 12,00 долл. Это связано с тем, что здесь вводится еще одна премия в 20 % за поглощение (или по российскому законодательству — присоединение) компании целиком. Это означает, что стоимость 1 акции при покупке 75 % акций должна быть ниже стоимости 1 акции при присоединении компании целиком. Иными словами, для покупателя 75-процентного пакета акций иногда более предпочтительно приобретение 100-процентного пакета хотя бы потому, что в будущем у него не будет головной боли, нередко возникающей у владельцев контрольного пакета акций вследствие особенностей поведения отдельных миноритарных акционеров.

¹ Филиппен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000.

² Pratt Sh. Business Valuation: Discounts and Premiums. N. J., John Wiley & Sons, 2001.



Совместное влияние 30 % скидки за неконтрольный характер и 40 % скидки за недостаток ликвидности, равное в совокупности 58 % скидки от стоимости 1 акции в контрольном пакете (без учета стратегической премии, т.е. в расчете на \$ 10,00 за 1 акцию)

РИС. 1. Взаимосвязи между различными характеристиками стоимости бизнеса

Отметим еще и то, что, по Ш. Пратту, размер обычной премии за контроль должен быть выше, чем при приобретении дополнительного пакета по сравнению с контрольной долей (с выходом на 100 %), соответственно 42,9 и 20 %.¹

Итак, в расчетах стоимости бизнеса применительно к АО используются два вида премий:

- премия за контрольный пакет;
- стратегическая премия за присоединение компании целиком (100 % акций).

Применяются также две разновидности скидок:

- скидка за неконтрольный характер пакета акций;
- скидка за низкую ликвидность (недостаток ликвидности).

Далее мы рассмотрим условия применения лишь премии за контрольный пакет и двух указанных скидок (т.е. мы не будем специально затрагивать проблемы оценки стратегической премии).

Взаимосвязь между указанными тремя категориями изменения стоимости пропорциональной доли пакета акций в общем их количестве в разрезе открытых (public) и закрытых (closed) компаний может быть выражена с помощью связующей схемы (рис. 2) известного американского оценщика М. Болотского (она представлена в указанной монографии Ш. Пратта).

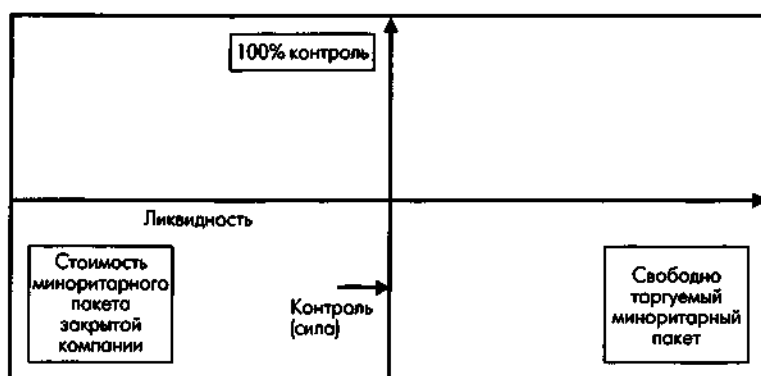


РИС. 2. Простая двухкомпонентная схема

Дадим характеристики отдельных элементов этой схемы.

Миноритарный пакет закрытой компании:

- очень низкий уровень ликвидности;
- низкий уровень контроля или его полное отсутствие.

100-процентный контроль в закрытой компании:

- низкая — умеренная ликвидность;
- полный контроль.

¹ Предложение о введении стратегической премии за контроль рассматривалось в Министерстве имущественных отношений Российской Федерации в марте — апреле 2002 г. в рамках подготовки позднее представленной в правительство методики оценки нормативной цены акций приватизируемых предприятий. Однако после долгих обсуждений в конечном счете оно так и не было принято.

Свободно торгуемый миноритарный пакет:

- очень высокая ликвидность;
- низкий уровень контроля или его полное отсутствие.

Различия:

- между миноритарной долей и 100-процентным контролем в закрытой компании:
 - очень низкая ликвидность против низкой — умеренной ликвидности;
 - низкий уровень контроля или его полное отсутствие против полного контроля;
- между свободно торгуемым миноритарным пакетом и 100-процентным контролем в закрытой компании:
 - очень высокая ликвидность против низкой — умеренной ликвидности;
 - низкий уровень контроля или его полное отсутствие против полного контроля;
- между миноритарным пакетом в закрытой компании и свободно торгуемым миноритарным пакетом:
 - очень низкая ликвидность против высокой ликвидности;
 - отсутствие различий в степени контроля.

Иногда охват контрольными пакетами большинства акций компаний, котирующихся на фондовом рынке, может привести к снижению их ликвидности. Так, по свидетельству Л. Альшанского, «для латвийского рынка акций самой большой проблемой является крайне низкая ликвидность».¹ Одна из причин такой ситуации заключается в «наличии у большинства местных компаний держателя контрольного пакета».² Эта особенность латвийского фондового рынка, казалось бы, опровергает представленную на рис. 2 схему М. Болотского, согласно которой миноритарные пакеты котируемых на фондовом рынке акций обладают достаточной ликвидностью. Но эта схема ориентирована на высокую степень рассредоточенности прав владения акциями в американских ОАО. Для латвийских же компаний характерен высокий уровень концентрации обладания акциями подобных компаний. Это, естественно, ограничивает привлекательность приобретения на фондовом рынке миноритарных пакетов акций. Отсюда и их низкая ликвидность на латвийском фондовом рынке.

Премия за контроль.**Скидка за недостаток контроля****ИСХОДНЫЕ УСЛОВИЯ**

Действующие в отдельных странах условия оценки стоимости бизнеса предполагают выделение контрольной и неконтрольной долей на основании достаточно простой оценки: контрольная доля — это такой пакет, в котором 50 % + 1 голосующая акция; неконтрольная доля охватывает совокупность акций

¹ // Рынок ценных бумаг. 2002. № 6. С. 22.

² Там же. С. 23.

меньше 50 % голосующих акций.¹ Именно на таких условиях построено, в частности, выделение контрольной (мажоритарной) доли и неконтрольной (миноритарной) доли согласно законодательству большинства американских штатов. На этот счет есть достаточно подробные разъяснения в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса».² Вместе с тем существуют особенности проявлений прав обладателей контрольных пакетов в отдельных штатах США (п. 815.11 Руководства). В указанном Руководстве (п. 815.11) сказано, что положения, касающиеся прав владельцев акций, неодинаковы в отдельных штатах США.

В подавляющем большинстве штатов (Мичиган, Миннесота, Орегон и др.) основные решения, касающиеся таких вопросов, как слияние, поглощение, ликвидация, изменение структуры капитала (в частности, путем эмиссии дополнительных акций), могут быть приняты простым большинством акционеров. Другими словами, в сумме голосовавшим за то или иное решение должно принадлежать больше 50 % голосующих акций (по меньшей мере 50 % + 1 акция). В других штатах (Южная Каролина, Техас, Алабама, Аляска, Луизиана — всего 14 штатов) для принятия соответствующих решений нужно большинство в 2/3 голосующих акций. Это означает, что владельцы миноритарных пакетов, обладающие в совокупности 1/3 голосующих акций, имеют возможность заблокировать принятие решений по указанным вопросам деятельности АО.

И лишь по местному законодательству Вирджинии принятие таких решений должно быть обеспечено более чем 2/3 голосующих акций.

Из этого следует, что практикующим оценщикам бизнеса в Америке нужно быть достаточно осведомленными относительно особенностей законодательства об АО отдельных штатов.

В России отсутствуют региональные особенности разделения на миноритарные и контрольные пакеты акций. Существуют общероссийские требования такого разделения. Законодательство выделяет следующие грани, фиксирующие неодинаковые права контроля в АО: 50 % + 1 акция, 75 %; 25 % + 1 акция, 10 %.

50 % + 1 АКЦИЯ — ОПЕРАЦИОННЫЙ КОНТРОЛЬ

В российских АО владельцам пакета акций 50 % + 1 акция принадлежат существенно большие права, чем тем, кто имеет, скажем, лишь 1 % акций. Можно утверждать, что владельцы более половины голосующих акций обладают правами операционного контроля. Именно им принадлежит та существенная

¹ Так, в переведенном на русский язык Толковом словаре по бизнесу (издание Oxford University Press) дается следующая характеристика minority interest — неконтрольного пакета акций: «участие отдельных акционеров компании, более 50 % акций которой принадлежит холдинговой компании. Так, если 60 % обыкновенных акций компании принадлежит холдинговой компании, остальные 40 % являются неконтрольным пакетом. Держатели их не могут оказывать влияние на политику компании, поскольку всегда будут «заголосованы» контрольным пакетом акций, принадлежащих холдинговой компании». Бизнес: Толковый словарь. М.: Инфра-М, 1998. С. 411–412.

² Флашман Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000. С. 15 (п. 210.05).

На это издание мы уже ссылались в главе 1 «Предмет оценки и показатели стоимости бизнеса». В дальнейшем, как и в первой части, в тексте будут приводиться ссылки на эту книгу.

роль в АО, которая связана с правом формирования из состава своих представителей большинства в совете директоров (наблюдательном совете) АО.

Отметим, что те, кому принадлежит операционный контроль в обществе, в состоянии провести любое устраивающее их решение на общем собрании по следующим вопросам (в скобках — нумерация, соответствующая пункту 1 статьи 48 Закона об акционерных обществах):

- определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета), избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий (4);
- увеличение уставного капитала общества (6);
- уменьшение уставного капитала общества, в т.ч. путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества (7);
- образование исполнительного органа общества (8);
- избрание членов ревизионной комиссии (9);
- утверждение аудитора общества (10);
- утверждение годовых отчетов общества (11);
- определение порядка ведения общего собрания акционеров (12);
- избрание членов счетной комиссии (13);
- дробление и консолидация акций (14);
- принятие решений об одобрении сделок в случаях, предусмотренных статьей 83 Закона об акционерных обществах¹ (15);
- принятие решений об одобрении крупных сделок в случаях, предусмотренных статьей 79 Закона об акционерных обществах² (16);
- принятие решений об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и других объединениях коммерческих организаций (18);
- утверждение внутренних документов, регулирующих деятельность общества (19);
- решение других вопросов, предусмотренных Законом об акционерных обществах (20).

Представленный перечень характеризует достаточную силу контроля акционеров, объединивших свои акции в пакет, обеспечивающий операционный контроль. Но все же им не принадлежит вся полнота контроля в АО. Далее речь пойдет об абсолютном контроле.

¹ В этой статье говорится о порядке одобрения сделки, в совершении которой имеется заинтересованность. В пункте 4 статьи 83 Закона сказано, что «решение об одобрении сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, принимается общим собранием акционеров большинством голосов всех не заинтересованных в сделке акционеров — владельцев голосующих акций...». Это значит, что в этом случае может и не хватить пакета, обеспечивающего операционный контроль. Ведь вполне может случиться так, что обладатели части совокупного пакета акций больше 50 % могут быть заинтересованными лицами в той или иной сделке. А их голоса при одобрении большинством не должны учитываться. Следовательно, для одобрения такой сделки понадобятся голоса акционеров, не объединенных в рамках пакета, обеспечивающего операционный контроль.

² В соответствии со статьей 79 Закона к крупной сделке относится «имущество, стоимость которого составляет от 25 до 50 % балансовой стоимости активов». Решение о совершении такой сделки принимается единогласно советом директоров. А если единогласие не достигнуто, то соответствующий вопрос выносится на обсуждение общего собрания акционеров, которое принимает решение большинством голосов акционеров — владельцев голосующих акций. Так что те, кто имеет больше половины голосов, всегда проведут устраивающее их решение относительно крупной сделки.

75 % — АБСОЛЮТНЫЙ КОНТРОЛЬ

Лишь владельцы 75-процентного пакета акций обладают возможностями абсолютного контроля в АО. В этом проявляется одна из особенностей российского законодательства об АО.

Ясно, что обладатели 75-процентного пакета акций имеют такие же права, как и те, кому принадлежат 50 % + 1 акция. Но у тех, кто располагает возможностями абсолютного контроля в АО, появляются еще и дополнительные права. Что же это за права?

Есть несколько ключевых вопросов деятельности АО, решения по которым на общем собрании акционеров принимаются большинством в три четверти голосов акционеров — владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании.

Эти вопросы также перечислены в пункте 1 статьи 48 Закона об акционерных обществах (при представленном в разделе «50 % + 1 акция — операционный контроль» настоящей главы в порядке нумерации):

- внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции (1);
- реорганизация общества¹ (2);
- ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение ликвидационных балансов (3);
- определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями (5);
- приобретение обществом его размещенных акций (17).

КОГДА ГОЛОСУЮТ ВЛАДЕЛЬЦЫ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ?

Правом участвовать в принятии решений на общем собрании обладают владельцы голосующих акций. Но есть одна сугубо российская специфическая черта законодательства об АО: иногда таким правом могут воспользоваться и владельцы привилегированных акций.

Этот вопрос рассмотрен в статье 32 Закона об акционерных обществах. В пункте 1 указанной статьи сказано, что «акционеры — владельцы привилегированных акций не имеют права голоса на общем собрании акционеров». Но, правда, сделано уточнение: «если иное не установлено Законом об акционерных обществах».

С этим положением Закона об акционерных обществах связаны по крайней мере три оговорки, фиксирующие появление возможности дополнительных прав у владельцев привилегированных акций.

Первая оговорка касается того, что «акционеры — владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса при

¹ В том числе решение вопросов о слиянии и присоединении. Термин «присоединение» равнозначен понятию «поглощение». Это понятие, отсутствующее в российском законодательстве, нашло, однако, отражение в Российском кодексе корпоративного управления. Этот документ одобрен Правительством Российской Федерации «для применения российскими обществами» (Варажнова А., Кабатова Е. Основные новеллы Российского кодекса корпоративного управления // Рынок ценных бумаг. 2002. № 8. С. 60).

Особенно заметна экспансия зарубежных инвесторов в сфере приобретений в пищевой промышленности, в частности на так называемом пивном рынке. «Сегодня, — пишет И. Розенберг, — около 80 % национального пивного рынка контролируют крупные западные корпорации» // Компания. 2005. № 49. С. 26.

решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества» (п. 4 указанной статьи). Это обстоятельство следует учитывать при рассмотрении условий осуществления прав абсолютного контроля по соответствующим направлениям — реорганизация и ликвидация. Здесь недостаточно голосов тех, кто обладает обыкновенными акциями.

Вторая оговорка характеризует условия обсуждения и принятия решения по вопросу об ограничении прав акционеров, обладающих теми или иными типами привилегированных акций (п. 4 указанной статьи). Здесь решения принимаются раздельно: 3/4 голосов владельцев обыкновенных акций + 3/4 голосов обладателей привилегированных акций, интересы которых могут быть задеты изменением условий признания их прав в АО.

Третья оговорка, пожалуй самая главная, связана с тем, что если владельцам привилегированных акций не выплачивались заранее оговоренные дивиденды, то они «имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием, на котором не было принято решение о выплате дивидендов или было принято решение о неполной выплате дивидендов по привилегированным акциям...» (там же).

На наш взгляд, эти весьма важные положения российского Закона об акционерных обществах направлены на защиту интересов обладателей привилегированных акций. Суть этих положений очень проста: или АО должно платить дивиденды владельцам привилегированных акций за то, что они купили акции и тем самым обеспечили формирование капитала компании, или, если АО не будет платить им (владельцам) дивидендов, то они (владельцы) могут обеспечить «разводнение» набора голосующих акций, в т.ч. и пакета, создающего, казалось бы, права абсолютного контроля. В случае отсутствия выплат дивидендов (или неполной их выплаты) даже 75-процентного пакета обыкновенных акций будет недостаточно для принятия кардинальных решений в АО. Заметим, что это одна из причин того, что в большинстве АО дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются достаточно регулярно. Мало кто из владельцев контрольных пакетов заинтересован в участии обладателей привилегированных акций в общем собрании акционеров с правом голоса. Лучше «откупиться» от них и выплатить полагающиеся им дивиденды, чем столкнуться с неожиданной «оппозицией» на общем собрании.

Как видно, права владельцев обыкновенных и привилегированных акций неодинаковы. Их намного больше у обладателей обыкновенных акций. Но, если у тех и других неодинаковые права, ценность принадлежащих им акций должна быть разной. Это достаточно убедительно подтверждается данными о котировках обыкновенных и привилегированных акций. Приведем, к примеру, данные о соотношении цен спроса (в долларах США) на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) от 20.12.2005¹ на привилегированные и обыкновенные акции (обыкновенные акции = 1,00):

- АвтоВАЗ — 0,72;
- ДалЭн — 0,75;

¹ // Ведомости от 21.12.2005.

- РАО «ЕЭС» — 0,85;
- Ростелеком — 0,76;
- СургутНТ — 0,83;
- Татнефть — 0,62.

Очевидно, что привилегированные акции оцениваются рынком существенно ниже обыкновенных акций. Именно так рынок реагирует на отсутствие (или, точнее, почти полное отсутствие) у обладателей привилегированных акций тех прав в АО, которыми пользуются владельцы обыкновенных акций.¹

25 % + 1 АКЦИЯ — БЛОКИРУЮЩИЙ ПАКЕТ

Владельцы пакета акций в 25 % + 1 акция располагают правом заблокировать принятие тех решений общего собрания акционеров, которые предполагают обладание абсолютным контролем (75 %). Они перечислены в разделе «75 % — абсолютный контроль» настоящих Рекомендаций. Это зеркальное, только негативное по сути, отражение прав, присущих обладателям абсолютного контроля в АО. Вот почему такой пакет акций АО принято называть блокирующим пакетом.

Помимо блокирующих функций обладатели такого пакета акций имеют дополнительные права, касающиеся созыва внеочередного собрания акционеров. Согласно статье 55 Закона об акционерных обществах «Внеочередное общее собрание акционеров», такое собрание может проводиться, в частности, «на основании... требования... акционеров (акционера), являющихся владельцами не менее 10 % голосующих акций общества на дату предъявления требования».

Для проведения внеочередного общего собрания АО должен быть обеспечен достаточный кворум. В статье 58 Закона об акционерных обществах на этот счет сказано, что «общее собрание акционеров правомочно (имеет кворум), если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности более чем половиной голосов размещенных голосующих акций общества». Допустим, что такое собрание сорвалось — не было кворума. В Законе об акционерных обществах есть разъяснение и такой ситуации.

Там сказано (п. 3 ст. 58), что «повторное общее собрание акционеров правомочно (имеет кворум), если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности не менее 30 % голосов размещенных голосующих акций общества». Это означает, что в рамках повторного внеочередного собрания акцио-

¹ В этом (меньшая ценность привилегированных акций в сравнении с обыкновенными) заключается одна из причин стремления отдельных компаний конвертировать привилегированные акции. «В прошлом году, — пишет О. Чернищев, — конвертацию акций в обыкновенные провела нефтяная компания «Лукойл» для того, чтобы повысить собственную инвестиционную привлекательность» // Время новостей от 06.06.2002.

Примерно такие же намерения у руководства «Роснефти». Здесь также решено «привилегированные акции... конвертировать в обыкновенные для упрощения структуры акционерного капитала» (там же).

По мнению А. Браниса — директора компании Prosperity Capital Management, «привилегированные акции — достаточно дорогой класс акций». Поэтому, полагает он, неизбежно стремление компаний «избавиться» от них. При этом речь должна идти о тенденции конвертации таких акций в обыкновенные акции. «Эта тенденция, — утверждает он, — будет набирать силу в ближайшие годы» // Рынок ценных бумаг. 2002. № 9. С. 35.

Это утверждение, сформулированное в 2002 году, оказалось совершенно правильным, по крайней мере в отношении предприятий реформируемой электроэнергетики. Как пишет газета «Ведомости», «у территориальных генерирующих компаний не должно быть привилегированных акций. Такую рекомендацию выработал Комитет по стратегии и реформированию при совете директоров РАО «ЕЭС России» // Ведомости от 21.09.2005.

неров обладатели пакета акций в 25 % + 1 акция иногда будут иметь возможность провести любые решения, требующие абсолютного контроля. Ведь на долю обладателей этого пакета будет приходиться более 80 % голосующих акций (25/30).

Но это еще не все. В Законе об акционерных обществах сказано о том, что в уставе относительно крупных АО («с числом акционеров более пятисот тысяч») может быть предусмотрен и менее значительный кворум для проведения повторного общего собрания акционеров. Значит, еще более значительной становится потенциальная сила пакета в 25 % + 1 акция на повторном общем собрании АО.

10 % АКЦИЙ — ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

Все сказанное о блокирующем пакете в отношении прав созыва внеочередного общего собрания акционеров применимо и к обладателям 10-процентного пакета акций. Правда, возможности владельцев такого пакета несколько иные.

Если пакет акций в 25 % + 1 акция на повторном внеочередном общем собрании акционеров может иногда приобрести силу абсолютного контроля, то обладатель 10-процентного пакета имеет только безусловные возможности заблокировать принятие решений, которые принимаются большинством в 75 % голосующих акций. Напомним, что речь идет только о кворуме в 30 % акционеров, обладающих голосующими акциями и принявших участие в таком общем собрании. Ведь в таком случае на обладателя 10-процентного пакета акций будет приходиться 33 % голосов, т.е. больше величины блокирующего пакета в 25 % + 1 акция (10/30).

Таковыми правами пользуются довольно редко, однако иногда они все же реализуются.

ИСКЛЮЧЕНИЕ ИЗ ПРАВИЛ: ОСОБЫЕ ПРАВА МИНОРИТАРНОГО ПАКЕТА (ЧАСТНЫЙ СЛУЧАЙ)

Бывает так, что даже небольшой пакет может обеспечить его владельцу особые права. Появление этих прав не вытекает из законодательства об АО, а связано с конкретными условиями распределения общего числа голосующих акций в конкретном АО.

Представим, что в каком-либо АО распределение голосующих акций выглядит так (по группам акционеров):

- 1-я группа — 49,5 %;
- 2-я группа — 49,5 %;
- 3-я группа — 1,0 %.

Предположим, что произошел конфликт интересов 1-й и 2-й групп. Каждая из них стремится овладеть операционным контролем в АО, но ни одна из них не имеет достаточного для этого количества голосующих акций. В таком случае особое значение приобретает 3-я группа, на долю которой приходится 1 % голосующих акций. В зависимости от того, к какой группе она присоединится ($49,5 + 1,0 = 50,5$), в этом АО будут складываться возможности операционного контроля.

Отсюда ценность пакета акций в 1 %, по сути являющегося миноритарным пакетом, оказывается выше той значимости, которая в соответствии с общими рыночными условиями присуща именно неконтрольной доле. Каждая из конфликтующих в АО сторон готова приобрести пакет в 1 % с определенной премией. Но размер такой премии зависит только от конкретных условий распределения голосующих акций в АО. Повторим, что ориентация на такую премию не вытекает непосредственно из законодательства об АО.

Авторы «Руководства по оценке стоимости бизнеса», рассматривая подобный случай (п. 815.12), указывают, что владелец такого небольшого пакета «вправе потребовать солидную надбавку за этот особый пакет акций, превышающую стоимость пропорциональной доли акционерного капитала, приходящейся на этот пакет» (с. 284 указанного Руководства). Это связано с тем, что обладатели «особого» пакета «имеют большую силу раскачивающего голосования» (там же). Именно от них зависит, куда качнется маятник голосования на общем собрании акционеров.

ОТРАСЛЕВЫЕ РАЗЛИЧИЯ В РАЗМЕРАХ ПРЕМИИ ЗА КОНТРОЛЬ

В 1994 г. в России при содействии Института экономического развития Всемирного банка была организована серия семинаров по обучению приемам оценки стоимости бизнеса. Впоследствии некоторые материалы этих семинаров широко использовались российскими специалистами по оценке стоимости бизнеса. Имеются в виду прежде всего материалы Р. Линга, в то время работавшего в восточно-европейском отделении компании Deloitte & Touche (в Праге).

Р. Линг привел данные о размерах премии за контроль в отдельных отраслях США, существовавших в 1992 г. (в % к стоимости миноритарного пакета):

- связь — 64,2;
- оптовая торговля — 61,9;
- банки и кредитно-денежные структуры — 42,9;
- страхование — 40,9;
- здравоохранение — 37,0;
- производство инструментов и фотооборудования — 33,3;
- текстильная промышленность — 31,0.

На основании этих данных можно сделать вывод, что отраслевые различия в размерах премии за контроль зависят от степени концентрации производства товаров (услуг) в рамках того или иного вида деятельности. Ясно, что уровень концентрации, а следовательно, и доминирующего положения на рынке товаров (услуг) выше в отраслях связи, оптовой торговли. Понятно, что этот уровень, а значит, и степень воздействия на соответствующие рынки относительно меньше у предприятий текстильной промышленности, совокупное производство которой является намного более рассредоточенным, чем, скажем, в оптовой торговле, среди отдельных самостоятельных бизнесов. Относительно меньше этот уровень также в здравоохранении, производстве инструментов, фотооборудования.

В начале 1990-х гг. промежуточное положение занимали другие указанные отрасли (банки и кредитные структуры, страхование). Это объясняется, на наш взгляд, тем, что по уровню концентрации производства услуг эти отрасли

занимали как раз промежуточное положение между, допустим, связью и текстильной промышленностью.

Таким образом, отраслевые различия в премии за контроль объясняются тем, что фирмы, действующие в отраслях с относительно более высоким уровнем концентрации производства, обладают сравнительно большими возможностями воздействия на складывающийся рынок их товаров (услуг), чем компании, функционирующие в отраслях с менее высоким уровнем концентрации. Именно этим объясняются количественные различия в размерах премии за контроль в пользу первой группы отраслей (связь, оптовая торговля).

Согласно информации, представленной журналом *Mergerstate Review* (2001 г.), отраслевые различия в размерах премии за контроль действительно в решающей мере зависят от того, как та или иная отрасль в состоянии воздействовать на соответствующий рынок товаров (услуг). Быстроразвивающиеся отрасли, как правило, более эффективно, чем традиционные производства, приспосабливаются к меняющимся запросам потребителей их услуг. Вот, к примеру, как выглядят показатели средней премии за контроль во всей корпоративно организованной американской промышленности, а также в двух ее быстроразвивающихся отраслях: производстве программного обеспечения и электронной промышленности (табл. 1).

ТАБЛИЦА 1. Показатели средней премии за контроль в американской промышленности (в % к стоимости миноритарного пакета)¹

Отрасли промышленности	1996	1997	1998	1999	2000
Промышленность в целом	36,6	36,7	35,9	46,1	48,9
Производство программного обеспечения	39,1	37,1	40,3	60,4	57,8
Электронная промышленность	31,0	30,5	43,5	55,5	66,4

¹ // *Mergerstate Review* 2001, p. 101; таблица приводится в указанной монографии Ш. Пратта.

Как видно из приведенных данных, премия за контроль в расчете на 1 акцию (по отношению к пропорциональной стоимости миноритарного пакета) была существенно выше в отраслях промышленности, демонстрировавших во 2-й половине 90-х гг. XX века в США особенно высокие темпы развития. Именно для них характерно быстрое проникновение на рынок и активное воздействие на поведение потребителей выпускаемых ими товаров (услуг).

Эти данные также свидетельствуют о происходящем в последнее время повышении самой ценности премии за контроль. За 1996–2000 гг. уровень промышленности США в целом поднялся более чем на 12 процентных пунктов (с 36,6 до 48,9 %), в производстве программного обеспечения — почти на 19 пунктов (с 39,1 до 57,8 %), а в электронной промышленности — более чем на 35 пунктов. Отсюда можно сделать заключение и о том, что отраслевая дифференциация размеров премии за контроль зависит не только от уровня концентрации в отрасли, на что мы уже обращали внимание, но и от того, насколько успешно та или иная отрасль осваивает новые рынки, приспосабливаясь к меняющимся запросам потребителей ее продукции и воздействуя на формирование самих этих запросов.

ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕЖДУ ПРЕМИЕЙ ЗА КОНТРОЛЬ И СКИДКОЙ ЗА НЕДОСТАТОК КОНТРОЛЯ

Скидка за неконтрольный пакет акций по существу противоположна премии за контрольный пакет; между ними существует определенная количественная зависимость, которую мы уже отмечали. Используемые при этом формулы связывают между собой скидку за неконтрольный пакет и премию за контрольный пакет таким образом:

$$\text{Скидка} = 1 - 1 / (1 + \text{премия});$$

$$\text{Премия} = \text{скидка} / (1 - \text{скидка}).$$

Представление о взаимозависимости скидки и премии важно при проведении практических расчетов. Если в их рамках установлен, скажем, тот или иной размер премии за контроль, то скидка за его (контроля) недостаток не может быть установлена изолированно. Ее следует оценить в соответствии с приведенной формулой. Так, согласно представленным в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса» показателям премии за контроль в 41,0 % соответствует скидка за неконтрольный характер пакета, равная 25,8 %, а размеру премии в 38,7 % — скидка в 27,9 % (с. 286 *Руководства*). Здесь премия за контроль оценивается при приобретении той или иной компании целиком и «исчисляется в процентах превышения цены сделки относительно рыночной цены акций продавца за пять рабочих дней перед объявлением о сделке» (см. *примечание к таблице на с. 286 Руководства*). Почему за пять дней? Это крайний срок, в течение которого можно рассчитывать на то, что информация о возможной сделке, связанная с приобретением компании целиком, не «просочится» в средства массовой информации. Как только эта информация становится широко известной, котировки акций таких компаний быстро растут.

Сделаю еще одно чисто техническое замечание. Так, количественно премия за контроль обычно принимается на уровне медианного значения. Думаю, однако, что для такого рода расчетов вполне могут подходить и характеристики средних значений.

Хочу специально подчеркнуть, что установление конкретных размеров скидки или премии (с учетом их взаимозависимости) в решающей мере связано с накопленными знаниями и опытом оценщика. На это обращают внимание авторы *Руководства*: «определение размера скидки или надбавки во многом зависит от произвольного суждения, основанного на здравом смысле» (п. 815.21, с. 287).

Это означает, что исходно количественные размеры или скидки, или премии не могут устанавливаться по определенному шаблону. Каждый раз решение об этом должно быть привязано к конкретным обстоятельствам, характеризующим условия приобретения акций той или иной компании. Так, весной 2002 г. по договору с Российским фондом федерального имущества я участвовал в работе по оценке стоимости неконтрольного пакета акций ОАО «Лукойл-Нижегороднефтепродукт». Казалось бы, стоимость этого пакета нужно было определить с учетом скидки за недостаток контроля, если исходить из того, что возможные претенденты на обладание этим пакетом неизвестны. Однако было нетрудно догадаться, что таким покупателем будет ОАО НК «Лукойл», которое еще осенью

2001 г. приобрело значительную часть акций тогдашнего ОАО «НОРСИ» (впоследствии переименованного в ОАО «Лукойл-Волганефтепродукт») — материнской компании в отношении к оцениваемому ОАО. Именно поэтому при установлении рыночной стоимости указанного пакета мы предложили не учитывать эту скидку, исходя из высокой вероятности того, что в конечном счете он (пакет) окажется у «Лукойла». Так, впрочем, и произошло на самом деле.

ИНЫЕ ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ПРЕМИИ ЗА КОНТРОЛЬ

Еще одна причина выплаты дополнительной премии за контроль может быть связана с покупкой крупной фирмой компаний, обеспечивающих ей поставку сырья для связанных в единой организационно-технологической цепочке стадий производства и конечной реализации выпускаемой продукции. Здесь речь может идти, например, о приобретении в рамках российских* вертикально интегрированных нефтяных компаний не только нефтедобывающих компаний, но также перерабатывающих заводов и сетей автозаправочных станций.

Подобных примеров достаточно много: приобретение российскими металлургическими компаниями акций угольных компаний, реализующих коксующийся уголь, а энергетическими производствами — акций компаний, добывающих энергетический уголь. Такие приобретения сопровождаются выплатами премий за контроль в присоединяемых АО.

Отметим еще одну возможность повышения ценности приобретаемого пакета. Она связана с изменениями котировок акций, например, в связи с появлением в компании или, напротив, с уходом из нее той или иной ключевой фигуры. Так, приход Л. Яккоки в «Крайслер» в свое время способствовал росту котировок акций этой компании и соответствующему снижению привлекательности «Форда», откуда он незадолго до этого вынужден был уйти. В первом случае («Крайслер») сложилась прибавка стоимости акций, а следовательно, и стоимости контрольного пакета акций, в другом случае («Форд») отмечались изменения противоположного свойства. И те и другие корректировки стоимости компаний, а значит, и премии за контроль были связаны лишь с одной причиной — переменой места работы ключевой фигуры в организации автомобильного бизнеса.

Российская действительность подтверждает именно такой характер воздействия «прихода — ухода» ключевой фигуры. Но есть и определенное своеобразие. Так, если в рассмотренном примере у «Форда» уход ключевой фигуры привел к снижению стоимости компании, то, к примеру, после отставки Р. Вяхирева произошло существенное повышение капитализации «Газпрома» — только за июнь 2001 г. (сразу после его ухода) капитализация компании возросла с 7 до 12 млрд долл.¹ Увеличилась, таким образом, и премия за контроль в этой компании.

¹ // Независимая газета. Приложение от 26.06.2001. С. 11.

Впоследствии за год уровень капитализации ОАО «Газпром» превысил отметку в 27 млрд долл. (Гийе Ж. Свободу «Газпрому» // Ведомости от 04.06.2002). Автор статьи связал повышение капитализации «Газпрома» с «кадровыми переменами» в руководстве компанией. Он не сомневается, что эти перемены были «оправданными» (там же).

Рост капитализации «Газпрома» продолжается. По данным рейтингового агентства журнала «Эксперт», на 01.09.2005 капитализация компании «Газпром» составила 90,2 млрд долл. США // Эксперт. 2005. № 38. С. 199.

Почему, однако, такую роль сыграл уход бывшего руководителя «Газпрома»? Это связано с тем, что «Газпром», как считает аналитик «Независимой газеты», «во многом походил на советское отраслевое министерство, а стиль руководства Рема Вяхирева, при котором компания фактически превратилась в государство в государстве, многих не устраивал. Фондовый рынок и его участники отреагировали на положительные новости из компании, проявив готовность вкладывать капитал в ее ценные бумаги».¹

Нередко повышение ценности акций компаний связано со спекулятивной игрой на бирже. И такое повышение никак нельзя рассматривать в качестве фактора изменения ценности контрольного пакета. Так, 12 июля 2001 г. в РТС резко подорожали акции двух нефтяных компаний — «Сибнефти» и «Сургутнефтегаза» на 30 и 10 % соответственно. Это произошло в 13 часов 47 минут, а в 17 часов 35 минут котировки акций потеряли половину прироста. На этом «кто-то заработал 1 млн долл.»² Такое резкое недолгое повышение ценности акций было обусловлено слухами о возможном объединении этих компаний. Судя по всему, такие слухи были специально спровоцированы биржевыми спекулянтами.

ОЦЕНКА ПРЕМИИ ЗА КОНТРОЛЬ

Представим общие условия оценки премии за разную степень контроля. Количественные характеристики премии за контроль могут быть определены на основе сопоставления котировок акций той или иной компании на организованном рынке ценных бумаг (это, как правило, миноритарные пакеты акций) и сделок по приобретению компаний целиком или отдельных крупных пакетов. Разница может рассматриваться как характеристика премии за контроль.

Мы полагаем, что для сопоставления размеров премий за контроль может быть использована следующая условная схема, которую мы построили в расчете на предприятия (ОАО) двух отраслей. Одна из них, скажем связь, характеризуется высоким уровнем концентрации. Здесь мы приняли премию за контроль в размере 60 % (в расчете на 1 акцию в ОАО по сравнению с миноритарным пакетом). Другая отрасль, допустим текстильная промышленность, характеризуется относительно большей рассредоточенностью производства. И в отношении ее мы приняли премию за контроль в ОАО в размере 30 %.

Наш выбор разницы в размерах премии за контроль основывается на представленных (см. «Отраслевые различия в размерах премии за контроль») характеристиках отраслевых различий в размерах премии за контроль. Что же касается количественных соотношений в размерах премий за разные уровни контроля, т.е. за обладание неодинаковыми пакетами акций, то здесь выбор за самими оценщиками.

Мы выделили следующие неодинаковые условия контроля:

- приобретение компании целиком — 100-процентного пакета акций; разница между 100-процентным и 75-процентным пакетами акций, т.е. 25 %, связана со стратегическим контролем (рис. 1);

¹ // Независимая газета. Приложение от 26.06.2001. С. 11.

² // Ведомости от 13.07.2001.

- премия за абсолютный контроль — 75 % акций;
- премия за операционный контроль — 50 % + 1 акция;
- премия за обладание блокирующим пакетом — 25 % + 1 акция;
- премия за обладание пакетом акций в 10 %.

Теперь представим, что за право обладания пакетом выплачивается премия в 100 %, а дополнительная премия за 25-процентный пакет, приобретение которого обеспечивает покупку всех 100 % акций компании, — 80 %, а дальше последовательно размер премии за контроль снижается. Применительно к представленным обозначениям разных пакетов акций размер премии за контроль выглядит так (соответственно):

- 80 %;
- 100 %;
- 70 %;
- 50 %;
- 30 %.

Общая схема, основывающаяся на указанных предположениях, применительно к предприятиям (ОАО) двух выделенных отраслей — связи и текстильной промышленности (в %) представлена в *таблице 2*.

ТАБЛИЦА 2. Количественные соотношения в размерах премий за разные уровни контроля

Соотношения размеров премии за контроль; в разных пакетах	Абсолютный размер премии за контроль в отношении к цене 1 акции в миноритарном пакете (в %)	
	Связь	Текстильная промышленность
80	48	24
100	60	30
70	42	21
50	30	15
30	18	9

Это значит, что, скажем, премия за пакет 50 % + 1 акция при приобретении акций предприятий связи составит 30 %, а текстильного производства — 15 %. Особо отметим, что премия за приобретение дополнительного пакета в 25 % сверх 75-процентного пакета, т.е. с «выходом» на 100 %, несколько ниже премии за основной пакет (75 %). Разъяснения на этот счет даны в комментариях к представленной ранее схеме (*рис. 1*). В этой схеме стратегическая премия за поглощение 100-процентного пакета акций составляет 20 %, т.е. означает: 12 долл. за 1 акцию по сравнению со стоимостью 1 акции в контрольном пакете ликвидных акций — \$ 10 за 1 акцию (*рис. 1*).

Автор схемы (*рис. 1*) исходит из того, что 1 акция одной и той же компании имеет неодинаковую рыночную стоимость в зависимости от размеров пакета, к которому она принадлежит.

Что касается миноритарного пакета, то, по нашему мнению, это любой пакет, в котором меньше чем 25 % + 1 акция от общего числа голосующих акций в компании. Повторим, однако, что в особых условиях распределения акционерного капитала, которые были представлены ранее, миноритарные пакеты

могут иметь дополнительную ценность. Как сказано в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса», «если миноритарная доля, как оказывается, обладает важными элементами контроля, это обстоятельство должно быть учтено при оценке» (п. 815.15, с. 285).

ОСОБЕННОСТИ ООО

Абсолютный контроль в ООО требует, в отличие от АО, не 75 % голосов участников общего собрания, а согласно пункту 8 статьи 37 Закона об обществах с ограниченной ответственностью «не менее двух третей голосов от общего числа голосов участников общества» (участников общества, а не общего собрания. — В.Р.). Какие же при этом должны решаться вопросы? Они отмечены в подпунктах 3 и 11 пункта 2 статьи 33 Закона об обществах с ограниченной ответственностью (по нумерации, представленной в Законе):

- 1) внесение изменений в учредительный договор;
- 2) принятие решений о реорганизации и ликвидации общества.

Что касается блокирующего количества голосов при решении именно этих вопросов, то оно должно быть, естественно, более одной трети от общего числа участников общества.

Другие сформулированные в той же статье вопросы решаются «большинством голосов от общего числа участников общества» (п. 8 ст. 37 Закона). Представим некоторые из этих вопросов (п. 2 ст. 33) (по нумерации Закона):

- 1) определение основных направлений деятельности общества, принятие решений об участии в ассоциациях и других объединениях коммерческих организаций;
- 2) изменение устава общества, в т.ч. изменение размера уставного капитала общества;
- 3) образование исполнительных органов общества; решение о привлечении управляющего;
- 4) избрание ревизионной комиссии (ревизора) общества;
- 5) утверждение годовых отчетов и бухгалтерских балансов.

В той же статье рассматриваются и другие вопросы операционного контроля в ООО.

Определенное право закреплено и за участниками общества, «обладающими в совокупности не менее чем одной десятой от общего числа голосов участников общества» (п. 1 ст. 35 Закона). Они вправе потребовать созыва внеочередного общего собрания акционеров.

Заметим, что согласно пункту 1 статьи 32 Закона об обществах с ограниченной ответственностью «каждый участник общества имеет на общем собрании участников общества число голосов, пропорциональное его доле в уставном капитале общества». Вместе с тем возможно и установление иного порядка «определения числа голосов участников общества». В таком случае требуется внесение соответствующих положений в устав ООО. Устанавливаемая уставом иная схема учета голосов требует решения общего собрания. И это решение должно быть принято *единогласно* всеми участниками общества (п. 1 ст. 32 Закона).

Права «миноритариев»

Гарантии прав «миноритариев» являются важным условием привлечения «извне» дополнительных инвестиционных ресурсов. В последнее время в России эти ресурсы все в большей мере зависят от активности инвестиционных фондов. Ведь они, как правило, становятся владельцами миноритарных долей в акционерном капитале того или иного бизнеса.¹ Заметим, что для этих фондов существенное значение приобретают условия изменения уровня капитализации тех компаний, в акции которых они вложили или намерены вложить привлеченные денежные ресурсы.

По мнению специалистов в области корпоративного управления, участие инвестиционных фондов в капитале того или иного АО имеет в известной мере *знаковый* характер. По существу такое участие можно рассматривать в качестве подтверждения того, что менеджмент компании, в капитал которой вложены ресурсы инвестиционного фонда, придерживается общепринятых правил корпоративного управления. Тем самым это участие выполняет, как пишет Д. Черкасов, «сигнальную» функцию, привлекая внимание других инвесторов».²

Однако нередко миноритарные акционеры образуют «непримиримую оппозицию» основным акционерам компании, на долю которых приходится контрольный пакет акций. В этом плане характерным было поведение миноритарных акционеров дочерних нефтяных компаний, контрольные пакеты акций которых принадлежали государственной компании ОАО «Роснефть».

Речь, в частности, идет конкретно об их отношении к выкупу «Роснефтью», например, у «Сахалинморнефтегаза» или у «Пурнефтегаза» части активов с последующей их сдачей в аренду тем же компаниям или безвозмездной передачей им в пользование (последняя схема была использована по части выкупленных активов применительно к «Пурнефтегазу»). В конечном счете такие действия привели к появлению целой серии исков миноритарных акционеров, например «Пурнефтегаза», к материнской компании. Правда, основное требование исков заключалось в признании «незаконными сделок по покупке «Роснефтью» у «Пурнефтегаза» сырой нефти по так называемым трансфертным ценам».³

Серия последовавших вслед за исками миноритарных акционеров «Пурнефтегаза» судебных заседаний, в частности в январе 2002 г. в Московском городском арбитражном суде, привела к серьезному падению котировок акций этой компании. До этого (до 30.01.2002) их стоимость неизменно возрас-

¹ «Решение о вхождении в уставный капитал компании, — считает аналитик журнала «Компания», — ...непростое дело... непременное условие вхождения... — прозрачность корпоративного управления и гарантии прав миноритарных акционеров» // Компания. 2002. № 13. С. 25.

² // Компания. 2002. № 13. С. 24.

³ Я уверен, что это — предлог, а основная причина заключалась в том, что на 1 января 2003 г. было определено вступление Республики Кипр в Европейский союз. Большинство «миноритариев» — офшорные компании, зарегистрированные на Кипре. Им надо было успеть до указанного срока получить за свои акции как можно больше денег от материнской компании. «Миноритарии», как я считаю, рассчитывали на то, что давление с помощью судебных разбирательств заставит руководителей «Роснефти» быть более стоворчивыми при выкупе акций неконтрольных пакетов дочерних компаний. В конечном счете «Роснефть» полностью выкупила акции «миноритариев». Отметим, что детали связанных с этим сделок не разглашались.

Вопрос об этих исках будет более подробно рассмотрен далее в главе 11.

тала, увеличившись по обыкновенным акциям (в руб.) за год с небольшим (с 21.02.1999 по 30.01.2002) более чем в 9 раз (по ценам спроса).¹

Приведем котировки этих акций на Московской межбанковской валютной бирже² (в руб. за 1 акцию; первая цифра — обыкновенные акции; вторая — привилегированные акции):

- 21.02.1999 — 16,0/н. д.;
- 23.03.2000 — 48,0/17,5;
- 20.06.2000 — 48,0/12,0;
- 10.01.2001 — 50,0/19,0;
- 13.02.2001 — 54,0/25,0;
- 22.03.2001 — 80,0/н. д.;
- 25.06.2001 — 105,0/н. д.;
- 26.12.2001 — 100,0/43,0;
- 16.01.2002 — 118,0/47,2;
- 30.01.2002 — 150,5/56,3;
- 22.03.2002 — 96,0/45,0;
- 30.04.2002 — 88,0/44,7;
- 29.05.2002 — 78,05/40,0;
- 06.06.2002 — 78,9/36,0.

Падение цен акций миноритарных акционеров дочерней компании (с учетом инфляционной компоненты оно еще более значительно) в известной мере облегчает решение стратегических задач «Роснефти». Дело в том, что перед этой 100-процентной государственной вертикально интегрированной нефтяной компанией в то время стояла задача консолидации акций дочерних компаний. Но в какой форме? Это вряд ли можно обеспечить на основе конвертации акций дочерних компаний в акции материнской компании. В таком случае произошла бы латентная приватизация «Роснефти». Ведь часть ее акций, принадлежащих государству, перешла бы в частные руки. Таким образом, у «Роснефти» есть лишь единственный путь — консолидация активов с последующим выкупом акций, принадлежащих миноритарным акционерам.

В конечном счете в продаже акций материнской компании заинтересованы и сами «миноритарии». Так, к примеру, бывший глава «Роснефти» А. Путилов, ставший наиболее агрессивным миноритарным акционером ее дочерней компании «Краснодарнефтегаз», заявил, что он «готов продать «Роснефти» свои акции, весь вопрос в цене».³ По мнению А. Путилова, «частные» акционеры даже готовы продать свой пакет нынешнему президенту «Роснефти», если тот предложит хорошую цену».⁴ Вряд ли, однако, повышению цены миноритарных пакетов акций дочерних компаний «Роснефти» способствовали инициирован-

¹ Это было связано с общей нацеленностью топ-менеджеров «Роснефти» на повышение уровня капитализации компании. По свидетельству ее президента С. Богданчикова, в октябре 1998 г., когда в компанию пришла новая команда управленцев, рыночная стоимость компании составляла 500 млн долл. Через год, в октябре 1999 г., стоимость «Роснефти», по расчетам инвестиционного банка Dresdner Kleinwort Wasserstein, составила 1,2 млрд долл., а на конец 2000 г. — уже 3 млрд долл. // Сегодня от 30.12.2000. Заметим, что в «Роснефти» налажен мониторинг изменения стоимости компании. Соответствующие оценки дважды в год проводит указанный инвестиционный банк.

² По данным газеты «Коммерсантъ».

³ // Ведомости от 26.02.2001.

⁴ // Ведомости от 01.02.2001.

ные их владельцами судебные разбирательства претензий к материнской компании. Ведь это приводило к снижению стоимости компаний.¹

Я полагаю, что и сами топ-менеджеры «Роснефти» были заинтересованы в выкупе акций у «миноритариев» — представителей «непримиримой оппозиции». Но и здесь вопрос — в цене 1 акции. Вице-президент «Роснефти» Н. Борисенко считает, что реальная цена акции такой дочерней компании, как «Краснодарнефтегаз», не превышает 1 долл., в то время как миноритарные акционеры этой компании ставят вопрос о выкупе акций по «искусственно завышенной цене» — в 7 раз больше, т.е. по 7 долл. за 1 акцию. Миноритарные акционеры в основном представляют кипрские офшорные компании. «Заклучая такую сделку, — утверждает Н. Борисенко, — мы будем вынуждены вывести деньги из России».² Но тут уж ничего не поделаешь. На этом основании никак нельзя блокировать подобные сделки.³

По моему мнению, действия руководства «Роснефти» не нарушали основных прав миноритарных акционеров. И здесь можно привести использованный им (руководством) в связи с ситуацией с «миноритариями» следующий аргумент. Подобные события происходили еще в одной дочерней компании «Роснефти», а именно в «Сахалинморнефтегазе». Как считает один из топ-менеджеров «Роснефти» А. Степаненко, «ЕБРР никогда бы не одобрил предоставление кредита на 90 млн долл. «Сахалинморнефтегазу», если бы там нарушались права миноритарных акционеров».⁴ А такой кредит был получен.

В конечном счете конфликт, начатый агрессивно настроенными «миноритариями» дочерних компаний «Роснефти», заключался в том, что они считают заниженной ту цену, по которой материнская компания готова купить принадлежащие им акции. На мой взгляд, после того как «непримиримые» оппозиционе-

¹ В мае 2002 г. главу компании «Роснефть» С. Богданчикова принял Президент Российской Федерации В. Путин. «Глава «Роснефти», — утверждает обозреватель журнала «Компания», — разъяснил Президенту суть конфликта его компании с миноритарными акционерами. Богданчиков заявил, что разногласия возникли «по вине миноритарных акционеров» // Компания. 2002. № 18. С. 24.

«По-видимому, «Роснефть», — утверждают И. Резник и Ю. Бушуева, — решила изменить политику по отношению к мелким акционерам, с которыми раньше предпочитала конфликтовать... Недавно Сергей Богданчиков отчитывался перед советом директоров «Роснефти» о 400 млн долл., потраченных на выкуп акций у миноритариев «дочек» госкомпаний, и о планах потратить на это еще 200 млн долл.» (Резник И., Бушуева Ю. Цена спокойствия: «Роснефть» выкупает акции у назойливых миноритариев // Ведомости от 27.05.2002).

Выскажу свою точку зрения по этому вопросу. Я полагаю, что Президент В. Путин поддержал этот новый курс «Роснефти» — «цивилизованный диалог с миноритариями» (там же). Но такой диалог стоит денег. Поскольку «Роснефть» полностью государственная компания, С. Богданчиков нуждался в одобрении нового курса со стороны Президента. Очевидно, на встрече с Президентом такой курс, а следовательно, и связанный с его осуществлением расход денежных ресурсов компании был одобрен.

² // Коммерсантъ от 26.02.2001.

³ Заметим, что в последнее время, как считает М. Кислицкая (TaxConsulting «И.К.»), «интерес к кипрским офшорам... резко упал» // Коммерсантъ от 27.05.2002.

Дело в том, что, как мы уже отмечали, с 1 января 2003 г. самая популярная среди российских бизнесменов офшорная юрисдикция — Кипр вступает в Европейский союз. Для десятков тысяч фирм, зарегистрированных здесь россиянами, это настоящая катастрофа. Повышение налогов и введение валютного регулирования поставят крест на схемах, успешно использовавшихся российскими компаниями последние десять лет» (Кислицкая М. Российские миллиарды остаются без Кипра // Коммерсантъ от 27.05.2002).

На мой взгляд, именно этим обстоятельством объясняется то, что в конце концов «непримиримая оппозиция» в дочерних компаниях «Роснефти» стала более «податливой». Нужно было, как я уже отмечал, продать принадлежащие им здесь акции до 1 января 2003 г. С этого времени они сошли на нет роль Кипра в качестве «переправы для средств отечественного финансового рынка» (там же), в т.ч. и для владельцев миноритарных пакетов акций дочерних компаний «Роснефти».

⁴ // Коммерсантъ от 21.02.2001.

ры — «миноритарии» «успокоились» (им стало ясно намерение руководства «Роснефти» выкупить их акции), появилась возможность дальнейшей консолидации акций дочерних компаний «Роснефти». Несговорчивость же части миноритарных акционеров дочерних компаний «Роснефти» и их исковая активность, как мне кажется, связана только с тем, что их не устраивала цена, по которой у них, по предложению руководства материнской компании, вначале предполагалось выкупить принадлежащие им акции. Уверен, что в конечном счете именно под давлением новых обстоятельств, связанных со вступлением Кипра в Европейский союз, эта ситуация нашла обоюдоприемлемое разрешение.

Консолидация акций дочерних компаний в рамках ОАО «Роснефть» может привести «к ликвидации дочек».¹

Эта консолидация необходима для проведения «Роснефтью» IPO (оно произошло в середине 2006 г.), «но перед публичным размещением акций «Роснефть» планирует получить по 100 % акций в 12 основных «дочках», чтобы увеличить стоимость собственных бумаг».² Параллельно с приобретением «Роснефтью» 100 % акций дочерних компаний предполагалось, как уже отмечалось, создание на их базе ООО. Именно поэтому в начале ноября 2005 г. «Сахалинморнефтегаз» и «Пурнефтегаз» учредили одноименные компании — ООО «РН — «Сахалинморнефтегаз» и ООО «РН — «Пурнефтегаз». При этом всем работникам ОАО «Пурнефтегаз» было предложено написать заявления об увольнении в порядке их перевода из ОАО «Пурнефтегаз» в ООО «РН — «Пурнефтегаз»... По аналогичной схеме будут действовать и другие «дочки». Консолидация акций дочерних компаний ОАО «Роснефть» приведет к объединению их активов и потере ими («дочками») хозяйственной самостоятельности. Эти когда-то крупные АО, акции которых котируются на биржах, превратятся в «операторские компании».³

Таким видится конечный результат неуклонно проводимого руководством «Роснефти» курса на консолидацию акций и активов (имущества) дочерних компаний. Таким образом, в конце концов иссяк источник некогда довольно громкого конфликта между миноритарными акционерами дочерних компаний «Роснефти» и ее руководством. И это стало логическим завершением процесса полного поглощения «Роснефтью» своих, когда-то «строптивных», дочерних компаний.

Все это позволило в конце концов (летом 2006 г.) провести IPO «Роснефти». В статье Н. Манеева «Базарный день «Роснефти»», опубликованной в журнале «Компания», говорится, что «главное событие отечественного фондового рынка России этого года — размещение акций «Роснефти».⁴ Приобрели акции этой компании не только так называемые институциональные инвесторы, но и «частные российские инвесторы». В статье утверждается, что «отечественные банки, участвовавшие в IPO, получили около 115 000 заявок на приобретение акций «Роснефти». Все предложения физических лиц были удовлетворены. В итоге доля «частников», заплативших за бумаги около 755 млн долл., составила 1,06 %».

¹ // Ведомости от 20.12.2005.

² Там же.

³ Там же.

⁴ // Компания. 2006. № 28. С. 6.

Скидки за низкую ликвидность. Роль IPO

Мы уже рассматривали в общей форме, почему при оценке стоимости бизнеса должны учитываться скидки за низкую ликвидность. Представим более подробно вопросы, связанные с использованием таких скидок.

Скидка за низкую ликвидность применяется в том случае, если на АО, акции которого не котируются на организованном рынке ценных бумаг, в рамках специально выполняемых расчетов как бы распространяются условия биржевой купли-продажи миноритарных пакетов компаний-аналогов, т.е. имитируется «открытость» закрытой компании. Само понятие ликвидности достаточно очевидно. Как сказано в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса», «понятие реализуемости (ликвидности) показывает, как быстро и просто доля реализуемой собственности может быть конвертирована в наличные деньги, если собственник решает ее продать» (п. 815.22, с. 289).

Как правило, миноритарный пакет продать сложнее, чем долю акций, обладающую определенным потенциалом контроля.

Скидка на низкую ликвидность устанавливается на основе эмпирических исследований.

Эти исследования, проводимые, в частности, американскими специалистами, касаются оценок скидок за низкую ликвидность акций закрытых АО при их официальной трансформации в открытые АО. Как может быть оценена такая скидка? На основе характеристик купли-продажи акций внутри закрытых компаний в сопоставлении с условиями их транзакций в рамках IPO. Речь идет о первом публичном выпуске акций, т.е. при их «выходе» на организованный рынок ценных бумаг.

Приведем результаты исследований Barid & Co (известных также как исследования Etnogu) скидок за низкую ликвидность, проведенных в отношении 2333 американских закрытых компаний, впоследствии прошедших процедуру IPO. В этом исследовании сопоставлялись характеристики купли-продажи акций за 5 месяцев до осуществления процедур IPO. Цены купли-продажи акций сравнивались с ценами, которые в дальнейшем складывались в результате первичного размещения акций. Например, если цена при IPO составляла 20 долл. за 1 акцию, а предыдущие приобретения (до IPO) оценивались в 11 долл. за 1 акцию, то оцениваемая скидка составляет 45 % ($[20 - 11] / 20 = 0,45$).

В *таблице 3* представлены соответствующие данные (из указанной монографии Ш. Пратта).

Таким образом, в последние 20 лет скидка за низкую ликвидность акций находилась приблизительно на уровне 44–47 %.

Следует отметить, что скидка за низкую ликвидность заметно меняется в зависимости от того, насколько близок срок IPO. Приведем результаты исследований Американского института сертифицированных публичных бухгалтеров за 1999 г. (они представлены в монографии Ш. Пратта). Это исследование охватывает 336 закрытых компаний, которые в 1999 г. прошли процедуру IPO. Были изучены условия 679 реально состоявшихся в течение 2 лет продаж акций (транзакций) в этих компаниях до IPO. Эти условия сравнивались с установленными в результате IPO ценами за 1 акцию. Таким образом были по-

лучены ставки за низкую ликвидность. Результаты исследования показали, что ставки за низкую ликвидность снижаются по мере приближения срока первичного публичного размещения акций (табл. 4).

ТАБЛИЦА 3. Скидки за низкую ликвидность акций американских закрытых компаний в сопоставлении с условиями IPO

Период исследования, годы	Количество проспектов эмиссии акций IPO	Количество транзакций до IPO	Скидка за низкую ликвидность, %	
			Средняя	Медианная
1980—1981	97	13	60	66
1985—1986	130	21	43	43
1987—1988	98	27	45	45
1989—1990	157	23	45	40
1990—1992	266	35	42	40
1991—1993	443	54	45	44
1994—1996	318	46	45	45
1995—1997	732	91	43	42
1997—2000	92	53	54	54
Всего 9 исследований	2333	367	47	47

ТАБЛИЦА 4. Скидки за низкую ликвидность акций американских закрытых компаний в сопоставлении с условиями IPO

Количество дней до IPO	Средняя скидка за низкую ликвидность, %	Количество транзакций
366—730	77	167
271—365	74	84
181—270	66	99
91—180	52	163
1—90	32	166

Заметно, что скидки за низкую ликвидность уменьшаются по мере того, как намерения провести первичное публичное размещение акций становятся все более реальными. Самая высокая скидка зафиксирована за 2 года до IPO, самая низкая — за 3 месяца.

Отметим, что если оценить среднюю скидку за низкую ликвидность за 6 месяцев, т.е. за 1—180 дней до IPO в 1999 г., то она составила 42 % $[(52 + 32) / 2]$. Эта оценка близка к характеристике скидки за низкую ликвидность, полученной по соответствующим расчетам за 5 месяцев до IPO в исследовании, результаты которого представлены в таблице 3. Там средняя оценка скидки по 9 исследованиям составила 47 %, а медианное значение было равно 44 %.

«Руководство по оценке стоимости бизнеса» исходит из предположения о том, что «скидка на недостаточную ликвидность для акций закрытой компании сравнительно с их аналогами, торгуемыми на открытом рынке, должна быть в среднем 35—50 %» (п. 815.33, с. 293). Таким образом, представленные характеристики скидок (44—47 %) находятся в указанных пределах.

По мнению некоторых аналитиков, российские компании среднего размера предпочитают не IPO, а рынок корпоративных облигаций в качестве дополнительного источника ресурсов развития. Как считают специалисты журнала «Компания» и банка «Зенит», занятые в совместном проекте по оценке надежности корпоративных облигаций, «рынок корпоративных облигаций стал практически безальтернативным источником публичного финансирования (для компаний среднего размера. — В.Р.). Выпуск еврооблигаций для них проблематичен, а размещение акций чревато¹ потерей независимости».²

Впрочем, есть и другая точка зрения. Она была высказана Питером Хеллораном, председателем совета директоров инвестиционной компании ИК «Атон». Рассматривая перспективы IPO в России, он утверждал следующее: «Что мы увидим в дальнейшем, так это появление на рынке большого количества высококачественных мелких и средних российских компаний, которые слишком малы, чтобы осуществлять размещения за границей, но представляют собой очень хороший вариант для размещения на внутрисекторном рынке... На российском рынке сейчас достаточно денег, чтобы достичь справедливой цены...».³ Я согласен с такой оценкой. Замечу, что ИК «Атон» участвовала в первом IPO на российском фондовом рынке. Речь идет об акциях компании «РБК».

Активный выход российских компаний на фондовый рынок в дальнейшем приведет к существенному изменению структуры акционерного капитала. Ведь IPO, а в последующем — вторичный оборот акций, означает «дробление» акционерного капитала. В этом отношении я поддерживаю позицию Я. Миркина: «Чем более дробной, розничной является собственность, тем ближе мы к англо-американскому капитализму, к рисковому финансированию экономического роста через акции».⁴ Вместе с тем я думаю, что Я. Миркин не совсем правильно противопоставляет представленную структуру акционерного капитала роли банков. Такая структура, полагает он, приведет «к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка».⁵ Полагаю, что речь должна идти не о «вытеснении», а об изменении соотношений результатов деятельности операторов фондового рынка. Это вовсе не должно привести к сокращению размеров деятельности банков на этом рынке. Возможно уменьшение доли банков и соответствующее повышение удельного веса других операторов фондового рынка, но изменение соотношения результатов их деятельности не всегда равнозначно «вытеснению».

Расширение участия российских компаний в обороте акций на фондовом рынке означает создание материальных предпосылок для привлечения к нему

¹ Такая позиция объясняется, как я думаю, тем, что те, кто ее сформулировал, исходят из сложившихся особенностей российской модели корпоративного управления... «Хотим мы этого или нет, — пишет А. Яковлев (Высшая школа экономики), — но в России сложилась преимущественно инсайдерская модель корпоративного управления, когда большинство предприятий контролируется менеджерами и/или узкой группой крупнейших акционеров». «Объективно, — добавляет он, — инсайдеры не заинтересованы в том, чтобы делить с кем-либо контроль над своими предприятиями» // Эксперт. 2000. № 25. С. 8.

Это, как я считаю, существенно ограничивает возможности привлечения дополнительных ресурсов развития для такого рода компаний. В долгосрочном плане без ориентации на публичное размещение акций они не имеют серьезных перспектив развития.

² // Компания. 2002. № 18. С. 48.

³ // Рынок ценных бумаг. 2002. № 9. С. 48–49.

⁴ Миркин Я. Кто профинансирует модернизацию // Эксперт. 1999. № 33. С. 8.

⁵ Там же.

(рынку) сбережений населения. Об этом свидетельствует опыт других стран. Так, в середине 1999 г. в Германии 8 % населения были держателями акций. И этот показатель увеличивался ежемесячно. «Таким образом, — пишет В. Башук, — структура немецкого фондового рынка начинает все больше напоминать американскую. Соответственно, и влияние его на экономику будет возрастать».¹ Но есть в Германии и определенные особенности привлечения сбережений населения к фондовому рынку. Здесь «все больше акционерных обществ... переходят на именные акции. По прогнозам, около 80 % предприятий, учитывающихся в немецком фондовом индексе DAX, будут иметь *только* именные акции, заменив ими акции на предъявителя».² Этому будет способствовать «новая система хранения акций и обработки информации, позволяющая проводить сделки с именными акциями в течение 1—2 дней вместо 1—2 недель, как это было раньше... С помощью именных акций немцам будет легче обеспечить прозрачность сделок».³

Оценка пакета акций (25 % + 1 акция) ОАО «Связьинвест»

НЕОБЫЧНЫЕ ОБСТОЯТЕЛЬСТВА ЗАКАЗА НА ОЦЕНКУ

Это было почти 10 лет тому назад. 30 апреля 1997 г. тогдашний председатель Российского фонда федерального имущества (РФФИ) И. Липкин позвонил мне на работу и попросил срочно приехать в РФФИ. «Это очень важно, — сказал он, — подробности при встрече». Через 40 минут мы уже были в его кабинете. И. Липкин был взволнован и, протянув нам два листа бумаги, сказал: «Прочитаете — поймете».

Первым листом было распоряжение Президента Российской Федерации Б. Ельцина. Приведу его дословно:

«Президент Российской Федерации
В.С. Черномырдину

Прошу в двухнедельный срок:

1. Определить и представить на согласование условия передачи акций ОАО «Ростелеком», «Центральный телеграф», «Екатеринбургская городская телефонная сеть» и «Гипросвязь» в уставный капитал АО «Связьинвест».

2. Представить обоснование начальной цены продажи на аукционе 25 процентов акций АО «Связьинвест».

В.В. Путину⁴

Прошу обеспечить жесткий контроль за условиями передачи федеральной собственности в собственность АО «Связьинвест».

Б. Ельцин
28 апреля 1997 года
Пр-622»

¹ // Эксперт. 1999. № 38. С. 6.

² Там же.

³ Там же.

⁴ В то время В.В. Путин возглавлял отдельную президентскую структуру — Контрольное управление.

Получив эти указания Президента, Председатель Правительства Российской Федерации незамедлительно издает свое распоряжение (это был второй лист):

«Правительство Российской Федерации
г. Москва
Госкомимуществу России (Ф.Р. Газизуллину),
Госкомсвязи России (А.Е. Крупнову),
Российскому фонду федерального
имущества (И.Б. Липкину)

В соответствии с поручением Президента Российской Федерации от 28 апреля 1997 года № Пр-622 прошу определить и представить условия передачи в уставный капитал АО «Связьинвест» акций ОАО «Ростелеком», «Центральный телеграф», «Екатеринбургская городская телефонная сеть» и «Гипросвязь», а также обоснование цены продажи на аукционе 25 процентов акций АО «Связьинвест».

Проект доклада Президенту Российской Федерации по данному вопросу представить до 7 мая 1997 года.

В. Черномырдин
30 апреля 1996 года».¹

Заметим, что в распоряжениях Президента и Председателя Правительства Российской Федерации речь шла о пакете в 25 %. Однако имелся в виду блокирующий пакет АО «Связьинвест», т.е. 25 % + 1 акция.

«Крайним» в этой бюрократической цепочке оказался И. Липкин. Он обратился ко мне, в Центр инвестиций, оценок недвижимости и бизнеса Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации, и попросил выполнить расчеты к вечеру 5 мая 1997 г. Трудности выполнения его просьбы были связаны с тем, что назначенный срок был первым рабочим днем после четырехдневных майских праздничных дней.

Нам в Центре пришлось разделить между собой «домашнюю» работу на праздничные дни, условившись о том, что должно быть сделано каждым из нас к утру 5 мая.

Дело осложнялось тем, что информация, представленная в РФФИ «Связьинвестом», была достаточно скудной. Потом мы узнали, что такая ограниченная подача информации не была случайной: тогдашнее руководство этой компании не было заинтересовано в продаже ее пакета акций. Судя по всему, оно (руководство) рассчитывало на то, что в конце концов эта сделка сорвется, как это произошло за год с небольшим до этих событий с итальянской фирмой STET — так и не состоявшимся покупателем такого же пакета акций «Связьинвеста». Хорошо, что у нас были собственные досье на крупные российские компании. Было такое досье и на «Связьинвест».

Встретившись утром 5 мая, мы представили руководству РФФИ результаты наших расчетов к вечеру того же дня. Не буду останавливаться на их деталях. Представлю лишь самую общую схему расчетов. Я хочу сделать это потому, что по этому поводу были высказаны совершенно невероятные утверждения методологического характера. Хотелось бы внести ясность в эту проблему.

¹ В секретариате В.С. Черномырдина ошибочно поставили «1996 г.», тогда как это распоряжение появилось в 1997 г.

МЕТОДОЛОГИЯ РАСЧЕТОВ

Оценки рыночной стоимости компаний (АО «Ростелеком», АО «Центральный телеграф», АО «Гипросвязь» и АО «Екатеринбургская телефонная сеть»), пакеты акций которых (38 %) вносились в уставный капитал АО «Связьинвест», были выполнены с помощью модели дисконтированного денежного потока. В связи с этим был сформирован прогноз изменения этого потока в перспективе ближайших 5 лет. Обоснованная нами ставка дисконта (d) составила 18 %. Фактор текущей стоимости (PV) для чистого денежного потока был определен для каждого n -го года по формуле:

$$PV = \frac{1}{1+d} n - 0,5,$$

а для постпрогнозного периода — по модели Гордона, т.е. фактор текущей стоимости определялся на конец 5-го года.

Затем были получены оценки рыночной стоимости АО «Связьинвест» до и после присоединения к его уставному капиталу 38-процентных пакетов акций указанных компаний. Оценки были получены двумя методами.

Первый метод — использование мультипликатора, характеризующего соотношение между показателями выручки за год по зарубежным компаниям-аналогам и их капитализацией. Средневзвешенный мультипликатор составил 0,7. Зная размеры продаж услуг «Связьинвеста» за 1996 — 1-й квартал 1997 г., мы с помощью мультипликатора получили первую оценку рыночной стоимости АО «Связьинвест» (до присоединения пакетов акций указанных компаний). Затем мы добавили оценки рыночной стоимости этих пакетов и получили усредненную оценку пакета в 25 % + 1 акция, равную 1966 млн долл. Эта оценка, полученная указанным способом, включала премию за ту степень контроля, которая была связана с обладанием блокирующим пакетом.

Второй метод — определение рыночной стоимости АО «Связьинвест» с помощью упомянутой модели дисконтированного денежного потока при ставке дисконта, равной 18 %. Были выполнены 6 вариантов расчетов, отличающиеся друг от друга в зависимости от предполагаемых темпов увеличения продаж услуг АО «Связьинвест» (после присоединения указанных пакетов акций). Была получена и усредненная оценка.

В конечном счете мы рекомендовали (процитирую наш отчет об оценке) «установить начальную цену пакета акций (25 % + 1 акция) АО «Связьинвест», предлагаемого для открытой продажи, в размере 1770 млн долл.». Эта цена учитывала определенную премию за контроль (блокирующий пакет) и скидку за недостаточную ликвидность (акции «Связьинвест» не котируются на фондовом рынке). Кроме того, устанавливая такую начальную цену, мы рассчитывали на то, что в результате конкуренции на торгах продажная цена будет выше. Так оно и произошло.

ПРОЦЕДУРА ПРОДАЖИ

Процедура продажи этого пакета предусматривала установление РФФИ начальной цены пакета на аукционе. Она была зафиксирована на уровне 1,18 млрд долл. Оплата пакета акций могла быть произведена только денеж-

ными средствами. Тем самым исключалась возможность оплаты части пакета акций «Связьинвеста» государственными облигациями, что в 1995 г. была намерена сделать итальянская фирма STET.

В итоге блокирующий пакет АО «Связьинвест» был продан за 1875 млн долл., что на 435 млн долл. выше предполагавшейся в 1995 г. цены этого пакета при продаже его итальянской фирме STET (правда, без учета добавленных пакетов указанных 4 компаний). Победителем аукциона стала кипрская компания Mustcom, учредителями которой были российские структуры, контролировавшиеся В. Потаниным, и Д. Сорос (через компанию Quantum). Сам Д. Сорос вложил в эту сделку около 1 млрд долл.¹

Второй участник аукциона — «Теле ФАМ Б.В.», согласно появившейся впоследствии информации представлявший интересы Б. Березовского и В. Гусинского, подал заявку на покупку пакета акций, равную 1710 миллионам долларов.

РАЗНОРЕЧИВЫЕ ОЦЕНКИ И КОММЕНТАРИИ

Продажа этого пакета акций вызвала прямо противоположные оценки. Одни утверждали, что цена сделки занижена², другие считали, что она завышена.

Мы же, как я уверен, попали в точку. Я согласен с мнением тогдашнего председателя Государственного антимонопольного комитета Н. Фонаревой, что «никаких нарушений законов в данном случае нет. Конкурс проведен безупречно».³ «Никаких утечек информации, — добавила она, — не было. А пакет акций оценен очень высоко».⁴ Замечу, что Н. Фонарева — специалист с достойной репутацией, и ее мнение, как мне кажется, абсолютно объективно.

Верно, как я считаю, на этот счет выразился и А. Кох: «Мы доказали, что в России умеют производить качественные продукты в виде акционерных обществ».⁵ Прежний вице-премьер Российской Федерации Б. Немцов назвал сделку по продаже пакета акций «Связьинвеста» «образцом честной приватизации».⁶

¹ // Сегодня от 21.07.1997.

Позднее Д. Сорос заявил, что его участие в покупке пакета «Связьинвеста» он оценивает негативно: «Это худшее вложение денег, — сказал он, — за всю мою карьеру». Это было сказано по горячим следам аукциона. «Если бы сейчас была возможность покупать или продавать акции «Связьинвеста», — резонно писала летом 2000 г. М. Борисова, — он бы, скорее, их купил» // Время новостей от 09.06.2000.

Это подтвердил впоследствии и сам Д. Сорос. «Уверен, — заявил он, — то, что я инвестировал в «Связьинвест», принесет мне значительную прибыль». Чеберко И. Джордж Сорос продлил жизнь // Коммерсантъ от 13.08.2001.

Однако никакой прибыли он не получил: Mustcom продал этот пакет по существенно более низкой цене, чем ранее выплаченная им цена.

² Так, М. Руткевич посчитал, что «пакет акций «Связьинвеста» куплен примерно за пятую часть реальной цены» // Независимая газета от 13.09.1997.

Примерно такую же оценку дали специалисты лаборатории проблем развития финансовых рынков Высшей школы экономики. «Расчетная стоимость пакета, выставившегося на продажу (25 % + 1 акция), — посчитали они, — колеблется в диапазоне 9—14 млрд долл.» // Финансовые известия от 05.08.1997.

³ С этим, разумеется, не все были согласны. Так, В. Костиков, заместитель генерального директора группы «Медиа-мост» (это «пострадавшая» в результате аукциона сторона — В.Р.), утверждал, что «процедура проведения аукциона была недостаточно прозрачной. Никто не знал, что, как и где» // Коммерсантъ от 1.08.1997.

⁴ // Независимая газета от 13.09.1997.

⁵ // Коммерсантъ от 26.07.1997.

⁶ // Экономика и жизнь. 1997. Август. № 33.

Конечно тот срок, в течение которого была выполнена оценка пакета «Связинвеста», был экстраординарно коротким. По сложившимся неписаным правилам для такой оценки нужно было бы по крайней мере месяц — полтора. Но уж больно необычными были инициаторы проведения такой оценки.

Выводы

По моему мнению, российская особенность обеспечения абсолютного контроля в АО на базе 75-процентного пакета акций существенно ограничивает возможности привлечения сбережений населения для покупки котируемых акций. Полагаю, что именно такой уровень абсолютного контроля способствует закреплению инсайдерской модели развития акционерного капитала и корпоративного управления в России. Отсюда, между прочим, вытекает и боязнь топ-менеджеров или крупных акционеров «выводить» акции контролируемых ими компаний на организованный рынок ценных бумаг («размещение акций чревато потерей независимости» — см. *«Скидки за низкую ликвидность. Роль IPO»*).

Высокий уровень концентрации пакета акций в 75 % для одобрения кардинальных решений в ОАО существенно сужает возможности обладателей миноритарных пакетов акций принимать хоть какое-то участие в управлении компанией, в развитие которой они вложили собственные деньги. Значит, трудно рассчитывать на то, что простые граждане будут склонны потратить часть своих сбережений на приобретение акций. Пока это малопривлекательное направление использования сбережений населения.

Особые полномочия пакета в 75 % голосующих акций стимулируют стремление крупных акционеров докупить акции у «миноритариев» в расчете на то, чтобы в конце концов обеспечить абсолютный контроль в компании. Но это — палка о двух концах. Наличие уровня в 75 % голосующих акций для обеспечения абсолютного контроля ограничивает «территорию» привлечения сбережений населения для реального увеличения совокупного акционерного капитала в России.

Вот почему я утверждаю следующее: в Законе об акционерных обществах нужно изменить столь высокую норму для осуществления абсолютного контроля в компании, а именно 75 % голосующих акций.¹ Это поможет создать определенные условия для постепенного отхода от инсайдерской модели корпоративного управления. Будут, как мне представляется, созданы дополнительные предпосылки для «вывода» акций на рынок и «перетока» существенной части сбережений населения в акции российских действительно открытых АО.

Тогда, я уверен, и более активно будут проходить IPO российских ОАО, многие из которых являются открытыми только по названию. Более значительным станет и сам российский фондовый рынок, более ощутимым окажется его влияние на инвестиционные процессы в российской экономике.

¹ Или по крайней мере существенно ограничить полномочия обладателя 75-процентного пакета акций, сохранив за ним право решать лишь один вопрос, а именно о ликвидации акционерного общества.

Глава 3

Идентификация рисков

Общая характеристика

Оценка стоимости бизнеса предполагает учет рисков получения будущих доходов от его функционирования. В частности, совокупные риски по обыкновенным акциям, определение ценности которых лежит в основе установления стоимости бизнеса в рамках большинства распространенных методов, можно свести к двум составляющим:

- первый компонент — систематический риск;
- второй элемент — несистематический риск.

Обобщающая характеристика систематического и несистематического рисков может быть выражена с помощью ставки дисконтирования (discount rate), которая представляет совокупный риск получения будущих доходов. Она применяется, в частности, «чтобы конвертировать будущие доходы компании в текущую стоимость (PV). Этот коэффициент «отражает ставку дохода, которую требует инвестор, с учетом рисков».¹

Прежде чем более подробно рассмотреть указанные две категории рисков, представлю возможности использования прогнозных и ретроспективных данных для расчетов стоимости бизнеса, поскольку эти возможности в решающей мере зависят от того, насколько та или иная информация учитывает условия неопределенности получения доходов в конкретном бизнесе, в т.ч. и при оценке долевого участия в нем.

Я считаю, что более убедительны оценки стоимости бизнеса, получаемые на основе прогнозных данных.² По сути дела, обоснование этих данных предполагает учет возможных условий получения доходов в рамках оцениваемого бизнеса в перспективном периоде, то есть «преодоление» в той или иной мере неопределенности условий развития самого бизнеса. Тем самым, основываясь на обоснованных перспективах развития бизнеса, формируют оценки, связан-

¹ Фишмен Д. и др. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000. Раздел 215 12. С. 18. В дальнейшем, как и прежде, в тексте будут приводиться ссылки на эту книгу.

² Конечно, речь идет о достаточно серьезном обосновании прогнозов. Иначе сами прогнозы, как утверждает Г. Греф, могут стать «удобной игрушкой для общественного мнения» // Известия от 03.07.2002.

ные с его функционированием, а значит, и выявляют риски его приобретения целиком, равно как и долевого участия.

В то же время, отмечая предпочтительность прогнозных данных, я вовсе не исключаю возможности использования и ретроспективной информации. Просто надо отдавать себе отчет в том, что такие данные можно использовать с определенной осторожностью, поскольку сложившиеся в прошлом события вовсе необязательно могут повториться в данное время и в перспективе.

Стоимость бизнеса, полагают Т. Коупленд и его соавторы, «лучшая мера результатов деятельности, потому что ее оценка требует полной информации». «Чтобы понять, как создается стоимость, — добавляют они, — необходимо... мыслить долгосрочными категориями...».¹

Прогнозные характеристики бизнеса весьма затруднительно представить, точнее, обосновать, если у оцениваемой компании нет достаточно длительной истории развития. Также не вполне удобно использование прогнозных данных в том случае, если оценщик сомневается в сохранении в перспективе клиентской базы бизнеса. В этих случаях существует один выход: ориентироваться на ретроспективные данные с учетом корректировки на предполагаемые в будущем изменения в востребованности оцениваемого бизнеса, т.е. рассчитывая на его изменившуюся клиентскую основу.

В последнее время в российских арбитражных судах все чаще появляются судебные иски, связанные с неправильной, по мнению истцов, оценкой стоимости бизнеса. Рассматривая такие иски, суды, конечно же, в относительно большей мере ориентируются не на прогнозные данные, а на ретроспективную информацию. И это вполне понятно. Такова общая ориентация судов при рассмотрении дел, связанных с оценкой стоимости бизнеса, и в других странах. Суды более уверенно могут формулировать свои решения на этот счет, опираясь на уже зафиксированные данные и безусловную информацию. Прогнозные данные всегда содержат элемент условности.

В то же время, когда речь идет о продаже бизнеса (долевого участия в нем), этого недостаточно. Здесь нужно опираться на обоснованную оценщиком «траекторию» развития оцениваемого бизнеса, т.е. на прогнозы.

Оценка совокупного риска с помощью ставки дисконтирования

Базовые оценки ставки дисконтирования как обобщающие характеристики рисков инвестирования в те или иные активы могут быть получены с помощью специальных методов, некоторые из которых будут рассмотрены далее. Здесь же остановимся на проблеме, как следует определять ставку дисконтирования применительно к специфическим условиям в российской экономике. Проблема эта возникла не случайно. Зачастую ставка дисконтирования является средством манипулирования оценками стоимости бизнеса. В то же время

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М., 1999. С. 44.

не существует достаточно строгих правил обоснования ставки дисконтирования.

Учитывая нередко спекулятивный характер построения ставки дисконтирования, Е. Тарасевич выдвинул несколько неожиданное на первый взгляд предложение на этот счет. По его мнению, «при попытке массовой пересадки культивированной на Западе методики на почву экономики переходного периода (России. — В.Р.) вполне вероятна реакция отторжения. Причиной подобной реакции является фактическое несоответствие питательных информационных сред и традиционных методов хозяйствования. Именно поэтому при оценке рыночной стоимости в России *тупиковой* является ситуация обоснования расчетных характеристик рынка». ¹ К числу таких характеристик он относит и «ставку дисконтирования». Чтобы выйти из «тупиковой ситуации», Е. Тарасевич полагает, что «целесообразно перейти на *директивную регламентацию* таких показателей (в т.ч. и ставки дисконтирования. — В.Р.), которые в силу объективных обстоятельств нельзя обосновывать рыночными данными». ²

Такая аргументация не совсем понятна. Если ставку дисконтирования нельзя обосновать с помощью «рыночных данных», то как ее можно установить путем «директивной регламентации»? И разве Правительство, Министерство экономического развития и торговли и даже Государственная Дума Российской Федерации за неимением рыночных данных могут каким-то мистическим образом устанавливать ставки дисконтирования по отраслям, видам деятельности и регионам? На чем будут основываться такого рода решения? И какова цена подобных решений? Думаю, не очень высокая.

И все же в идее Е. Тарасевича есть, как говорят, рациональное зерно. Более того, весной 2000 г. я лично выступал с нечто подобным. Я и мой коллега написали председателю РФФИ В. Малину следующее письмо: «Предлагаем организовать в Российском фонде федерального имущества собственный мониторинг риска инвестирования в российский бизнес, точнее, в приобретение пакетов акций, принадлежащих государству».

Работая над оценкой рыночной стоимости пакетов акций, реализуемых РФФИ и оцениваемых независимыми оценщиками, мы пришли к выводу, что оценки рисков, а следовательно, определение ставки дисконтирования зачастую носят характер «импровизации» оценщика. Ставки дисконтирования по существу не являются обоснованными. Однако именно эти ставки занимают основное место в оценке бизнеса методом дисконтированных денежных потоков. По нашему мнению, РФФИ следовало бы организовать оценку рисков с помощью специализированных фондов, занимающихся исследованием общественного мнения. В этом же письме мы представили соображения технического характера и возможную оценку затрат на организацию первичного исследования. Мы утверждали, что в последующем издержки такого рода исследований могут быть существенно снижены (в случае, как мы писали, мониторинговых исследований по крайней мере один раз в месяц).

¹ Тарасевич Е. Методология оценки как инструмент справедливости экономического развития // Финансист. 2002. Апрель. С. 4.

² Там же.

В. Малин так оценил нашу инициативу: «Согласен. Таких исследований должно быть несколько. Это позволит более объективно определять ставку дисконтирования». Узнав о такой резолюции на нашем письме, мы вступили в рабочие переговоры с руководителем Всероссийского центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ) Ю. Левадой (сейчас он возглавляет социологический центр, позиционирующийся под его именем, — «Левада-Центр»). Все было готово к тому, чтобы начать социологические исследования рисков приобретения приватизируемых пакетов акций, находившихся в федеральной собственности. Что касается оценщиков, то они, выполняя те или иные работы по заказу РФФИ, должны были уточнять общие оценки рисков применительно к условиям конкретных предприятий; они не должны были действовать по шаблону. Им предстояло исходя из общих оценок рисков обосновать, что приемлемо, а что не приемлемо в их собственных оценочных расчетах. Иными словами, нужно было творчески подойти к оценкам рисков, полученным на основе социологических исследований, результаты которых могли предлагаться оценщикам в качестве своего рода справочного материала.

К сожалению, эта работа не получила продолжения. Я же по-прежнему считаю, что именно на основе социологических исследований можно сформировать такой справочный материал, и не оставляю надежды в будущем участвовать в проведении исследований такого рода.

Вернемся к рассматриваемому предложению Е. Тарасевича. Поддерживая его идею в целом, я не считаю, что здесь нужна «директивная регламентация». Оценки рисков, формируемые, скажем, в РФФИ или Министерстве экономического развития и торговли Российской Федерации, должны иметь рекомендательный характер. Важно, чтобы, выполняя оценочные работы, оценщики проявили свое отношение к этим рекомендациям.

Замечу, что идея Е. Тарасевича в ее директивной направленности все же независимо от ее автора была в определенной мере реализована. Речь идет о Федеральном законе «О внесении изменений и дополнений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации». Я имею в виду главу 25 «Налог на прибыль организаций».¹ В статье 269 Налогового кодекса Российской Федерации (НК РФ) «Особенности отнесения процентов по долговым обязательствам к расходам» в рамках этой главы сказано, что в некоторых случаях «предельная величина процентов, признаваемых расходом, принимается равной ставке рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, увеличенной в 1,1 раза — при оформлении долгового обязательства в рублях и равной 15 % — по долговым обязательствам в иностранной валюте».²

Согласно методическим рекомендациям по применению главы 25 «Налог на прибыль организаций» части второй НК РФ, утвержденных приказом Министерства по налогам и сборам Российской Федерации от 26.02.2002 № БГ-3-02/98, этот способ определения предельной величины процентов, принимаемых во внимание для целей налогообложения в 2002 г., рекомендуется при расчетах и по долговым обязательствам, выданным до 01.01.2002. В «Разъяснениях к ме-

¹ // Экономика и жизнь. Приложение «Ваш партнер-консультант». 2002. № 24.

² Там же. С. 17–21.

тодическим рекомендациям»¹ (автор — Е. Шаронова) указывается, к примеру, что если кредит получен в середине мая 2000 г., а соответствующая ставка рефинансирования на тот период была в размере 33 % годовых, то увеличенная в 1,1 раза предельная величина процентов будет равна 36,3.²

Отмечу, что примерно так же может быть интерпретировано положение статьи 269 НК РФ о другом способе определения расходов, принимаемых к вычету при определении прибыли, по долговым обязательствам. Этот способ сводится к установлению среднего уровня процентов по заемным средствам, получаемым предприятием от нескольких заимодавцев. Правда, здесь необходимо, чтобы все заемные обязательства, разъясняет Е. Шаронова, «были получены на сопоставимых условиях», т.е., как мы понимаем, нужно, чтобы эти условия, прежде всего существенно не отклонялись от среднего уровня процентов в данном периоде. «Предельная величина процентов, принимаемых для целей налогообложения при указанном способе, ограничена величиной исчисленного среднего процента, увеличенного на 20 %».³

Систематический риск

ВВОДНЫЕ ЗАМЕЧАНИЯ

Систематический риск является *неизбежным* риском, присущим компании, а следовательно, и ее акциям, котирующимся на организованном рынке ценных бумаг. Этот вид риска рассматривается в качестве систематического потому, что интегрирует неизбежные изменения котировок акций компании в зависимости от общих (системных) изменений на фондовом рынке. В сущности это риск, вызванный влиянием факторов, общих для всего фондового рынка: политических, социальных, экономических. Так, события 11 сентября 2001 г. вызвали незамедлительные изменения котировок любых акций на американских фондовых площадках.

Однако степень этих изменений для акций отдельных компаний была неодинаковой. В наибольшей мере снижение котировок зафиксировано в страховых компаниях. Именно на них в относительно большей мере, чем на фирмах в других отраслях, сказались последствия указанного события. В меньшей мере снизились котировки предприятий, допустим, пищевой или фармацевтической промышленности.

Отсюда вытекают следующие характеристики систематического риска:

- он отражается на акциях любых компаний;
- степень флуктуации их котировок неодинакова по разным отраслям и видам деятельности.

Эти особенности проявления систематического риска учитываются так называемыми портфельными инвесторами, т.е. теми, кто вкладывает инвести-

¹ // Экономика и жизнь. Бухгалтерское приложение. 2002. № 25. С. 17–18.

² Там же.

³ Там же.

пии в акции разных компаний. В формируемом в результате портфеле акций степень воздействия систематического риска на общую совокупность акций может быть минимизирована.

Таким образом, при разумном подходе, диверсифицируя состав портфеля, т.е. варьируя набор принадлежащих владельцу акций, можно свести к минимуму систематический риск. Но полностью его устранить и в рамках портфельных инвестиций все-таки невозможно. Всегда остается какая-то часть недиверсифицируемых рисков. Как бы тщательно ни был подобран портфель акций, все равно его совокупная стоимость в меньшей или большей мере зависит от общих колебаний на фондовом рынке. Систематический риск, повторим в заключение, может быть уменьшен, но не устранен полностью посредством диверсификации портфеля акций.

ИЗМЕРЕНИЯ СИСТЕМАТИЧЕСКОГО РИСКА

Для измерений систематического риска используется так называемый коэффициент *бета* (β). С помощью этого коэффициента измеряется степень изменчивости доходности конкретной акции в зависимости от общей изменчивости доходности акций по всему фондовому рынку. Таким образом, коэффициент β характеризует риск получения дохода, связанного с данной акцией, то есть обусловленный чувствительностью показателей ее доходности к изменениям на фондовом рынке в целом.

Заметим, что вовсе не обязательно при расчете коэффициента β ориентироваться на изменения доходности всего фондового рынка. Обычно для этой цели используются своего рода представительные характеристики изменчивости этого рынка — фондовые индексы, например индексы S & P, Nikkei, PTC.

Коэффициент β определяется по следующей формуле:

$$\beta = \frac{\text{Ковариация взаимной изменчивости данной акции и общей совокупности акций на фондовом рынке}}{\text{Дисперсия по всему фондовому рынку}}$$

Представим, что в результате расчетов¹ коэффициента β по компании X получено значение 0,90. Это означает, что при росте общей доходности по всему фондовому рынку на 1 % доходность акций компании X растет на 0,9 %. По существу это — коэффициент эластичности изменчивости доходности данной акции в зависимости от ее изменчивости (доходности) по всему фондовому рынку. Отсюда при падении доходности по этому рынку в целом на 1 % снижение доходности акций компании X составляет 0,9 %.

Понятно, что при коэффициенте β , равным 1,0, изменение доходности, допустим, акций компании Y будет совпадать с изменением доходности по всему фондовому рынку, точнее, в расчете на индекс, представляющий условия его развития.

Линию на соответствующем графике, представляющую изменение выравненных значений дохода на акцию X или на акцию Y за рассматриваемый пе-

¹ Эти расчеты выполняются на основе обработки информации за достаточно длительный период времени специализированными консалтинговыми компаниями, например, компанией «АК & М» в России.

риод во взаимосвязи с изменениями общего уровня доходности по всему фондовому рынку, точнее, в расчете на выбранный индекс называют *характеристической линией*.

Важно отметить, что характеристическая линия при $\beta = 1,0$ проходит под углом 45° к началу координат. Если $\beta > 1,0$ (акция Z), то подобная линия имеет угол наклона больше 45° , а при $\beta < 1,0$ (акция X) — меньше 45° .

Отметим, что акцию Z (коэффициент $\beta > 1,0$) принято считать относительно более рискованной, чем совокупность акций, представленных тем или иным индексом, характеризующим состояние фондового рынка в целом. Это связано с тем, что при росте дохода на фондовом рынке в целом доход по акции Z растет в большей мере. Но и при падении дохода по рынку в целом снижение дохода по акции Z является более ощутимым.

Обратная ситуация характерна для акции X, у которой коэффициент $\beta < 1,0$. Такую акцию рассматривают как относительно менее рискованную. Иногда такого типа акции называют защищенными (от систематического риска).

Заметим, что только исследования за достаточно значительный период времени могут дать более или менее достоверную оценку коэффициента β . При этом надо иметь в виду, что повышение котировок отдельных акций может иметь характер, как пишет профессор экономики Йельского международного центра финансов Р. Шиллер, «спекулятивных пузырей».¹ Здесь, как он полагает, «действует механизм обратной связи, стимулирующий *чрезмерную* реакцию общества». Когда цена на акцию растет, отражая реальное повышение стоимости бизнеса, «внимание общества *приковано* к росту котировок». Отсюда дополнительный прирост цен на акции, непосредственно не связанный с изменением стоимости бизнеса.

«А когда они (цены акций. — В.Р.) начинают снижаться, это порождает *опасения*, ухудшает ожидания и спрос на акции, что стимулирует их дальнейшее падение».² Это дополнительное падение тоже непосредственно не связано с изменением стоимости соответствующего бизнеса. Таким образом, только длительные статистические наблюдения за поведением акций на организованном рынке ценных бумаг могут вычлнить более или менее реальные взаимосвязи между изменением котировок тех или иных акций и движением выбранного фондового индекса. Именно такого рода наблюдения могут отразить, если воспользоваться терминологией Р. Шиллера, «естественный процесс сдутия пузыря».³

Несистематический риск

Несистематический риск иногда обозначают термином *residual*, т.е. остаточный, присущий только конкретной компании. Оценка этого риска зависит от свойств именно этой компании условий ее функционирования. В противоположность систематическому риску, который, как мы отмечали, характеризует чувствительность конкретной акции на общие изменения на фондовом

¹ // Ведомости от 16.03.2001.

² Там же.

³ —

рынке, несистематический риск, можно сказать, индивидуализирован. Изменение дохода по акции в дополнение к влиянию систематического риска зависит, таким образом, от особенностей развития конкретной компании.

Упомянутый мной Р. Линг¹ полагает, что несистематический риск для акций конкретной компании может зависеть от следующих факторов:

- ключевой фигуры в компании;
- размеров компании;
- задолженности (соотношения собственного и заемного капиталов);
- недостаточной товарной диверсификации (продажи продукции только по 1–2 регионам, хотя их может быть, условно говоря, 50–60);
- недостаточной диверсификации самого производства в компании — оно ориентировано только на реализацию одного изделия, хотя другие подобные компании выпускают по меньшей мере 5–6 изделий;
- недостаточной истории развития самой компании, в т.ч. и сравнительно короткой кредитной истории (или ее полном отсутствии), что сказывается на повышенной стоимости заемных средств;
- особенностей развития бизнеса (отраслевых и по видам деятельности).

Часть этих рисков можно представить в виде делового риска (по представленному списку это 4-я и 5-я позиции) или финансового риска (3-я позиция). Их мы рассмотрим позднее. Здесь же следует, как нам кажется, рассмотреть возникшие в свое время в США проблемы корпоративного управления, обусловленные прокатившимися весной — летом 2002 г. скандалами, связанными с компаниями Enron, WorldCom и рядом других. Это должно отразиться и на самом списке отдельных элементов систематического риска. Теперь представленный список кажется явно недостаточным.

Исследование, выполненное известной консалтинговой фирмой McKinsey весной 2002 г., было ориентировано на выяснение того, какие риски являются наиболее значимыми для институциональных инвесторов. Исследование охватило именно эту категорию — 200 институциональных инвесторов из 31 страны, в т.ч. из России. Обработка результатов этого исследования показала, как утверждалось в FT (07.07.2002), что «главным фактором, влияющим на решения об инвестировании, 71 % опрошенных сочли *открытость² финансовой отчетности*».³ При этом «более 90 % инвесторов считают необходимым введение единого стандарта отчетности... За принятие стандарта IAS (т.е. МСФО, — В.Р.) в качестве общемирового стандарта в Западной Европе высказались 78 % инвесторов, в Восточной Европе и Африке — 76 %, в Азии — 65 %. В Северной Америке 76 % инвесторов являются сторонниками норм GAAP⁴ (США)».⁵

¹ См. главу 2: «Премии и скидки».

² Открытость информации — это один из факторов повышения стоимости бизнеса. «Идет постоянное накопление данных, — утверждает Г. Макроу III, президент McGraw-Hill, — индифферентных точку зрения, что высокие стандарты прозрачности и раскрытия информации имеют материальное воздействие на стоимость капитала» // Коммерсантъ от 03.06.2002.

³ // Ведомости от 09.07.2002.

⁴ Впрочем, в самой Северной Америке достаточно искушенные в бизнесе менеджеры считают GAAP менее рациональной системой, чем IAS (МСФО). Так, Г. Полсон — один из руководителей Goldman Sachs утверждает следующее: «Илишние усложненный, основанный на соблюдении буквы закона подход, лежащий в основе американской системы GAAP, удобен для манипуляций». «При этом, — полагает он, — есть Международные стандарты отчетности (IAS — МСФО), которым следует Евросоюз: они соблюдают в первую очередь дух закона, и их сторонники считают, что это более совершенная система» // Ведомости от 17.06.2002.

Отметим, что исследование выявило беспокойство части институциональных инвесторов условиями обеспечения прав акционеров в отдельных странах (47 % ответов). Инвесторы (43 % опрошенных) также «придают большое значение механизму регулирования рынка в стране, где предполагается разместить инвестиции».

Приведу результаты еще одного исследования применительно к российским компаниям. Это исследование, как отмечает П. Рушайло, проведенное рейтинговым агентством Standard & Poor's, «завершилось в середине августа» 2002 г. И далее: «Эксперты S & P изучали качество корпоративного управления 40 ведущих российских компаний... Изучалась исключительно информация о компаниях, доступная широкому кругу инвесторов».¹ Результаты этого исследования представлены в *таблице 5*.

ТАБЛИЦА 5. Уровень прозрачности российских компаний, %

Отрасль	Информация об акционерах	Права акционеров	Финансовая информация	Операционная производственная информация	Информация о руководстве	Вознаграждение высшего руководства	Общая раскрытость информации по отрасли
Нефть и газ	40	23	41	63	42	6	39
Энергетика	42	30	38	64	42	4	39
Телекоммуникации	64	46	65	75	57	32	60
Машиностроение	20	15	21	40	17	5	16
Металлургия	27	40	32	60	51	3	38
Пищевая промышленность	57	23	45	67	35	8	42
Средняя раскрытость информации по компоненту (т.е. по столбцу)	50	35	48	74	49	12	47

Конечный вывод этого исследования вполне очевиден: «качество раскрытия информации у российских компаний пока находится на невысоком уровне».² В последнее время здесь происходят позитивные изменения. Согласно данным,

Я думаю, что в США после упомянутой серии скандалов с отчетностью ряда крупных компаний количество сторонников GAAP поубавится. Позиция бывшего председателя Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) И. Костикова была примерно такой же: «Скандал показал, что GAAP проигрывает состязание с МСФО» // Ведомости от 19.08.2002.

Впрочем, существует еще одна точка зрения, сформулированная С. Дитица, главой PricewaterhouseCoopers: стандарты отчетности следует унифицировать по всему миру; нужна иная система отчетности, «в основу ее лягут Всемирные принципы финансовой отчетности (Global GAPP), единые для всех стран... деления на GAPP, IAS больше не будет» // Ведомости от 12.07.2002.

⁵ // Ведомости от 09.07.2002.

¹ // Коммерсантъ от 21.08.2002.

² Там же.

предоставленным аналитическим центром Heritage Foundation и газетой Wall Street Journal, в 2005 г. Россия поднялась с 124-го до 122-го места в группе «Преимущественно несвободные экономики».¹ Однако пока этих изменений все же недостаточно для того, чтобы признать уровень раскрытия информации как соответствующий условиям, признаваемым цивилизованными странами.

Очевидно, что представленные факторы должны быть учтены в рамках кумулятивной формулы обоснования ставки дисконтирования. Особо отметим, что такого рода характеристики опираются на достаточно представительные социологические исследования. Собственно говоря, сама схема кумулятивного построения ставки дисконтирования предполагает обобщение экспертных заключений, т.е. в конечном счете проведение своеобразных социологических исследований. Жаль, что нередко этот подход вырождается в нечто такое, что напоминает детскую игру в крестики-нолики.

Отмечу еще один, отсутствующий в «списке Линга» фактор несистематического риска, характерный для подавляющего большинства российских предприятий почти любой отрасли промышленности, может быть за исключением пищевой. Речь идет об износе оборудования.² По данным Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации, на начало 1999 г. износ оборудования по стране составлял около 70 %.³ За прошедшие 3,5 года степень износа стала еще более значительной.

Без существенного обновления оборудования трудно рассчитывать на сколько-нибудь устойчивое экономическое развитие. Это, как я уже отмечал, помимо всего прочего, предполагает создание условий для реальной оценки накопленного устаревшего по любым меркам оборудования. Отсюда и возможность повышения роли амортизации в качестве источника обновления оборудования. Сохранение же чрезмерно изношенного оборудования вызывает повышенные расходы на его капитальный ремонт (это снижает размер прибыли) и уменьшает стоимость бизнеса (через высокий уровень несистематического риска).

Ряд крупных российских компаний осуществил переоценку основных фондов на 01.01.2002 (РАО «ЕЭС», «Газпром», «Сургутнефтегаз»). В этих компаниях стоимость основных фондов повысилась более чем в 2 раза. Соответственно, должны были возрасти и амортизационные фонды этих компаний. Естественно, это могло привести к существенному уменьшению налогооблагаемой базы (прибыли) и потерям бюджета. В конце концов было найдено компромиссное решение: при определении налогооблагаемой базы нужно учитывать не весь прирост стоимости переоцененных основных фондов, а только 30 %. Такого еще нигде в мире не было. Но иные решения, без всякого сомнения, имели бы крайне неблагоприятные последствия или для бизнеса вообще, или для бюджета.

¹ // Коммерсантъ от 11.01.2006.

² В России на начало 1999 г. уровень износа оборудования в пищевой промышленности составлял 56,5 %. По международным меркам это все же достаточно высокий уровень износа. Например, «по германским правилам оборудование для производства продуктов питания» по истечении срока эксплуатации в течение 5 лет «полагается заменять» // Сегодня от 25.08.1997.

Значит, нормальная величина его износа должна быть 20–30 %.

³ // Ведомости от 23.05.2000.

Одно из таких решений, тягостных для бизнеса, заключалось в опрометчиво принятой Госдумой «технической» поправке в НК РФ, по которой со всей суммы переоценки на 01.01.2002, комментирует Н. Неймышева, «компаниям пришлось бы заплатить налог на прибыль по 24-процентной ставке».¹ Но, как оказалось, эта поправка привела бы к тому, что переоценившие свои основные фонды компании в конце концов остались бы даже должны бюджету. Вот почему столь жесткую поправку дезавуировали, приняв альтернативную поправку — «не учитывать положительную разницу от переоценки на 01.01.2002 в доходах».²

Отметим, что если бы прирост стоимости переоцененных основных фондов предприятий был учтен не в размере 30 % для целей налогообложения, а полностью, то от этого выиграли бы проводившие такую операцию предприятия (например, «Сургутнефтегаз» предполагал сэкономить на налогах с прибыли примерно 100 млн долл.).³ Но зато мог «проиграть» бюджет. Как утверждает Н. Меликова, «чиновники оценивали возможные потери бюджета в 100 млрд руб.».⁴ Но когда была принята поправка о 30-процентном учете новой амортизации, то, «по словам первого заместителя Министра финансов Сергея Шаталова... бюджет теряет при таком раскладе (учет 30-процентного повышения стоимости переоцененных основных фондов. — В.Р.) примерно 12 млрд руб.».⁵ Сопоставление приведенных цифр потерь бюджета свидетельствует о том, что чиновники Министерства финансов Российской Федерации «придумывали» пугающие цифры потерь: если 30 % «новой» амортизации стоит 12 млрд руб., нетрудно подсчитать, сколько стоит 100 % — не 100, а 40 млрд руб..

Были еще и совершенно удивительные предложения, например считать датой переоценки основных фондов не 01.01.200., а 31.12.2001.

Всего этого, как мне кажется, можно было бы избежать, если бы в законодательном порядке были отрегулированы условия переоценки основных фондов в зависимости от накопленной инфляции. Мне известны попытки отдельных законодателей решить эту проблему. Пока эти попытки оказались безрезультатными. Именно поэтому возникают экстравагантные решения о частичном учете прироста стоимости переоцененных основных фондов.

Я считаю, что вопрос о переоценке активов и прежде всего основных фондов связан с проблемой формирования материальных предпосылок для обновления изношенных основных средств производства. Совершенно прав Г. Красовский («НИКойл»): «Чтобы компании имели возможность обновлять оборудование, нужно учитывать переоценку полностью».⁶

Проведенный в июне 2002 г. опрос руководителей предприятий в рамках программы «Индекс деловой активности» показал резко возросшее беспокойство (более чем в 2 раза по сравнению с предыдущим исследованием) топ-ме-

¹ // Ведомости от 26.06.2002.

² Там же.

³ Там же.

⁴ // Независимая газета от 31.05.2002.

⁵ // Ведомости от 26.06.2002.

⁶ Там же.

неджеров российских предприятий по поводу проблемы «Изношенность основных средств производства». В июне 2002 г. эта проблема была поставлена ими на первое место среди десяти самых актуальных проблем, затрудняющих развитие бизнеса в России.¹ В последующих исследованиях указанная проблема, как правило, находилась на одном из первых трех мест.

Пренебрежительное отношение к необходимости организации переоценки основных фондов сложилось во властных структурах во второй половине 1990-х гг. Как известно, последняя общегосударственная переоценка основных фондов на 01.01.1998 была организована в соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 07.12.1996 № 1442. Вслед за этим постановлением начальник главного государственно-правового управления Президента Российской Федерации Р. Орехов направил Б. Ельцину официальное письмо (от 24.12.1996 № А6 1-3127). Приведем выдержки из этого письма с незначительными сокращениями: «В соответствии с абзацем 3-м п. 4 названного постановления Правительства Российской Федерации Госкомстату поручено организовать работу структурных подразделений территориальных органов государственной статистики, имеющих право предоставлять услуги по хозяйственным договорам, по оказанию на договорной основе консультативных услуг, связанных с переоценкой основных фондов. Данное положение означает, что органы государственной власти будут реализовывать государственные функции на договорной основе, что противоречит пункту 1 статьи 3 Федерального закона «Об основах государственной службы Российской Федерации», установившему, что указанная деятельность осуществляется только за счет средств федерального бюджета».

Наверное, это замечание имело смысл. Но как вполне разумно можно было выйти из этого положения? Предложить отменить этот злополучный пункт. Предложение же Р. Орехова было исключительно кардинальным. «...Полагаю, — писал он Президенту Российской Федерации, — это постановление правительства Российской Федерации «О переоценке основных фондов в 1997 г.» следует отменить как противоречащее Федеральному закону «Об основах государственной службы Российской Федерации». К письму был приложен проект указа Президента об отмене этого постановления.

Не знаю по какой причине, но Президент не дал хода этому письму. И переоценка все-таки состоялась.

Заметим, что эта акция Р. Орехова была своего рода продолжением действий российских нефтяных компаний по блокированию предыдущей переоценки основных фондов, которая должна была проходить в соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 25.11.1995 № 1148. Та переоценка могла проводиться или с помощью оценщиков, или на основе индексов переоценки, разработанных Госкомстатом. «После переоценки, — посчитали вошедшие в единый блок руководители нескольких нефтяных компаний, — цены на топливо... подскочат в 1,7—1,9 раза».¹ Ситуацию разъясняет автор публикации А. Тутушкин: «...Если... они (нефтяные компании. — В.Р.) переоценку

¹ // Коммерсантъ от 26.06.2002.

² // Коммерсантъ от 10.02.1996.

не проводят, а другие отрасли проводят, то нефтяникам придется приобретать все необходимое по более высоким ценам... Исходя из этого *наилучшим вариантом* для нефтяных компаний была бы... *отмена переоценки в целом по стране*.¹

Любопытно, что в то время в блок противников переоценки основных фондов входило и ОАО «Сургутнефтегаз». В 2001 г. общество *по собственной инициативе* провело переоценку своих основных фондов на 01.01.2002. А тогда, в феврале 1996 г., вице-президент «Сургутнефтегаза» В. Никифоров недвусмысленно заявил о том, что нужно «отложить переоценку».² В результате проведенной на 01.01.2002 переоценки стоимость основных фондов «Сургутнефтегаза» увеличилась со 165 до 450 млрд руб., т.е. в 2,73 раза.³ Напомню, что в 1996 г. «средний индекс переоценки для нефтяных компаний» составлял примерно ту же величину — 2,8 раза.⁴ Причем раньше такую переоценку по существу можно было проводить бесплатно (на основе индексов Госкомстата). Теперь же «Сургутнефтегазу» пришлось заплатить деньги за эксклюзивную работу оценщиков.

Я думаю, что изменение отношения руководства ОАО «Сургутнефтегаз» к переоценке основных фондов отражает общее стремление ведущих АО к большей открытости информации о собственном бизнесе. Определенную роль сыграло стремление как можно быстрее обновить устаревшие основные фонды, чего нельзя сделать без накопления соответствующего фонда амортизации.⁵ Но в конечном счете, как я полагаю, руководители «Сургутнефтегаза» исходили из естественного для современного менеджмента стремления обеспечить повышение уровня капитализации своей компании.⁶ И, проведя переоценку основных фондов, «Сургутнефтегаз» стал демонстрировать самые высокие темпы прироста котировок его акций на РТС. Согласно опубликованным данным на 04.04.2002, когда в основном была закончена переоценка в ОАО, покупка (последняя сделка) на РТС в расчете на 1 акцию этой компании составила 0,3460 долл., а спустя 3 месяца, когда стало очевидным решение Госдумы о зачете результатов переоценки на 30 %, — 0,4930 долл., т.е. котировки выросли на 42 %.⁷ Подсчитанные за тот же период приросты котировок по другим нефтедобывающим компаниям оказались ниже (в долл.):

- «Лукойл» — 21 % (17,140/14,150);
- «Мегионнефтегаз» — 12 % (5,500/4,930);
- «Оренбургнефть» — 38 % (9,100/6,680);
- «Сибнефть» — 33 % (2,140/1,600);

¹ Там же.

² Там же.

³ // Ведомости от 26.06.2002.

⁴ // Коммерсантъ от 10.02.1996.

⁵ «Цель переоценки основных фондов, — утверждают представители «Сургутнефтегаза», — получить средства на капитализацию и обновление изношенных основных фондов» // Ведомости от 23.08.2002.

⁶ Это стремление характерно, к сожалению, для весьма ограниченного круга руководителей российских предприятий. Как ни странно, но «российский менеджмент, — отмечал бывший председатель ФКПБ И. Костиков, — заинтересован в снижении стоимости своих компаний...» // Ведомости от 19.08.2002.

Замечу, что такой необычной заинтересованности нет ни в одной стране с корпоративно организованным бизнесом. Это, можно сказать, исключительная особенность российского бизнеса. Мне кажется, что она (особенность) серьезно затрудняет повышение инвестиционной привлекательности российских компаний. Правда, в последнее время это скрытое желание уменьшить стоимость собственной компании, которое не так давно было присуще ее топ-менеджерам, постепенно уступает стремлению повысить уровень капитализации компании.

⁷ // Ведомости от 05.04.2002 и от 11.04.2002.

- «Татнефть» — 11 % (0,6850/0,6375);
- «ЮКОС» — 13 % (10,620/8,270).

Итак, проведение переоценки основных фондов ОАО «Сургутнефтегаз» способствовало повышению уровня его капитализации. Жаль, что этого еще не осознали чиновники экономических ведомств. Чем дальше отодвигается общенациональная переоценка основных фондов, тем все более необычное оформление в конце концов может принять учет ее возможных результатов. В будущем возможны достаточно экзотические решения, подобные тем, которые были приняты Госдумой применительно к отдельным актам переоценки основных фондов в 2002 г.

Это, как мне кажется, весьма серьезная проблема. Дело в том, что в соответствии с Федеральным законом от 24.07.2002 № 110-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации», согласно комментариям Ю. Подпорина, вопрос о переоценке основных фондов был решен следующим образом: «результаты переоценок, проводимых после 01.01.2002, для целей налогообложения прибыли не будут учитываться...».¹ Какой же тогда смысл для бизнеса в их проведении? Как будет стимулироваться в масштабах экономики в целом обновление устаревшего в условиях инфляции оборудования? И будет ли вообще обеспечено простое воспроизводство основных производственных фондов?

С вопросом о переоценке основных фондов связана более общая проблема использования накоплений предприятий в качестве инвестиций. В середине сентября 2006 г. стало известно, что премьер М. Фрадков поручил МЭРТу и Минфину «изучить возможность восстановления инвестиционной льготы по налогу на прибыль».²

Согласно опубликованным расчетам, «возвращение инвестльготы привело бы к росту инвестиций на 21 % в промышленности в целом». Есть основания считать, что «потенциал инвестиционных налоговых вычетов» достигает 4-5 млрд долл. в год.

При определении несистематического риска должна быть учтена и такая особенность российского бизнеса, как зависимость от *региональных* условий его функционирования. Количественная оценка таких различий может быть дана с помощью специальных исследований, проводимых рейтинговым агентством журнала «Эксперт».

Безрисковая ставка

Совокупный уровень доходности по любой акции зависит от того, какая в конкретной экономике в целом складывается, условно говоря, *безрисковая став-*

¹ // Экономика и жизнь. Бухгалтерское приложение. 2002. № 33. С. 3--11.

Как вовремя провели переоценку основных фондов на 1 января 2002 года указанные крупные российские компании. Воистину «кто не успел, тот опоздал». А топ-менеджеры этих компаний, без всякого сомнения, весьма дальновидны.

² «Коммерсант», от 03.09.2006

ка. Согласно «Руководству по оценке стоимости бизнеса», безрисковая ставка — это тот доход, который может быть получен инвестором от инвестиций с гарантированным доходом, а значит, с достаточно низким уровнем доходности (п. 510.03, с. 124). Такой доход, как сказано в Руководстве, обеспечивали в США долгосрочные, 30-летние, казначейские обязательства.

«Более 20 лет, — пишет М. Труболюбов, — 30-летние бумаги служили последним убежищем для инвесторов в тех случаях, когда более доходные, но и более рискованные акции входили в полосы нестабильности. Эти акции были общепринятым ориентиром для долгосрочных процентных ставок».¹ «Они считались точкой отсчета для всех», — цитирует в этой статье аналитик «НИКойла» И. Чернышев.

Однако в последние 2 года функционирования администрации Б. Клинтона образовался профицит государственного бюджета США. В начале 2001 г. консультационный комитет по заимствованиям при Ассоциации участников рынка облигаций рекомендовал прекратить выпуск 30-летних облигаций: «их выпуск дорого обходится Минфину, а также противоречит планам правительства погасить в течение 10 лет государственный долг».²

Решение о прекращении выпуска 30-летних облигаций, принятое в декабре 2001 г., как писал В. Боулэнд в FT, привело к «столпотворению на рынке 30-летних казначейских облигаций. Перспектива исчезновения этой бумаги, считающейся *ориентиром из ориентиров*, привела к ее массовой скупке. Цена облигаций взлетела... ликвидность этого рынка резко упала: ввиду отсутствия продавцов объем торгов остается на невысоком уровне, и 30-летние облигации теряют свой статус «бумаги-ориентира». Представители американских инвестиционных банков говорят, что начинают рассматривать в качестве ориентира 10-летнюю облигацию».³

В начале декабря 2005 г. Министерство финансов США, пишут Д. Лагомарсино, К. Уолш, М. Уайхаус, приняло решение возобновить «выпуск 30-летних казначейских обязательств, которые долгие десятилетия считались *главными ориентирами* для мирового рынка капиталов... Первый выпуск будет размещен в начале 2006 г., последующие — с полугодовым интервалом».⁴ Появление вновь или, скорее, «триумфальное возвращение» (так называется статья указанных авторов) 30-летних облигаций соответствует реальным интересам участников рынка капиталов. До последнего времени инвесторы сетовали на то, что «они лишились ориентира для определения доходности других бумаг с более высокими рисками».

Дело в том, что после прекращения выпуска 30-летних облигаций рынок капитала лишился ценной бумаги, «альтернативы для которой нет». Д. Сера, управляющий портфелем американского пенсионного фонда TIAACREE Investment Management, рассматривает возвращение на рынок 30-летних облигаций как «большое событие».

¹ Труболюбов М. Инвесторы лишились ориентира // Ведомости от 01.11.2001.

² // Ведомости от 22.03.2000.

³ // Ведомости от 05.08.2005.

⁴ Там же.

А что может быть рекомендовано использовать в качестве условного ориентира безрисковой ставки для соответствующих расчетов в России? Прежде всего хочу отметить, что в печати обозначена своеобразная позиция бывшего руководителя департамента внешнего долга Министерства финансов Российской Федерации В. Черепанова. Так, рассматривая, на мой взгляд, действительно достаточно спорные предложения Национальной фондовой ассоциации (НФА) России, он совершенно безосновательно подвергает сомнению высказанную в рамках этих предложений идею использования государственных ценных бумаг в качестве ориентира оценки безрисковой ставки. Упомянутые предложения НФА исходят, в частности, из того, что подобный ориентир в рыночной экономике необходим. И это правильно. Однако такое понимание «бумаги-ориентира» В. Черепанов пренебрежительно называет «пассажем» письма-предложения НФА.

Более того, по его мнению, это предложение «вновь вытаскивает на свет *замшелый* (?) аргумент о насущной потребности существования *некоего* процентного индикатора в виде величины рыночной доходности ценных бумаг».¹ Приведу цитируемую В. Черепановым часть письма НФА: «Сегодняшние параметры рынка госбумаг не позволяют ему выполнять важнейшие для экономики функции — задавать так называемую безрисковую ставку, являющуюся точкой отсчета, ориентиром для финансового рынка».² В чем же, однако, «замшелость» этих положений? Вот как В. Черепанов критикует это положение письма НФА, которое воспроизводит общеизвестные суждения относительно роли «бумаги-ориентира» безрисковой ставки в рыночной экономике.

Да, считает В. Черепанов, «ту ставку процентного дохода, которую получает банк от инвестиций в государственные ценные бумаги, совершенно справедливо называют безрисковой... Если это и индикатор, то лишь для федерального бюджета. И больше ничего!» Вот тебе и на! Оказывается, казначейские обязательства как в России, так и за рубежом нельзя рассматривать в качестве безрисковой ставки для инвесторов. Такую позицию, конечно, нельзя назвать «замшелой». Но и согласиться с ней тоже никак нельзя. Во всяком случае в теории оценочной деятельности безрисковая ставка является обязательным индикатором, без которого невозможно установление ставки дисконтирования предполагаемых в будущем доходов от оцениваемого бизнеса.

В практических работах по оценке стоимости бизнеса (пакетов акций) я обычно использую в качестве безрисковой ставки или норму процентных выплат по банковским депозитам (по банкам высокого уровня надежности) в рублях или СКВ (доллары, евро) при соответствующих расчетах в рублях или в валюте, или ставки купонного дохода по евробондам российских эмитентов, в т.ч. и государственных структур.

Так, евробонды Russia GLB — 03, 05, 07, 10, 18, 28, 30, т.е. 7 евробондов (в долларах) с разными сроками погашения (2003—2030 гг.), имели средний купонный доход, равный 9,64 %, а по трем евробондам (в евро) также с разными сроками погашения (2003—2004 гг.) — 9,125 %. Примерно таким же образом я

¹ Черепанов В. Требование роскоши // Ведомости от 13.02.2001.

² Там же.

бы рекомендовал фиксировать безрисковую ставку при последующем определении ставки дисконтирования при расчетах в соответствующей валюте.

Сравнение безрисковых ставок в России в долларах или в евро, с одной стороны, и, скажем, в США, Германии, в других странах в одинаковой валюте, с другой стороны, позволяет, как мне кажется, оценить меру странового риска. Это означает, что само понятие страновой безрисковой ставки достаточно условно — сравнение с подобными ставками в других странах позволяет установить межстрановую разницу в безрисковых ставках. Кроме того, при формировании общей ставки дисконтирования, основывающейся, допустим, на российской безрисковой ставке, уже нет нужды добавлять к общему результату дополнительную характеристику странового риска.

Каково, однако, «наполнение» межстрановой разницы в безрисковых ставках? Значительная разница не в пользу России связана с общими условиями развития экономики в целом. И самый важный элемент формирования высокого уровня безрисковой ставки в России — это, конечно, то, что наша страна находится в начале пути создания нормальной правовой среды для развивающегося бизнеса. Такая среда пока только формируется. М. Фридман, нобелевский лауреат по экономике, в связи с этим вынужден был пересмотреть некоторые собственные представления о системе приоритетов в общественном развитии России. Вот его слова: «После краха коммунизма я говорил: приватизация, приватизация и приватизация. Я был не прав. Чтобы построить рыночную экономику, этого недостаточно. Приватизация лишена смысла, если нет правового государства».¹

М. Фридман — один из разработчиков рейтинга экономической свободы в отдельных странах. В 2002 г. в этом рейтинге Россия заняла 116-е место из 123 стран. Впереди — Гонконг (1), Сингапур (2), США (3), Великобритания (4).²

И тем не менее Россия становится все более привлекательной для внешних инвесторов. Об этом, в частности, свидетельствуют исследовательские прогнозы инвестиционного банка Goldman Sachs, который рекомендовал инвесторам в 2006 году вкладываться, как пишет обозреватель газеты «Ведомости» Б. Грозовский, «в растущие валютные и фондовые рынки России...».³ Такая рекомендация авторитетного среди инвесторов банка во многом связана с тем, что российский бизнес постепенно становится все более транспарентным.

Деловой риск

Деловой риск, или иначе — операционный риск, характеризует неопределенность развития бизнеса, связанную с получением операционной прибыли.

Деловой риск обусловлен влиянием следующих факторов:

- колебаниями объемов реализации (продаж);
- уровнем постоянных операционных издержек.

¹ // Ведомости от 27.06.2002.

² Там же.

³ // Ведомости от 16.12.2005.

Так, при более или менее неизменном уровне постоянных издержек колебания объемов продаж непосредственно отражаются на величине операционной прибыли. В то же время при примерно одинаковых размерах реализации повышение постоянных издержек, например, в связи с ростом тарифов на потребляемую электроэнергию непосредственно отражается на величине операционной прибыли.

В силу разных по видам деятельности уровней постоянных издержек деловой риск неодинаков в отдельных отраслях.

В США многие специалисты полагали, что электроэнергетические компании характеризуются низкой степенью делового риска. Они считали, что здесь более или менее стабильные размеры выручки и почти не меняются постоянные издержки; отсюда, казалось, и незначительные колебания операционной прибыли. Однако экономическая ситуация недавнего времени, и особенно в 2000 г. в Калифорнии, показала, что на самом деле энергетическим компаниям свойственен высокий деловой риск. Летом 2000 г. в США отмечались резкие колебания в поставках электроэнергии; соответственно — и колебания в выручке и, следовательно, в динамике операционной прибыли.

Подобные колебания операционной прибыли были характерны и для российской электроэнергетики, правда, по другой причине. При маломеняющемся уровне постоянных издержек недостаточная регулярность платежей за использованную электроэнергию нередко приводила к уменьшению операционной прибыли; в конечном счете это выражалось в увеличении операционного риска электроэнергетических компаний.

Какие же отрасли более или менее благополучны в отношении делового (операционного) риска? Выскажу свою точку зрения. По моему мнению, это отрасли, ориентированные на конечное потребление, в отношении которых спрос меняется в малозначительных пределах в зависимости от изменения общего уровня потребительских расходов, т.е. отрасли, так или иначе связанные с потребительским спросом населения, для которых характерен коэффициент эластичности, близкий к 1,0. Это означает, что при увеличении доходов населения на 1 % спрос на продукцию фирм этих отраслей растет примерно в той же пропорции. Какие же отрасли я имею в виду? Это пищевая промышленность, розничная торговля, базовые виды услуг.

А в каких отраслях фирмы испытывают сравнительно больший деловой риск? Это отрасли, «болезненно» реагирующие на циклические изменения в экономическом развитии в целом.

В связи с этим, я полагаю, относительно больший деловой (операционный) риск характерен для производства *орудий труда*: машин, оборудования, других технических средств. Колебания экономического развития в целом в относительно большей мере отражаются на отраслях, ориентированных на выпуск орудий труда. Отсюда — и относительно большая подверженность функционирующих в такой отрасли компаний деловому (операционному) риску.

Эту точку зрения можно подтвердить оценками М. Оверченко и Б. Сафронова. «Наверное, — пишут они, — большинство инвесторов (в США. — В.Р.) предпочли бы забыть о первом полугодии 2002 г. как о страшном сне. Исключением, как всегда в смутные времена, стали компании, производящие «вечные

ценности», товары массового повседневного спроса».¹ Авторы приводят слова аналитика «НИКойла» А. Казакова: «Профессиональные инвесторы предпочитают работать с защищенными акциями, которые менее подвержены воздействию негативной конъюнктуры. Эти компании ориентированы на... товары массового повседневного спроса, от которых невозможно отказаться...».²

Напомним, что «товары, от которых невозможно отказаться» — это такие предметы потребления, эластичность спроса на которые в зависимости от потребительского дохода близка к 1,0. Именно для компаний, выпускающих такие товары (услуги), характерны «защищенные акции», т.е. их коэффициент β ниже 1,0 или близок к 1,0.

Что касается «рисковых» акций, т.е. акций тех компаний, в которых коэффициент β существенно выше 1,0, то они характерны, к примеру, для телекоммуникационных компаний, эластичность спроса на большинство услуг которых существенно больше 1,0. Выше, чем в среднем, у этих же компаний и коэффициенты β .

Рассмотрим наиболее важные условия формирования делового риска.

Во-первых, это колебания спроса. Чем стабильнее спрос на продукцию компании, тем вероятнее получение устойчивой выручки, а значит, и относительно меньше уровень делового риска.

Во-вторых, это неустойчивость цен реализации. Эти колебания также отражаются на величине выручки соответствующих компаний, отсюда — и повышение делового (операционного) риска.

Приведу пример. Весной — летом 1998 г. РФФИ пытался продать достаточно крупный пакет акций государственной компании «Роснефть». Однако две предпринятые попытки ни к чему так и не привели — претендентов на акции «Роснефти» не оказалось. Это было связано с резким падением цен на нефть на мировом рынке летом 1998 г. и соответствующим повышением делового риска инвестиций в данную компанию — выручка снизилась, а постоянные затраты остались примерно на том же уровне, что и прежде — до обозначившегося летом 1998 г. резкого снижения цен на нефть на мировом рынке.

В-третьих, это возможности самой компании повышать цены на выпускаемые ею товары (предоставляемые услуги). Если у компании есть такие возможности, то с помощью повышения цен она в состоянии компенсировать их рост на используемые ею ресурсы, а значит, на повышение уровня постоянных затрат. Тем самым компания может уменьшить или даже вообще нейтрализовать колеблемость постоянных затрат.

Ясно, что такой маневр относительно легче выполнить компаниям, контролирующим ситуацию на соответствующих рынках, на которых цены на товары (услуги) не подвержены жесткому государственному регулированию.

Заметим, что одна из причин формирования в России вертикально-интегрированных нефтяных компаний (ВИНК) заключается в том, что с их помощью стало возможно существенное сокращение делового (операционного) риска. Контролируя поставки нефти со стороны добывающих дочерних компа-

¹ // Ведомости от 03.07.2002.

² Там же.

ний, материнская компания (в рамках ВИНК) стремится обеспечить такие поставки по достаточно устойчивым, относительно заниженным ценам. Зачастую с этим связано и стремление компании к минимизации налоговых отчислений. «Одна из выгод принадлежности к корпорации, — отмечают Т. Коупленд и его соавторы, — ...заключается в возможности наладить систему трансфертного ценообразования таким образом, чтобы прибыль удерживалась за теми подразделениями, которые позволяют облегчить налоговое бремя».¹

В-четвертых, это различия в удельных весах постоянных издержек в рамках общих производственных затрат по отдельным отраслям. Ясно, что чем выше эта доля в той или иной компании, тем значительнее присущий ей деловой риск. Именно поэтому при прочих равных условиях повышение доли постоянных издержек в общей сумме производственных затрат приводит к увеличению делового риска. Отсюда понятно, что отрасли и занятые в ней компании с относительно высокой долей постоянных издержек в общей сумме производственных затрат отличаются и сравнительно более высоким уровнем делового (операционного) риска.

Рассмотрим, как влияют такие условия, как колеблемость выручки и уровень постоянных издержек, на изменение делового риска (табл. 6). Допустим, у компании есть две программы развития.² Какая из них обеспечивает относительно меньший деловой риск?

Программа I:

- продажная цена изделия = 2 долл.;
- постоянные издержки = 20 000 долл.;
- переменные издержки = 1,50 долл. на 1 изделие.

Программа II:

- продажная цена изделия = 2 долл.;
- постоянные издержки = 60 000 долл.;
- переменные издержки = 1,00 долл. на 1 изделие.

Программа I предусматривает относительно небольшую долю постоянных издержек в общей сумме эксплуатационных затрат за весь период (10,8 % — 140 000/1295 000). Предполагается, что эта программа ориентируется на использование традиционного оборудования и не предусматривает ввод в действие новейших орудий труда и внедрение современных технологических процессов. Отсюда и та часть постоянных затрат, которая связана с амортизационными отчислениями и затратами на ремонт и обслуживание используемого оборудования, будет относительно низкой. Низкой окажется и общая величина постоянных затрат.

Программа II предполагает внедрение новейших технических средств и современных технологических процессов. В конечном счете это отражается на величине постоянных затрат (главным образом в результате увеличения амортизации). Уровень их выше, чем в расчетах к программе I (в программе I — 10,8 %, в программе II — 35 % — 420 000/1190 000).

¹ Коупленд Т., Колаер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М., 1999. С. 345.

² Этот пример приводится в книге: Бриггс Ю. Энциклопедия финансового менеджмента. М.: РАГС — Экономика, 1998. С. 602–604.

ТАБЛИЦА 6. Сопоставление двух программ развития с разными характеристиками делового риска

I		II									
Годы	Количество реализованных изданий, тыс. шт.	Объем продаж, тыс. долл.	Эксплуатационные издержки	Всего, тыс. долл.	Операционная прибыль, тыс. долл.	Всего, тыс. долл.	Операционная прибыль, тыс. долл.				
			Постоянные, тыс. долл.	Переменные, тыс. долл.		Постоянные, тыс. долл.	Переменные, тыс. долл.				
1	0	0	20	—	-20	0	0	60	—	60	-60
2	40	80	20	60	80	40	80	60	40	100	-20
3	60	120	20	90	110	60	120	60	60	120	0
4	110	220	20	165	185	110	220	60	110	170	50
5	160	320	20	240	260	160	320	60	160	220	100
6	180	360	20	270	290	180	360	60	180	240	120
7	220	440	20	330	350	220	440	60	220	280	160
Σ	770	1540	140	1155	1245	770	1540	420	770	1190	350

ТАБЛИЦА 7. Характеристики программы I и расчет коэффициентов делового риска

Годы	Объем, тыс. долл.	Прирост по отношению к предшествующему году, тыс. долл.	Коэффициент формулы
Прибыль			
4	35	25 (35-10)	$25/10 = 2,500$
5	60	25 (60-35)	$25/35 = 0,7143$
6	70	10 (70-60)	$10/60 = 0,1667$
7	90	20 (90-70)	$20/70 = 0,2857$
Продажи			
4	220	100	$100/120 = 0,8333$
5	320	100	$0/220 = 0,4545$
6	360	40	$40/320 = 0,1250$
7	440	80	$80/360 = 0,2222$

Также неодинаковы у рассматриваемых программ и точки безубыточности: для программы I — это выпуск 40 000, для программы II — 60 000 штук изделий (эти показатели выделены в *таблице 6*).¹

Программа II связана с более высокой долей постоянных затрат, поэтому ей свойственен более высокий деловой (операционный) риск, чем программе I. Компенсацией за принятие более значительного риска являются сравнительно более высокие объемы прибыли — по программе II за весь период ее объем составит 350 000 долл., а по программе I — 245 000 долл.

Сопоставим деловые риски по рассматриваемым программам развития компании. Показатели делового риска по годам определяются по следующей формуле:

$$\text{Деловой риск} = \frac{\Pi_1 - \Pi_0}{\Pi_0} : \frac{P_1 - P_0}{P_0},$$

где $\Pi_1 - \Pi_0$ — прирост прибыли (Π) за отчетный год по отношению к предыдущему (базовому) году;

$P_1 - P_0$ — прирост объема реализации (P) за отчетный год по отношению к предыдущему (базовому) году.

Рассмотрим показатели делового риска по программе I. Здесь точка безубыточности достигается на 2-й год, поэтому 3-й год должен выступать как базовый для расчетов характеристик делового риска. Сами же расчеты можно выполнять начиная с 4-го года. Результаты расчетов приведены в *таблице 7*.

По программе I коэффициенты делового риска (операционного) по годам выглядят так:

- 4-й год: $3,0000 - 2,5000 / 0,8333$;
- 5-й год: $1,5716 = 0,7143 / 0,4545$;
- 6-й год: $1,3336 = 0,1667 / 0,1250$;
- 7-й год: $1,2858 = 0,2857 / 0,2222$.

Как видно, из года в год деловой риск по программе I снижается вследствие того, что доля постоянных издержек в совокупных затратах уменьшается.

Представим характеристики делового риска по программе II. Здесь расчеты характеристик следует начинать не с 4-го, а с 5-го года. Это связано с тем, что точка безубыточности достигается в 3-м году и базой для расчетов выступает не 3-й, а 4-й год. Опустим расчеты и представим окончательные оценки. Вот характеристики делового риска по двум программам, начиная с 5-го года.

В *таблице 8* представлены коэффициенты делового риска по двум программам, начиная с 5-го года.

ТАБЛИЦА 8. Сопоставление коэффициентов делового риска по двум программам

Программа	5-й год	6-й год	7-й год	Сумма	Средний коэффициент
Программа I	1,5716	1,3336	1,2858	4,1910	1,3970
Программа II	2,2002	2,0000	0,5999	4,8001	1,6003

¹ Точка безубыточности определена по формуле: Постоянные издержки / (Цена 1 ед. — переменные издержки). Для программы I эта точка: $20\,000 / (2,0 - 1,5) = 40\,000$, для программы II: $60\,000 / (2,0 - 1,0) = 60\,000$.

Выбор того или иного варианта развития компании в конечном счете должен быть сделан собственниками компаниями, ее акционерами. И здесь есть над чем подумать, прежде чем будет принято окончательное решение:

- в целом программа I имеет относительно меньший риск, чем программа II (у программы I меньше средний показатель делового риска за 5–7-е годы). Значит, эта программа в целом относительно менее рискованная. И это связано с тем, что доля постоянных издержек по этому плану сравнительно ниже;
- но начиная с 7-го года программа II обеспечивает относительно меньший деловой риск, а именно 0,5999 (против 1,2858 по 1-му плану), а значит, и относительно меньший риск развития компании;
- выбор той или иной программы развития зависит от того, в каком соотношении для владельцев компании находятся условия достижения ближайших и отдаленных перспектив развития бизнеса. При ориентации на ближайшие перспективы более предпочтительна программа I (но она ориентирована на относительно более отсталую техническую базу развития). В том случае, когда преобладающее значение для собственника (акционеров) приобретают отдаленные перспективы развития, более привлекательна программа II. Она основывается на более совершенной технической базе и в конце рассматриваемого периода обеспечивает относительно менее значительный деловой (операционный) риск, чем программа I.

В заключение заметим, что более высокая средняя рисковость программы II связана с тем, что она ориентируется на использование более существенных, чем программа I, капиталовложений в развитие технической базы компании.

Финансовый риск

Финансовый риск характеризует финансовую зависимость компании от кредиторов. Этот риск полностью или почти полностью приходится на владельцев обыкновенных акций, т.е. на собственников компании. Объясняется это тем, что от величины финансового риска зависит та часть их доходов, которая связана с получаемыми дивидендами. Ведь решение о выплате дивидендов может быть принято только после формирования чистой прибыли, иначе говоря, вслед за выплатами, связанными с погашением и обслуживанием полученных кредитов и других заемных средств.

Формула для расчета финансового риска подобна той, которая применяется при определении делового (операционного) риска:

$$\text{Финансовый риск} = \frac{D_1 - D_0}{D_0} : \frac{\Pi_1 - \Pi_0}{\Pi_0},$$

где, помимо уже использованных обозначений, D_1 , $- D_0$ — прирост дивидендов за отчетный год по отношению к предыдущему году (D_0).

Финансовая зависимость компании образуется в результате использования ею заемных средств (кредитов), а также облигаций и привилегированных акций. Связанные с ними выплаты из валовой прибыли имеют фиксированный характер. Размеры этих выплат заранее известны до распределения прибыли.

Рассмотрим иногда возникающий вопрос о том, к какой общей категории рисков — систематическому или несистематическому относится финансовый риск. Речь идет о том, оказывает ли повышение уровня финансовой зависимости, связанной с увеличением доли заемных средств в общем объеме используемых компанией активов, на изменение систематического риска, характерного для АО.

Несмотря на то что соотношение собственных и заемных средств — это характеристика, присущая *конкретной компании*, а значит, и связанная, на первый взгляд, с несистематическим риском, все же следует, как мне кажется, признать, что при определенных условиях увеличение доли заемных средств сказывается на чувствительности котировок акций компании к системным изменениям на фондовом рынке. Отсюда — утверждение о том, что в результате складывается и изменение коэффициента β , фиксирующего степень такой чувствительности. Вот что по этому поводу говорится в монографии Ю. Бриггса «Энциклопедия финансового менеджмента»: «Как теоретически, так и на практике... показано, что «бета» компании повышается с уровнем ее финансовой зависимости».¹

Эта точка зрения не является общепринятой. Так, в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса» сказано: «Авторы рекомендуют производить при применении метода CAPM (далее я рассмотрю этот метод. — В.Р.) две отдельные корректировки на рисковые дифференциалы: одну, связанную с размером компании, и вторую, относящуюся ко всем другим факторам риска» (п. 515.16, с. 133).

Другими словами, авторы Руководства отделяют коэффициент β (представлен в формуле CAPM) от «всех других факторов риска», которые, как я уже отмечал, они (авторы) относят к категории несистематического риска, считая их (в приведенной цитате) «другими факторами риска». Перечень этих факторов риска систематизирован в пункте 510.15 на странице 126 Руководства. Один из элементов «других факторов риска» — это «финансовый риск компании», в частности «увеличивающиеся коэффициенты левереджа (отношение заемных средств к объему капитала)» (п. 510.15, с. 126).

Таким образом, авторы Руководства не связывают финансовый риск с изменением коэффициента β . По их мнению, эта категория риска относится к несистематическому риску.

Мне кажется, что такая позиция является излишне жесткой. Однако важно ответить на вопрос: почему коэффициент β зависит от степени финансового риска. Отвечаем: потому что если в коэффициенте β аккумулируется финансовый риск, то его влияние (этого риска) *не должно* учитываться в последующем, т.е. при корректировке исходной оценки ставки дисконтирования с учетом факторов несистематического риска. Но если коэффициент β не учитывает финансовый риск, то такая корректировка *необходима*.

¹ Бриггс Ю. Энциклопедия финансового менеджмента. М.: РАГС — Экономика, 1998. С. 616.

Моя точка зрения по этому вопросу сводится к следующему:

- если доля заемных средств в общей сумме используемых компанией ресурсов является более или менее стабильной (меняется в малозначительных пределах), то несущественное изменение этого отношения не сказывается на коэффициенте β ;
- если же доля заемных средств заметно, скажем скачкообразно, возрастает, то в этом случае неизбежно изменение чувствительности котировок акций, измеряемой коэффициентом β , к общим изменениям на фондовом рынке.

Приведем условный пример. Допустим, четыре человека решили создать ЗАО. Если капитал компании состоит только из обыкновенных акций, каждый из учредителей должен оплатить по 25 % этих акций. Каждый будет нести одинаковые с другими учредителями риски.

Теперь представим, что тот же по объему капитал ЗАО на 50 % состоит из обыкновенных акций, а на 50 % — из обязательств, т.е. заемных средств с фиксированными размерами выплат. В этом случае на тех учредителей ЗАО, которые оплатили обыкновенные акции, затратив на это в 2 раза меньше средств, чем в первом случае, ляжет дополнительный риск, в т.ч. и риск банкротства. Во втором случае каждая акция будет более рискованной, чем в первом. Использование обязательств с фиксированными размерами выплат приводит к повышению риска инвестиций в обыкновенные акции, их обладатели получают причитающуюся им часть прибыли только после удовлетворения требований тех, кто предоставил заемные средства.

При установлении зависимости коэффициента β от изменения соотношения собственных и заемных средств можно выделить два принципиальных момента:

- чем выше доля заемных средств, тем более значительными будут выплаты процентов и размеры погашения основной суммы задолженности, тем меньше из оставшейся части прибыли придется (останется) на выплату дивидендов по обыкновенным акциям;¹
- чем больше поступлений заемных средств, тем выше будут выплаты процентов по каждой дополнительной «порции» этих привлекаемых ресурсов. Почему? Потому что с привлечением каждой дополнительной «порции» заемных средств возрастает риск их предоставления и для самих кредиторов.

Проиллюстрируем последнее утверждение на следующем условном примере.² В компании А объем заемных средств увеличивается последовательно «порциями» по 20 000 долл. По уставу компании А верхний предел заимствований не может быть более 60 % всего используемого капитала в 200 000 долл., то есть не более чем 120 000 долл. Каждая дополнительная «порция» может

¹ Правда, условия выплат дивидендов немного более сложные, чем отмеченная зависимость от финансового рынка. «В России, — отмечает председатель Комитета Госдумы по собственности В. Плескачевский, — дивиденды платят намного меньше, чем во всех развитых странах. Более того, — добавляет он, — у нас в стране закрепились чуждая практика не платить дивиденды вообще». Это, как считает В. Плескачевский, «нарушение прав миноритарных акционеров» // Коммерсантъ от 06.10.2006.

² Пример приводится в книге: Брихман Ю. Энциклопедия финансового менеджмента. М.: РАГС — Экономика, 1996. С. 606. Я использовал этот пример с некоторыми корректировками.

быть получена по более высокой ставке процентных выплат по отношению к предыдущей «порции», учитывая возрастающий риск невозвратности заемных средств (табл. 9).

ТАБЛИЦА 9. Процентные ставки для «порций» заемных средств компании А по вариантам

Заемные средства (каждая следующая «порция» — 20 000 долл. — варианты, долл.)	Доля заемных средств в общей сумме используемого капитала компании А (200 000 долл.), %	Процентные ставки по заемным средствам в целом
20 000	10	8,0
40 000	20	8,3
60 000	30	9,0
80 000	40	10,0
100 000	50	12,0
120 000	60	15,0

Представим вариант № 1 развития компании А без заемных средств; выручка составляет 200 000 долл.:

- 1) выручка — 200 тыс. долл.;
- 2) постоянные издержки — 40 тыс. долл.;
- 3) переменные издержки — 120 тыс. долл.;
- 4) общие издержки — 160 тыс. долл.;
- 5) прибыль до уплаты процентов и налогов — 40 (200 — 160) тыс. долл.;
- 6) выплата процентов — 0 %;
- 7) прибыль до уплаты налогов — 40 тыс. долл. (40 — 12);
- 8) налоги (40 %) — 16 тыс. долл.;
- 9) чистый доход после уплаты налогов — 24 тыс. долл.;
- 10) доход на 1 акцию (всего акций 10 000) — 2,4 долл.

Вариант № 2 сформирован в расчете на тот же объем выручки компании 200 000 долл., но с привлечением заемных средств 100 000 долл., остальные 100 000 долл. — акционерный капитал ЗАО. Общая величина используемого капитала — 200 000 долл.; доля заемных средств в общем капитале равна 50 %. За использование заемных средств полагается выплата процентов. Общее количество обыкновенных акций — 5000.

Воспользуемся той же схемой расчета, но начиная с позиции 5:

- 5) прибыль до уплаты процентов и налогов — 40 тыс. долл.;
- 6) выплата процентов (из таблицы 9 при доле заемных средств в 50 % процентная ставка составляет 12 %) за использование заемных средств на сумму 100 000 долл. — 12 %;
- 7) прибыль до уплаты налогов — 28 тыс. долл.;
- 8) налоги (40 %) — 11,2 тыс. долл.;
- 9) чистый доход после уплаты налогов — 16,8 тыс. долл.;
- 10) доход на 1 акцию (всего акций — 5000) — 3,36 долл.

Вариант № 3, как и вариант № 2, рассчитан на объем выручки 200 000 долл. и ту же величину совокупного капитала — 200 000 долл., но с меняющимися

долями заемных средств в его составе (до установленного размера в 60 %) и собственного капитала. Также рассчитаны показатели дохода на 1 акцию (табл. 10).

ТАБЛИЦА 10. Показатели дохода на 1 акцию

Доля заемных средств, %	Ожидаемый доход на 1 акцию, долл.	Количество обыкновенных акций, тыс. шт.
0	2,40	10
10	2,56	9
20	2,75	8
30	2,97	7
40	3,20	6
50	3,36	5
60	3,30	4

Таким образом, установлена максимальная доля заемного капитала для компании А. Она равна 50 %. Этому уровню заимствований соответствует максимальная величина ожидаемого дохода на 1 акцию — 3,36. Однако пока еще нельзя ответить на вопрос, является ли указанная доля (50 %) оптимальной. Ответ на этот вопрос можно получить в результате дополнительных расчетов, основанных на использовании модели CAPM и понимании того, как складывается средневзвешенная стоимость капитала — WACC. Вернемся к этому расчету после рассмотрения указанных вопросов теории оценки стоимости бизнеса.

CAPM — модель оценки капитальных активов

CAPM (Capital Assets Pricing Model) — модель оценки капитальных активов была разработана в начале 60-х гг. прошлого столетия У. Шарпом, лауреатом Нобелевской премии по экономике.¹ Это наиболее распространенный способ оценки доходности акций.

Помимо этой модели, для оценки стоимости акций применяются:

- модель роста дивидендов;
- теория арбитражного ценообразования (АРТ);
- кумулятивный подход;
- факторные модели.

Но наиболее распространенной является CAPM. Американский журнал «Форчун» регулярно в конце года публикует сведения о 500 наиболее крупных компаниях США. Как оказалось (публикация журнала за 2000 г.), в 450 компаниях для прогнозирования перспектив развития бизнеса и, в частности, для оценки изменения стоимости одной обыкновенной акции применяется CAPM.

¹ В изданной на русском языке книге У. Шарпа, Г. Александера, Д. Бейли «Инвестиции» подробно рассматривается «первоначальная версия CAPM» (см. Шарп У., Александер Г., Бейли Д. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1997. Гл. 10).

Общая формула CAPM следующая:

$$R_i = R_f + \beta_i [R_m - R_f],$$

- где R_i — доход на акцию (i);
 R_f — безрисковая ставка доходности;
 R_m — среднерыночная ставка доходности;
 $R_m - R_f$ — премия за риск инвестирования (приобретения) акции;
 β_i — коэффициент бета для компании (i).

Если оценивается закрытая российская компания или ОАО, акции которого не котируются на организованном рынке ценных бумаг, для обоснованного применения CAPM следует обосновать величину β на основе данных о компаниях-аналогах, а также выполнить корректировки, учитывающие несистематический риск инвестирования в компанию. Безусловно, должны быть учтены такие специфические для компании риски, как:

- риск за закрытость компании. Ясно, что инвестирование средств в ЗАО из-за его относительно меньшей транспарентности является заведомо более рисковым по сравнению с действительно открытой компанией, акции которой котируются на организованном рынке ценных бумаг (по закону такая компания должна предоставлять публике информацию о своей деятельности);
- риск, связанный с инвестированием в небольшие компании.

Остановимся на проблеме корректировки CAPM, связанной с оценкой недостатка ликвидности соответствующих акций. В литературе представлены два возможных решения:

- учет рисков приобретения малоликвидных акций при добавлении соответствующей оценки риска к результатам, полученным с помощью CAPM, то есть к установленной предварительно ставке дисконтирования. Этот подход упоминается в Руководстве (п. 515.23, с. 135);
- корректировка полученного результата оценки доходности акций (без учета недостаточной ликвидности) с помощью скидки за недостаток ликвидности.

Второй метод мне кажется более приемлемым, поскольку он опирается на обработку достаточно значительных массивов статистических данных.

Оценка доходности акций является характеристикой совокупного риска инвестирования в компанию. Эта характеристика и есть ставка дисконтирования, с помощью которой определяется степень обесценения денег, вложенных в проект, во времени. Используя ставку дисконтирования, в частности, фиксируют стоимость бизнеса на основе одного из распространенных методов — метода дисконтированных денежных потоков.

WACC — средневзвешенная стоимость капитала

WACC — средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital). Оценка WACC характеризует совокупную стоимость используемого компанией капитала — собственного и заемного. Иногда такую оценку рас-

смаатривают как характеристику стоимости «свободного от долгов» капитала. Поскольку оба компонента WACC — собственный капитал и заемный капитал — имеют свою стоимость, совокупная стоимость «свободного от долгов» капитала может быть получена на основе взвешивания стоимости указанных элементов. При этом «веса» выступают доли каждого из элементов в составе совокупного капитала.

Стоимость собственного (акционерного) капитала определяется его доходностью. Количественно уровень доходности чаще всего, как мы уже отмечали, устанавливается с помощью CAPM. Допустим, в расчетах приняты следующие характеристики элементов CAPM: $R_f = 60\%$, $R_m = 10\%$, тогда премия за риск равна 4% ($10 - 6$).

Что касается коэффициента β , то он увеличивается в зависимости от понижения доли собственного (акционерного) капитала в общей сумме используемого капитала, допустим, с 1,50 до 2,70, т.е. количественные значения β растут в зависимости от увеличения доли заемного капитала в общей сумме используемого капитала. Соответствующие расчеты приведены в *таблице 11* и являются продолжением расчетов по условному примеру (*табл. 9, 10*).

ТАБЛИЦА 11. Стоимость собственного капитала

Доля заемных средств в общей сумме используемого капитала, %	Коэффициент β	Стоимость собственного капитала
0	1,50	$0,120 = 0,06 + 1,5 \times 0,04$
10	1,55	$0,122 = 0,06 + 1,55 \times 0,04$
20	1,65	$0,126 = 0,06 + 1,65 \times 0,04$
30	1,80	$0,132 = 0,06 + 1,80 \times 0,04$
40	2,00	$0,140 = 0,06 + 2,00 \times 0,04$
50	2,30	$0,152 = 0,06 + 2,30 \times 0,04$
60	2,70	$0,168 = 0,06 + 2,70 \times 0,04$

Стоимость заемного капитала — это ставка процента за использование привлеченных средств. Согласно *таблице 8* эта стоимость повышается с 8,0 (при доле в 10 %) до 15,0 % (при доле в 60 %). Ставка доходности должна быть скорректирована на величину налога на прибыль. В нашем случае этот налог примем равным 40 %, значит, доходность нужно умножить на единицу минус налоговая ставка: $1 - 0,4 = 0,6$.

Теперь можно оценить стоимость WACC (в %) (*табл. 12*).

ТАБЛИЦА 12. Стоимость WACC

Доля заемных средств, %	Доля собственных средств, %	Доходность собственного капитала, %	Доходность заемного капитала, %	WACC, %
0	100	12,0	—	12,0
10	90	12,2	8,0	$11,46 = 0,1 \times 0,8 \times 0,6 + 0,9 \times 12,2$
20	80	12,6	8,3	$11,08 = 0,2 \times 8,3 \times 0,6 + 0,8 \times 12,6$
30	70	13,2	9,0	$10,86 = 0,3 \times 9,0 \times 0,6 + 0,7 \times 13,2$
40	60	14,0	10,0	$10,80 = 0,4 \times 10,0 \times 0,6 + 0,6 \times 14,0$
50	50	15,2	12,0	$11,20 = 0,5 \times 12,0 \times 0,6 + 0,5 \times 15,2$
60	40	16,8	15,0	$12,12 = 0,6 \times 15,0 \times 0,6 + 0,4 \times 16,8$

Оптимальная величина заимствований

Ранее была представлена *предельная* величина заимствований – 50 % заемных средств в общей сумме используемого компанией А капитала. Оптимальная доля заимствований соответствует максимальной стоимости одной акции. Представленные нами схемы позволяют дать ответ на вопрос об этой оптимальной доле. Сформируем обобщающую схему, в которой учтены расчеты по CAPM и оценки WACC. Представим окончательные результаты этих расчетов при сохранении сформулированных ранее условий. Одно из них касается того, что количество обыкновенных акций меняется. При отсутствии заемного капитала их общее количество составляет 10 000 штук, при доле заемного капитала в 10 % оно (количество) составит 9000 штук, при 20 % – 8000, при 30 % – 7000, при 40 % – 6000, при 50 % – 5000, при 60 % – 4000 штук. Напомним, предполагалось также, что допустимая по уставу компании А доля заемных средств не должна превышать 60 % от общей суммы используемого капитала (собственного + заемного). Результаты окончательных расчетов представлены в *таблице 13*.

ТАБЛИЦА 13. Окончательные расчеты

Доля заемных средств в общей сумме используемого капитала, %	Процентные ставки по заемным средствам	Ожидаемый доход на 1 акцию, долл.	Коэффициент β	Доходность собственного капитала, %	Стоимость 1 акции (К), долл.	WACC, %
0	—	240	1,50	12,0	20,0	12,0
10	80	256	1,55	12,2	20,98	11,46
20	83	275	1,65	12,6	21,83	11,08
30	90	297	1,80	13,2	22,50	10,86
40	100	320	2,00	14,0	22,86	10,80
50	120	336	2,30	15,2	22,11	11,20
60	150	330	2,70	16,8	19,64	12,12

Стоимость 1 акции (К) подсчитана по формуле:

$$K = \frac{\text{ожидаемый доход на 1 акцию (кол. 3)}}{\text{ожидаемая доходность собственного капитала (кол. 5)}}$$

Так, при отсутствии заемных средств стоимость 1 акции равна 20,0 долл. (240 : 12), при 10 % заемного капитала стоимость 1 акции равна 20,98 долл. (256 : 12,2), при 20 % – 21,83 долл. (275 : 12,6) и т.д.

Таким образом, для компании А оптимальная доля заемного капитала составляет 40 % (соответствующая характеристика выделена в таблице жирным шрифтом, см. колонку «Стоимость 1 акции»). В этом случае обеспечивается наиболее высокая стоимость акций – 22,86 долл. в расчете на 1 акцию (3,20 : 0,14). Максимальной стоимости 1 акции соответствует наименьшая средневзвешенная стоимость капитала (WACC) при той же доле заемных средств (40 %) – 10,80 %.

Итак, мы имеем следующие характеристики объемов заимствований для компании А (в отношении к общей сумме используемого капитала — собственного и заемного):

- допустимая по уставу — 60 %;
- предельная — 50 %;
- оптимальная — 40 %.

Изменчивость ставки дисконтирования: оценки компаний ОАО «Норси-Ойл» и ОАО «Лукойл-Нижегороднефтепродукт»

Изменение общей ставки дисконтирования при прочих равных условиях зависит от того, как меняются представления инвесторов о рисках вложения собственных или заемных ресурсов в те или иные хозяйственные проекты, в т.ч. и связанные с приобретением бизнеса (пакетов акций). И здесь, как мне кажется, наиболее удобно постадийное построение агрегатной характеристики рисков, то есть совокупной ставки дисконтирования.

Представим схему построения ставки дисконтирования на основе кумулятивного подхода. Применительно к конкретному предприятию такая ставка должна учитывать все виды рисков инвестиционных вложений, связанных как с факторами общего для отрасли и региона характера, так и со спецификой оцениваемой компании. Этот подход, как мы уже отмечали, основывается на экспертных оценках¹ рисков, связанных с вложением средств в оцениваемый бизнес. Построение общей ставки дисконтирования должно основываться на безрисковой ставке. К ней следует добавить совокупную премию за риск присоединения оцениваемой компании (риск приобретения отдельных пакетов ее акций).

Летом — осенью 2001 г. мне довелось участвовать в выполнении расчета (по заказу РФФИ) по оценке рыночной стоимости 85,36 % пакета обыкновенных акций ОАО «Нефтяная компания «Норси-Ойл» (г. Нижний Новгород). Этот пакет, принадлежавший государству, выставлялся для открытой продажи. Один из методов оценки его рыночной стоимости заключался в определении стоимости на основе модели дисконтированного денежного потока. Ключевой момент этой модели — применение обоснованной ставки дисконтирования. Для этой цели мы воспользовались исследованием рисков, которое было проведено известной итальянской фирмой Fiat накануне подписания инвестиционного соглашения с Министерством экономического развития и торговли Российской Федерации и бизнес-плана проекта организации в Нижнем Новгороде (т.е. там, где расположено ОАО «Норси-Ойл») автосборочного завода «Нижегород-Моторс». Этот проект итальянская сторона собиралась осуществлять совместно с ОАО «ГАЗ», другими иностранными инвесторами и Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР). (Заметим, что этот проект так и не был реализован.)

¹ Повторим нашу позицию: такие экспертные оценки достаточно убедительны, если они основываются на репрезентативных социологических опросах самих инвесторов.

Примененная специалистами Fiat методика¹ предусматривала выделение (применительно к расчетам в долларах):

- безрисковой ставки;
- премии за политические риски;
- премии за экономические риски.

В указанном исследовании безрисковая ставка была принята в размере 6 %, что соответствует ее уровню в Италии и других странах, из которых ожидалось поступления инвестиционных ресурсов для осуществления упомянутого проекта.

Что касается политического риска, то, по мнению экспертов, он сводился к следующим компонентам:²

- экономическая свобода — 2 %;
- уровень коррупции — 3 %;
- уровень законности — 2 %.

Итого: 7 %.

Что касается экономических рисков, то они были установлены нами применительно к условиям функционирования нефтеперерабатывающего завода (НПЗ) «Норси» — главного актива ОАО «Норси-Ойл».

Первый элемент экономических рисков — это нехватка сырья — «свободной нефти» для загрузки перерабатывающих мощностей НПЗ. Дело в том, что на внутреннем рынке России реализуется малозначимая часть сырой нефти (между прочим, с этим было связано отсутствие в то время условий для формирования рыночной стоимости нефти, но об этом — особый разговор). В связи с этим НПЗ «Норси» испытывал серьезные трудности в обеспечении стабильных поставок сырой нефти на завод в объемах 5–7 млн тонн ежегодно, обеспечивающих разумный уровень рентабельности его производства, т.е. несколько выше точки безубыточности. Это, конечно, минимально возможный объем. Для обеспечения же более или менее рационального уровня использования производственных мощностей НПЗ «Норси» необходима ежегодная поставка сырой нефти в 12 млн тонн (проектная мощность НПЗ — примерно 20 млн тонн сырой нефти в год).

В то время, когда мы проводили расчеты по оценке стоимости «Норси» (лето 2001 г.), поставки сырья на НПЗ составляли всего 3–3,5 млн тонн в расчете на год. Обеспечить дополнительный приток сырой нефти при реальном отсутствии ее полноценного внутреннего рынка было крайне затруднительно, если не сказать невозможно. Это мог бы сделать только стратегический инвестор.³ Ведь для рациональной загрузки производственных мощностей «Нор-

¹ Основное содержание методики опубликовано в газете «Ведомости» от 27.03.2000.

² По сути, эти компоненты в качестве составляющей включают и страновой риск. По нашему мнению, по отношению к итальянской безрисковой ставке страновой риск в России составляет примерно 3 % (9–6 %) (см. раздел «Безрисковая ставка» этой главы).

³ Также отмечу технологические особенности производства на НПЗ «Норси». Эти особенности предполагают обязательное предварительное смешение разных сортов нефти. Так, например, «Норси» технологически не мог бы перейти на полное обеспечение загрузки своих мощностей только за счет нефти, добываемой, скажем, ОАО «Татнефть» (до последнего времени это общество было одним из главных поставщиков сырья на НПЗ «Норси»). Условия процессинга на этом заводе предполагают условия переработки поставляемой из Татарстана нефти только в смеси с более качественной сырой нефтью, то есть поступающей от других поставщиков. Это, между прочим, означало, что само ОАО «Татнефть», исходя из технологических ограничений, могло загрузить только 30 % производственных мощностей «Норси» // Коммерсант от 29.03.1996.

си» нужна не просто «свободная» нефть, а поставки определенных сортов российской нефти в необходимой качественной пропорции.

Мы посчитали, что это обстоятельство — нехватка качественно необходимой сырой нефти — можно было бы оценить в 4 процентных пункта.

Второй экономический фактор — это долги «Норси». По данным Министерства энергетики Российской Федерации (середина 2000 г.), долги «Норси» составляли 70 млн долл., или 2 млн руб., из которых 900 млн руб. приходились на федеральный бюджет.

Потенциальные покупатели пакета акций ОАО «Норси-Ойл» должны были понимать, что такая высокая задолженность означает существенное сокращение степени привлекательности выставляемых на продажу принадлежащих государству акций этого ОАО.

По нашей оценке, этот фактор был определен в 2 процентных пункта.

Третья проблема — характерный для «Норси» сравнительно низкий уровень переработки сырой нефти — 57 %. Столь низкий, ниже среднеотраслевого показателя, уровень глубины ее переработки свидетельствовал о наличии на НПЗ устаревшего оборудования. В то же время, к примеру, более технически оснащенные башкирские НПЗ имели существенно более значительную глубину переработки сырой нефти, а именно 70–80 %. Это означает, что для этих мощностей свойственны относительно более низкие издержки в расчете на выход готовой продукции, в особенности высококачественных нефтепродуктов.

Наша оценка этого фактора риска составила 1 процентный пункт.

Четвертая проблема заключалась в том, что производственная база «Норси» нуждалась в серьезной модернизации. Если стремиться к обеспечению глубины переработки на «Норси» до 85 %, как предусматривается федеральной топливной программой в отношении изменения среднеотраслевого уровня к 2010 г., то на модернизацию «Норси» может потребоваться до 1 млрд долл., т.е. по 100 млн долл. ежегодно.¹

Мы считали, что это — достаточно достоверные оценки. Дело в том, что в середине 1990-х гг. «Норси» при содействии EX-IM Bank of USA достиг предварительного соглашения с американскими фирмами, рекомендованными этим банком, о реализации в рамках «Норси» нескольких проектов на сумму 750 млн долл. Один из проектов предусматривал реализацию проекта стоимостью 550 млн долл. для модернизации комплекса глубокой переработки нефти. По завершении первого этапа этого проекта, который разрабатывала английская фирма Foster Wheeler, на НПЗ «Норси» глубина переработки нефти должна была быть увеличена до 80 %. Отметим, что этот проект так и остался на бумаге, в то время как его стоимость, а также стоимость других проектов вследствие износа оборудования со времени объявления этих проектных оценок должна была возрасти по крайней мере на 15 %, т.е. примерно до 0,9 млрд долл.

Мы зафиксировали оценку рисков инвестирования в ОАО «Норси-Ойл» в 2 процентных пункта.

¹ // Компания. Приложение Petroleum. 2000. № 40. С. 6.

Таким образом, экономические компоненты ставки дисконтирования выглядели следующим образом:

- нехватка сырья — 4 %;
- высокий уровень задолженности — 2 %;
- недостаточная глубина переработки сырой нефти — 1 %;
- потребность в инвестициях для проведения модернизации оборудования по переработке сырой нефти — 2 %.

Всего: 9 %.

Общая же ставка дисконтирования применительно к условиям инвестирования в акции «Норси-Ойл» составила 22 %. Элементами этой суммарной ставки являются:

- безрисковая ставка — 6 % (имея в виду страну принадлежности инвесторов);
- надбавка за политические риски — 7 %;
- надбавка за экономические риски — 9 %.

Указанную ставку дисконтирования мы и использовали для оценки стоимости 85,36 % пакета акций ОАО «Норси-Ойл» в рамках модели дисконтированного денежного потока.

Позднее, в марте 2002 г., нами была выполнена еще одна работа по заказу РФФИ. Речь идет об оценке рыночной стоимости 41,67 % пакета акций ОАО «Лукойл-Нижегороднефтепродукт» (прежнее название — ОАО «Нижегороднефтепродукт»), находящихся в федеральной собственности. Это ОАО было дочерней компанией ОАО «Норси-Ойл», после приобретения 85,36 % пакета акций «Лукойлом» переименованного в ОАО «Лукойл-Волганефтепродукт». Переименованы были и дочерние компании.

Мы полностью сохранили две компоненты ставки дисконтирования по результатам расчетов специалистов Fiat, а именно безрисковую ставку — 6 % и оценку политического риска в Нижегородской области — 7 %. Вместе с тем мы существенно повысили совокупный уровень экономических рисков — до 12 %. Эта надбавка состоит, с одной стороны, из общефирменных (по материнской компании) экономических рисков — 6 % (исключены риски, связанные с недостаточной глубиной переработки и с инвестициями для осуществления модернизации оборудования по переработке сырой нефти, поскольку это специфические риски НПЗ, т.е. всего 3 %), а с другой стороны, учтено существенно более значительное влияние на сравнительно меньшую по величине хозяйственную структуру высокого уровня задолженности по ОАО «Лукойл-Нижегороднефтепродукт», т.е. дополнительно еще 6 %.

Мы располагали данными о соотношении заемных и собственных средств (плечо финансового рычага — Financial Leverages Shoulder (FLS).

Данные об изменении FLS за рассматриваемый период по ОАО «Лукойл-Нижегороднефтепродукт» выглядели так:

- 1999 год — 1,1830;
- 2000 год — 1,2055;
- 2001 год (III кв.) — 1,2779.

Таким образом, можно было сделать вывод о том, что к моменту проведения оценочных работ развитие ОАО «Лукойл-Нижегороднефтепродукт» все

в большей мере основывалось на заемных средствах, причем, что особенно неблагоприятно, на краткосрочных заемных средствах. Как видно, соотношение заемных средств все в большей мере превышает уровень собственных средств. Значит, существенно увеличивается риск инвестирования в эту компанию. «Отсюда, — процитирую мой отчет об оценке, представленный в РФФИ, — и возможное по сравнению с выполненными нами в июле 2001 года расчетами повышение ставки дисконтирования при оценке стоимости ОАО «Лукойл-Нижегороднефтепродукт» методом дисконтированного денежного потока». Тогда мы использовали единую ставку (22 %) и применительно к оценке компании. Теперь же мы применили ставку в 25 %. Разница в 3 % по существу отражает более сильное воздействие на оцениваемую компанию неблагоприятно меняющегося из года в год соотношения собственных и заемных средств.

Выводы

Часто можно услышать, что в России еще не сформировались условия накопления необходимой рыночной информации. Это не совсем так. Я полагаю, что репрезентативные социологические исследования среди самих участников рынка помогут обобщить наиболее важные представления о фундаментальных условиях развития бизнеса. В частности, я уверен, что такого рода исследования позволят правильно ориентироваться в рисках, с которыми в России сталкиваются инвесторы и бизнес вообще. Результаты таких исследований, основанных на социологических опросах российских и зарубежных инвесторов, аналитиков, топ-менеджеров, дадут возможность, в частности, представить разумную оценку ставки дисконтирования применительно к разным видам бизнеса с учетом региональных составляющих. Я полагаю, что набор этих меняющихся год от года показателей (ставка дисконтирования, характеристики премий за контроль и скидок за низкую ликвидность) позволит идентифицировать риски ведения бизнеса. Важно (специально подчеркну), что определение этих показателей должно основываться на социологических опросах самих инвесторов (отечественных и зарубежных).

В свое время я высказал мысль о том, что изменение уровня капитализации компаний должно служить наиболее важным критерием оценки результативности действий руководства субъектов федерации. Я пришел к выводу, что это положение следует понимать более широко, и полностью согласен с тем, что сказал по этому поводу О. Дерипаска: «Представляется, что уровень капитализации экономики России должен являться главным критерием эффективности власти и проводимой ею экономической политики в стране».¹

Повышению уровня капитализации должны служить меры, направленные на снижение несистематического риска. И тут я прежде всего назвал бы создание условий для реального распространения МСФО. Только при этом условии возможно достижение открытости и транспарентности российского биз-

¹ // Коммерсантъ от 06.03.2000.

неса. Уже сделаны первые, но достаточно важные шаги внедрения этих Международных стандартов.

Такая открытость предполагает снижение рисков, связанных с используемыми в бизнесе активами и прежде всего устаревших основных фондах. У меня нет сомнений в том, что, не решив цивилизованным способом проблему реальных измерений стоимости основных фондов с учетом инфляционной компоненты, нельзя подойти к решению все более усложняющейся проблемы их обновления. Но без такого обновления российский бизнес может оказаться вообще неконкурентоспособным.

Общая ставка дисконтирования должна учитывать факторы политических рисков, к слову сказать неодинаковые в отдельных регионах. В этом существенная, можно сказать, национальная особенность оценки рисков ведения разных видов бизнеса в России.

В нашей стране региональные компоненты оценки отдельных видов рисков (в большей мере политических, в существенно меньшей степени экономических) более значимы, чем в других странах.

Экономические компоненты совокупного риска инвестирования в тот или иной бизнес (приобретение отдельных пакетов акций) должны учитывать глубоко специфические особенности оцениваемой компании. Эти особенности меняются. Отсюда и возможная изменчивость определяемой ставки дисконтирования (на основе базисной ставки, формируемой по результатам социологических опросов инвесторов (см. *предыдущий раздел этой главы*)).

Отметим, что условные оценки безрисковой ставки в России в сопоставлении с безрисковыми ставками в других странах также включают и характеристику российского странового риска. Это означает, что при использовании российских оценок отдельных рисков не следует специально добавлять «страновую» компоненту.

Подходы, методы и модели

Общая характеристика

В первых трех главах отмечалось, что стоимость бизнеса определяется его будущими доходами. Но как представить их размеры? Я уже ссылался на отдельные методы оценки стоимости бизнеса. Не существует какой-то одной формулы, с помощью которой можно было бы найти ответ на вопрос, какова стоимость того или иного бизнеса. Однако если упорядочить разные способы оценки, то можно достаточно убедительно найти место каждому из них в рамках трех общепринятых подходов к оценке стоимости бизнеса.

Стандарты оценки, утвержденные постановлением Правительства Российской Федерации от 06.07.2001 № 519 (далее — Стандарты), выделяют следующие «подходы к оценке»:

- «затратный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки с учетом его износа;
- сравнительный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними;
- доходный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки».

Эти подходы к оценке стоимости бизнеса соответствуют общепринятым в международной практике условиям. Следует сказать, что сами по себе эти три подхода сложились не сразу. Можно отметить определенную эволюцию формирования соответствующих способов оценки.

Сначала преимущественно использовался только один подход к оценке стоимости бизнеса. Это, применительно к указанной терминологии, — затратный подход, или подход на основе активов, который получил известное рас-

пространение в 50–60-х гг. прошлого века. Чуть позже, в период интенсивных слияний и поглощений, чаще других стал применяться сравнительный (рыночный) подход, ориентированный на использование различных мультипликаторов, характеризующих отношение стоимости компании и ее экономических характеристик — стоимости продаж, активов, разных видов доходов. Наибольшее распространение этот подход получил в конце 1970-х гг. В то время этот подход нашел еще одну сферу применения — обоснование инвестиционных решений. Сравнение с помощью оценочных мультипликаторов условий достижения другими компаниями того или иного уровня стоимости бизнеса стало привычным при такого рода обоснованиях.

В начале 80-х гг. XX века наиболее существенные изменения практики оценки стоимости бизнеса в США, Великобритании, других развитых странах были связаны с активным внедрением доходного подхода и относящегося к этому классу оценки метода дисконтированных денежных потоков — ДДП (DCF — *discounted cash flow*). Вот что по поводу «вторжения» DCF в оценочную практику Великобритании пишет известный английский специалист в области оценки стоимости бизнеса А. Грегори: «Практика... меняется... в сторону более широкого применения методов, основанных на DCF. Реальным стимулом к расширению методов, основанных на DCF, является недавно возникший феномен повышенного интереса... к «оценке для акционера» (*Shareholder Value*. — *B.P.*). Последние данные свидетельствуют о том, что профессиональное сообщество специалистов по инвестициям и сами компании концентрируют свое внимание на новом подходе».¹

Следует сказать, что соблюдение стандартов все же вторично по отношению к требованиям выполнения законодательных условий организации бизнеса. В связи с этим хочу отметить особенности приватизации ОАО «Роснефть». Это общество было приватизировано путем внесения 100-процентного пакета его акций в уставный капитал ОАО «Роснефтегаз», акционерами которого являются Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом («Росимущество») и федеральное государственное унитарное предприятие (ФГУП) «Технопромэкспорт». В результате проведения такой операции в настоящее время ОАО «Роснефть» уже не принадлежит государству, однако в совет директоров этого общества входят государственные чиновники. Чтобы соблюсти букву закона, касающегося государственных служащих, материнской компанией «Роснефтегаз» одна акция «Роснефти» была передана в собственность Росимущества.

Помимо этого, со временем «Росимущество» получит на свой баланс и ту долю акций «Роснефтегаза», которая сегодня принадлежит ФГУПу «Технопромэкспорт». Это произойдет после приватизации последнего.²

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. Практическое руководство / Пер. с англ. Л. Лопатникова. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 15.

² «Передача одной акции «Роснефти» была необходима... для того, чтобы не нарушать нормы Гражданского кодекса, которая запрещает АО иметь только одного акционера, если и у того владелец — тоже единственный» // Времена новостей от 11.05.2005.

Имеется в виду связь «Роснефтегаз» — «Роснефть» без ФГУПа «Технопромэкспорт» (после его приватизации).

Требования российских стандартов

В рамках указанных трех подходов российские стандарты выделяют отдельные методы оценки — «способ расчета стоимости объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке».

При проведении оценки оценщик обязан ориентироваться на все три подхода, т.е. ему необходимо применить по крайней мере хотя бы по одному из методов, относящихся к каждому из представленных подходов. Но вполне может сложиться ситуация, когда по какой-либо причине ориентация на тот или иной подход невозможна, а следовательно, невозможна ориентация и на использование относящегося к этому классу конкретного метода.

В таком случае согласно Стандартам оценщик обязан обосновать отказ от использования того или иного подхода.

Что касается методов оценки, то на этот счет в Стандартах отсутствуют рекомендации. «Оценщик, — сказано в этом документе, — вправе самостоятельно определять в рамках каждого из подходов к оценке конкретные методы оценки».

Вполне естественно, что разные методы оценки дают неодинаковые результаты определения стоимости бизнеса. Вместе с тем заказчика интересует более или менее определенная величина. Именно поэтому Стандарты выдвигают требование сведения разных результатов в рамках «итоговой величины стоимости объекта оценки».

Я не могу согласиться с категоричностью установки Стандартов на то, что «итоговая величина стоимости объекта оценки *должна* быть выражена в рублях в виде *единой* величины». Правда, есть смягчающая такую категоричность оговорка: «если в договоре об оценке не предусмотрено иное». Иными словами, если заказчик считает целесообразным получить оценку в виде вилки величин, то это может служить основанием для представления границ разброса предполагаемой стоимости бизнеса.

В Стандартах есть и такое утверждение, имеющее отношение к рассматриваемой в этой части тематике. Речь идет, с одной стороны, о том, что применение отдельных способов оценки стоимости бизнеса должно соответствовать законодательным условиям, общим требованиям Стандартов, а также соответствующим нормативным актам. С другой стороны, должно обязательно соблюдаться временное условие использования полученных результатов, в т.ч. в части оценки стоимости бизнеса. Полученная оценка «может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более 6 месяцев».

Рассмотрим еще одну проблему. Она касается даты проведения оценки. В пункте 7 раздела II Стандартов сказано, что это — «календарная дата, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки».

Определение даты оценки имеет существенное значение. По моему мнению, все относящиеся к оцениваемому предприятию отчетные данные не должны выходить за временные рамки, установленные заказчиком. Это, разумеется, не касается прогноза развития оцениваемой компании.

В то же время, учитывая условия возможной продажи акций оцениваемой компании после «календарной даты» оценки, внешние по отношению к оцениваемому предприятию экономические характеристики *обязательно* должны ориентироваться на складывающиеся к моменту непосредственной оценки условия.

Приведу пример. В середине февраля 2006 г. по заказу РФФИ мне довелось оценивать стоимость пакета акций ОАО «Синтез» (г. Курган). В договоре была установлена дата оценки — 01.10.2005. Для расчета я использовал все данные, относящиеся к оцениваемому предприятию, которые соответствовали этой дате.

В расчетах мне нужно было использовать информацию о ставке рефинансирования Центрального банка Российской Федерации (Банк России). На дату оценки эта ставка равнялась 13 %, а на момент проведения оценочных исследований — 12 %. В расчетах была использована последняя цифра.

Это относится и к условиям определения безрисковой ставки на основе данных о размещении 15.02.2006 впервые в новой истории нашей страны 30-летних облигаций. Представляя результаты размещения этих облигаций, обозреватель газеты «Ведомости» отмечает, что тем самым инвесторам был подарен «новый инструмент».¹ Средневзвешенная доходность государственных 30-летних облигаций составила 6,99 %. 15.02.2006 именно эта величина была использована в расчетах в качестве безрисковой ставки, а вовсе не ее аналоги по состоянию на дату оценки — 01.10.2005.

Отмечу, что международное агентство Standards & Poor's присвоило 30-летним рублевым облигациям федерального займа рейтинг BBB+. Как пишет обозреватель журнала «Эксперт», «по мнению аналитиков, доходность новых инструментов должна стать ориентиром для *всех* участников фондового рынка».²

Международные стандарты оценочных работ

МСО 2005

Международные стандарты оценки (МСО) разрабатываются Международным комитетом по стандартам оценки. В конце 2005 г. вышло 7-е издание МСО на русском языке.³ В составе МСО выделены международные руководства (МР), которые состоят из 6 разделов. Среди них есть и МР 6 «Оценка стоимости бизнеса» (пересмотрено в 2005 г.).

В руководстве (МР 6) сказано, что «оценки бизнеса, как правило, заказываются и проводятся на базе рыночной стоимости» (с. 225). При этом выделены следующие подходы к оценке стоимости бизнеса:

- рыночный подход;
- подход капитализации дохода;
- подход на основе активов.

¹ Мязина Е. На 30 лет вперед занял Минфин // Ведомости от 16.02.2006.

² // Эксперт. 2006. № 17. С. 4.

³ Международные стандарты оценки (МСО 2005). 7-е издание / Пер. с англ. И. Артеменкова, Г. Микерина, Н. Павлова. М.: Российское общество оценщиков, 2005. Далее ссылки на это издание приводятся непосредственно в тексте.

Указано, что «триа наиболее общепринятыми источниками данных, используемыми в рыночном подходе, являются открытые фондовые рынки... рынок поглощений... и предыдущие сделки...» (с. 242).

«Подход капитализации дохода, — сказано в МСО, — предусматривает установление стоимости бизнеса, доли участия в бизнесе или ценной бумаги путем расчета приведенной к текущему моменту стоимости ожидаемых выгод... При (прямой) капитализации дохода для обращения дохода в стоимость репрезентативная величина дохода делится на ставку капитализации...» (с. 245). Что касается дисконтированного денежного потока, то здесь денежные поступления в будущие периоды «конвертируются в стоимость путем применения дисконтной ставки...» (с. 245).

Подход и оценка бизнеса на основе активов предполагает замену бухгалтерских сведений об активах и обязательствах специально рассчитываемыми показателями, которые «показаны по рыночной стоимости» (с. 248). Этот подход, утверждается в МСО, уместен при определении стоимости бизнеса, оцениваемого «на базе, отличной от концепции действующего предприятия» (с. 248).

Остановимся более подробно на этой проблеме. В отличие от предприятия, которое временно закрыто, уже не функционирует или находится в стадии ликвидации, концепция действующего предприятия (*going concern*) предполагает функционирующий бизнес. «Термин, — сказано в энциклопедии Вулфела, — часто употребляется в связи с оценкой имущества, т.к. имущество функционирующего предприятия ценится более высоко, чем имущество предприятия, находящегося в стадии ликвидации... Стоимость... предприятий, как действующих, так и ликвидируемых, будет совершенно разной».¹

Отсюда следует, что оценка бизнеса не на основе концепции действующего предприятия предполагает учет его ликвидационной стоимости. Такая оценка является прерогативой подхода к оценке бизнеса на основе активов.

МСО различает понятия «справедливая стоимость» и «рыночная стоимость». Председатель Международного комитета по стандартам оценки Дж. Эддж в предисловии к МСО 2005 пишет, что эти понятия «применяются в МСФО (Международных стандартах финансовой отчетности) широко и повсеместно» (с. 9). Иными словами, такое же разделение этих понятий характерно и для МСФО. Вместе с тем, когда речь идет о слияниях и поглощениях компаний (в МСФО 22 в редакции от 1999 г.), ставился знак равенства между этими понятиями. В пункте 24 этого стандарта говорилось, что при «определении первоначальной стоимости покупки (одной компании другой. — В.Р.) рыночные ценные бумаги, выпущенные покупателем, оцениваются по их справедливой стоимости, равной рыночной стоимости...».²

Таким образом, различие между справедливой и рыночной стоимостью действительно возможно, но когда речь идет об оценке отдельных видов активов. И оно (различие) исчезает, когда оценивается бизнес целиком на основе концепции действующего предприятия.

Отметим попытку специалистов Российского общества оценщиков (РОО) добиться того, чтобы МСО были приняты в России в качестве федеральных

¹ Вулфел Ч. Энциклопедия банковского дела и финансов. М.: Корпорация «Федоров», 2000. С. 672.

² МСФО. М.: Аскери, 1999. С. 552.

национальных стандартов оценочной деятельности. Но этого все же не произошло. В известной мере потому, что проведенная по просьбе ряда саморегулируемых организаций экспертиза русского перевода МСО 2005 показала: смысловые неточности представленного перевода искажают (иногда значительно) отдельные термины, общепринятые в финансовом анализе, в т.ч. в России. Экспертиза была выполнена по заказу Ассоциации российских магистров оценки (АРМО) известным российским специалистом по финансовому анализу, знатоком международной финансовой практики и рынков ценных бумаг профессором В.Р. Евстигнеевым (см. Приложение 1).

USPAP 2005

В конце 2005 г. АРМО опубликовала на русском языке USPAP 2005¹, которые издала американская оценочная структура The Appraisal Foundation.² В предисловии сказано, что эти стандарты разработаны Советом по стандартам оценивания (ASB — Appraisal Standards Board) американского Фонда оценки (AF — Appraisal Foundation). «Это издание, — сказано там же, — вводится в действие с 01.01.2005». И далее отмечается: «Правительственные органы штатов и федеральные власти проводят в жизнь указания, содержащиеся в... издании USPAP» (с. 1). Также говорится о том, что «USPAP представляют собой общепринятые и признанные стандарты оценочной деятельности в Соединенных Штатах Америки» (с. 1).

«Цель Фонда оценки состоит в содействии повышению профессионализма в оценочной деятельности путем установления и развития стандартов оценки и требований к квалификации оценщиков» (там же).

Всего утверждено 10 стандартов. На начало 2005 г. ASB еще «принял десять описаний стандартов». Дополнительно к этим описаниям стандартов изданы Консультативные заключения. «Они, — говорится в предисловии к USPAP 2005, — лишь иллюстрируют условия применимости стандартов к конкретным ситуациям» (с. 1). Сейчас действуют 27 таких Консультативных заключений.

Оценке стоимости бизнеса посвящены два стандарта — 9 и 10. В них также представлены стандартизированные условия оценки нематериальных активов.

Стандарт 9 посвящен основным требованиям оценки стоимости бизнеса и нематериальных активов. Ряд указаний этого стандарта содержат «обязательные требования, отклонение от которых не допускается» (с. 73).

К числу таких положений относится Указание 9-1. В нем содержатся требования правильного понимания используемых методов и приемов, необходимых «для получения надежной оценки» и аккуратного их применения, которое по возможности не допускает «существенных ошибок по недосмотру или небрежности»; при этом недопустимо «невнимательное выполнение оценочных услуг» (там же).

¹ Единые стандарты профессиональной практики оценки 2005 (USPAP) / Пер. с англ. Л. Лопатникова. М.: АРМО, 2005.

² The Appraisal Foundation — Фонд оценки. Основан в 1987 г. «Это некоммерческая образовательная организация, частично финансируемая правительствам США». Рейли Р., Швайц Р. Оценка нематериальных активов. М.: Квинто-Консалтинг, 2005. С. 63.

В Указании 9-2 (также обязательном) речь идет об идентификации «пользователей результатов оценочного исследования», «типа и определения стоимости», даты оценки, а также подлежащей оценке фирмы, активов или долей собственности (говорится и об условиях контроля оцениваемой собственности).

Обязательным является и указание 9-3, в котором речь идет о выборе того, что предпочтительнее — оценка действующего предприятия (*going concern*) или оценивание ликвидируемого бизнеса.

В Указании 9-4 (факультативном) сформулированы требования к характеру используемой информации и применяемым подходам к оценке стоимости бизнеса. В комментариях отмечено, что это указание стандарта «ориентирует оценщика на изучение прошлого и будущего фирмы», которая подлежит оценке.

И наконец, указание 9-5 (обязательное) указывает на необходимость правильного согласования результатов, полученных в рамках разных подходов.

Стандарт 10 посвящен оформлению документов, касающихся описания результатов оценки, в частности отчета о проведенном оценочном исследовании.

Сложившаяся практика

Отмеченное в рассмотренных стандартах выделение подходов и в их рамках отдельных методов оценки соответствует сложившейся практике оценки стоимости бизнеса. Обобщение этой практики нашло отражение в ряде фундаментальных исследований по оценке стоимости бизнеса. Среди них назову следующие работы:

- *Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К.* Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-консалтинг, 2000;
- *Шарп У., Александер Г., Бэйли Д.* Инвестиции. М.: Инфра-М, 1997;
- *Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Д.* Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 1999;
- *Уэст Т.Л., Джонс Д.Д.* Пособие по оценке бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2003;
- *Грегори А.* Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003;
- *Рейли Р., Швайс Р.* Оценка нематериальных активов. М.: Квинто-Консалтинг, 2005.

В «Руководстве по оценке стоимости бизнеса» приведены три принципа оценки стоимости бизнеса, составляющие, как пишут авторы, «основу оценочных подходов и методов...»:

- доходный принцип;
- рыночный принцип;
- затратный принцип.¹

¹ *Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К.* Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-консалтинг, 2000. С. 16.

Далее ссылки на это издание приводятся, как уже отмечалось, непосредственно в тексте.

Доходный принцип предполагает оценку будущих доходов с учетом рисков их получения во времени, то есть определение совокупной характеристики текущей стоимости с использованием ставки дисконтирования. Этому принципу соответствуют два основных подхода:

- капитализации будущего дохода;
- дисконтирования будущих доходов.

Подход капитализации будущего дохода может основываться на следующих методах (схема 2-1, с. 17):

- капитализации прибыли;
- капитализации чистого потока денежных средств (Net Cash Flow);
- капитализации валового денежного потока.

Поскольку за основу капитализации берутся разные характеристики будущих доходов оцениваемой компании, то и ставки их капитализации будут несколько отличаться друг от друга.

Что касается подхода дисконтирования будущих доходов, то он может быть реализован с помощью двух методов, а именно:

- дисконтирования чистого денежного потока;
- дисконтирования будущей прибыли.

Здесь разница в используемой информации в конечном счете результируется в неодинаковых ставках дисконтирования. В этом проявляются различия в рисках получения чистого денежного потока и будущей прибыли (дополнительные риски заимствований и инвестиций).

Рыночный принцип соответствует отмеченному в российских стандартах «сравнительному подходу». Этот принцип отличается от представленного выше тем, что он основывается не на прогнозах будущих доходов компании, а на ретроспективных данных. Расчеты, основывающиеся на этом принципе, предполагают, «что стоимость (бизнеса. — В.Р.) может быть выявлена с помощью *недавних* продаж сравнимых активов... Использование этого принципа требует тщательного поиска аналогов...» (п. 215.04, с. 18). В этом случае особенно важна корректировка информации о компаниях-аналогах. Такая корректировка ориентирована на достижение максимально возможной сопоставимости данных о сравниваемых компаниях. Без такой сопоставимости проведение расчетов в рамках этого принципа весьма проблематично.

Рыночный принцип исходит из общего подхода применения стоимостных оценочных мультипликаторов или характеристик цены продажи (приобретения) компании в сопоставлении с ее отдельными стоимостными характеристиками. Так этот подход трактуется в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса» (схема 2-1, с. 17).

Я считаю эти рекомендации Руководства недостаточно полными. По существу они предусматривают применение рыночного принципа только в отношении продаж компаний целиком. Это — метод сделок (см. п. 4.2.2.6). Но, кроме того, рассматриваемый принцип также должен охватывать:

- метод отраслевой оценки;
- метод рынка капиталов;
- метод, основанный на данных о уже состоявшихся продажах отдельных пакетов акций оцениваемой компании.

При применении метода сделок обычно, как рекомендует Руководство, используются следующие стоимостные мультипликаторы:

- цена компании/прибыль;
- цена компании/дивиденды;
- цена компании/валовой денежный поток;
- цена компании/балансовая стоимость;
- цена компании/валовые доходы (операционные + неоперационные);
- цена компании/стоимость чистых активов.

Что касается метода отраслевых показателей, то он, естественно, применяется к компаниям, выпускающим однородную продукцию или предоставляющим одинаковые услуги. Так, в *Handbook of Business Valuation* приводятся отдельные мультипликаторы, основывающиеся на отраслевых измерителях и характеризующие стоимость следующих видов бизнеса:

- рекламные агентства — 75 % от годовой выручки;
- кофейни — 4-кратный месячный объем продаж плюс товарные запасы;
- кинотеатры (менее 1000 посадочных мест) — 4-кратная годовая прибыль.

Более подробно количественные характеристики метода отраслевых показателей рассматриваются в книге «Пособие по оценке бизнеса».¹ В этом пособии особо подчеркиваются ограниченные возможности применения метода отраслевых показателей. В частности, его авторы отмечают следующее: «Эмпирические правила (т.е. отраслевые показатели. — В.Р.) не должны использоваться *сами по себе*. Однако они могут подтвердить обоснованность оценок, полученных с использованием других методов».²

Вместе с тем авторы полагают, что достаточно широкое распространение «Эмпирических правил» (отраслевых показателей) объясняется весьма просто: это удобный и вполне понятный подход как для продавцов того или иного бизнеса, так и для его покупателей. «Люди предпочитают, — обобщают они это стремление покупателей и продавцов использовать «Эмпирические правила», — простой, «приземленный» подход, основанный на эмпирических правилах. И в соответствии с тем или иным «эмпирическим правилом» их мнение является хорошим индикатором цены...».³

Метод сделок основан на данных о приобретении неконтрольных пакетов акций на организованном рынке ценных бумаг, по характеру сходных с деятельностью открытых компаний. После необходимых корректировок данные об этих компаниях-аналогах «распространяются» на информацию об оцениваемой компании.

Затратный принцип опирается на оценки стоимости активов и обязательств оцениваемой компании. В Руководстве отмечается, что при «оценке стоимости бизнеса этот принцип, как правило, относится к... холдинговым компаниям». Но вполне допустимо применение этого принципа и в отноше-

¹ Уэст Т.Л., Джонс Д.Д. Пособие по оценке бизнеса. Глава 13 «Эмпирические правила и как ими пользоваться». М.: Квинто-Консалтинг, 2003.

² Уэст Т.Л., Джонс Д.Д. Пособие по оценке бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 184.

³ Там же. С. 185.

нии отдельных предприятий. Это метод чистых активов, предусматривающий реальную, рыночную оценку как активов, так и обязательств компании.

Затратный принцип и основывающийся на его применении метод, предполагающий оценку чистых активов, также обеспечивает, как уже отмечалось, определение ликвидационной стоимости компании.

Помимо отмеченных конкретных методов оценки стоимости бизнеса в последнее время появились новые методики. Характеристика некоторых из них будет дана позднее. Здесь же важно отметить, что любая из этих методик может быть отнесена к одному из трех указанных подходов (принципов), хотя сейчас, безусловно, также используются модели, которые имеют как бы промежуточный, можно сказать, «гибридный» характер.

Факторные модели оценки стоимости бизнеса (пакетов акций)

ОПИСАНИЕ ИСХОДНЫХ УСЛОВИЙ

Описание факторных моделей дано в книге У. Шарпа и его соавторов «Инвестиции» (п. 4.1). «В факторных (или индексных) моделях, — отмечено в книге, — предполагается, что доходность ценной бумаги (в т.ч. и акции открытой компании, а значит, и стоимость бизнеса. — В.Р.) реагирует на изменения различных факторов (или индексов). Цель разработки факторной модели заключается в том, чтобы учесть основные экономические силы, воздействующие на курсовую стоимость всех ценных бумаг. На практике все инвесторы явно или неявно применяют факторные модели».¹ Таким образом, исходные условия применения факторных моделей сводятся к установлению математически обоснованной зависимости между изменением стоимости обыкновенных акций и установленными факторами воздействия на нее (величину стоимости).

ОДНОФАКТОРНЫЕ МОДЕЛИ

При построении однофакторных моделей исходят из предположения о том, что изменение стоимости ценной бумаги (акции) сводится к влиянию только одного единственного фактора. Наиболее часто в этих целях используют так называемую рыночную модель. В этой модели в качестве такого фактора рассматривается изменение доходности применительно к тому или иному рыночному индексу. В США в качестве такого индекса рассматривают, в частности, индекс S & P, в Великобритании — FTASI (Financial Times All Share Index), в России — индекс РТС (Российская торговая система) и другие индексы, например индекс газеты «Коммерсантъ».

Рыночную модель можно записать следующим образом (обозначения представлены в монографии У. Шарпа и его соавторов):

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_j + \varepsilon_i,$$

¹ Шарп У. и др. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1997. С. 289–290.

где r_i — доходность ценной бумаги i за данный период;
 r_j — доходность на рыночный индекс j за этот же период;
 α_j — коэффициент смещения;
 β_j — коэффициент наклона;
 ε_j — случайная погрешность.

Согласно формуле, чем выше доходность по рыночному индексу, тем значительнее доходность ценной бумаги (акции), и наоборот.

Заметим, что использование показателей доходности по рыночному индексу — один из приемов построения однофакторной модели. Используются и другие факторы — прогнозируемое увеличение ВВП или промышленного производства. Хотя по поводу условий использования таких показателей, в частности ВВП, в книге У. Шарпа и его соавторов указаны достаточно серьезные ограничения: «Во-первых, предполагается отсутствие корреляции случайной ошибки и фактора (ВВП. — *B.P.*)... Во-вторых, предполагается отсутствие корреляции случайных ошибок любых двух видов ценных бумаг... Если какое-либо из этих предположений не выполняется, то модель является лишь приближенной...».¹ Добавлю, что использование ВВП в качестве единственного фактора изменения стоимости той или иной акции является излишним упрощением тех экономических воздействий, от которых зависит изменение стоимости ценной бумаги.

Таким образом, прогнозируемое изменение стоимости ценной бумаги (акции) зависит от влияния самых общих условий экономического развития в перспективном периоде. Основываясь на прогнозных характеристиках изменения этих условий, можно сделать приблизительную оценку возможного изменения стоимости той или иной акции, а в конечном счете — и стоимости соответствующего бизнеса.

ДВУХФАКТОРНЫЕ МОДЕЛИ

При сравнении с однофакторными моделями двухфакторная модель «может быть более точной».² Двухфакторная модель для периода t для любой ценной бумаги (в т.ч. и акций) (Z_{it}) может быть записана следующим образом:

$$Z_{it} = A_i + B_{i1}F_{1t} + B_{i2}F_{2t} + \varepsilon_{it}$$

где F_{1t} — к примеру, предполагаемый прирост ВВП (я уже отмечал сомнения относительно использования этого показателя — *B.P.*);

F_{2t} — к примеру, прогнозируемый темп прироста инфляции;

B_{i1} — чувствительность ценной бумаги к фактору 1;

B_{i2} — чувствительность ценной бумаги к фактору 2;

ε_{it} — случайная ошибка;

A_i — ожидаемая доходность ценной бумаги (акции) i при условии, что каждый фактор имеет нулевое значение.

¹ Там же. С. 243.

² Там же. С. 295.

МНОГОФАКТОРНЫЕ МОДЕЛИ

Методы построения многофакторных моделей сводятся к построению уравнений регрессий на основе следующих данных:

- временных рядов (time-series dates);
- пространственной выборки (cross-section analysis);
- результатов факторного анализа.

Принципы построения уравнения множественной регрессии, описывающего изменения доходности акций, весьма просты: на основе обработки данных за достаточно значительный период времени фиксируется чувствительность изменчивости доходности этой акции от изменения установленных заранее факторов.

В начале 90-х гг. прошлого века Е. Фейма и К. Френч выполнили ставшее впоследствии достаточно известным исследование, опубликованное в американском журнале *Journal of Finance* (vol. 47, 1992). Ими было установлено, что месячная доходность акций (облигаций) связана с тремя факторами, отражающими влияние:

- рыночного индекса;
- размеров капитализации;
- отношения балансовой стоимости (по разнице между стоимостью активов и обязательств) и рыночной стоимости (по капитализации акций).

В книге У. Шарпа и его соавторов приведена исходная формула модели Фейма и Френча:¹

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_1 (r_{mt} - r_{ft}) + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \varepsilon_{it}$$

где первый фактор $(r_{mt} - r_{ft})$ — это разность месячных доходностей рынка акций и одномесечных казначейских обязательств;

второй фактор — SMB_t , представляет разницу в месячной доходности по 2 индексам — крупные компании (выше медианного значения на NYSE — Нью-Йоркская фондовая биржа) и небольшие компании (ниже медианного значения на NYSE);

третий фактор — HML_t , является разницей в месячной доходности по 2 индексам: индексам акций с большим и малым отношением балансовой стоимости к рыночной стоимости (объяснение дано выше).

Появление модели Фейма—Френча в определенной мере было связано с позицией широко используемой в то время, да и сейчас, CAPM (ее рассматривали в части «Идентификация рисков» настоящих Рекомендаций). Анализ условий применения модели Фейма—Френча, описанный в книге *Stocks, Bonds, Bills and Inflation (SBBI, Ibbotson Associates)*, показал, что эта модель «обеспечивает несколько иной подход к определению стоимости акционерного (собственного) капитала». «В то же время, — добавлено в книге, — невозможно сказать, являются ли количественные показатели, формируемые с помощью этой модели Фейма—Френча, более совершенными или более надежными, чем оценки стоимости собственного капитала, формируемые с помощью CAPM. Модель

¹ Там же. С. 303.

Фейма—Френча следует рассматривать лишь как дополнительное средство, которое вполне могут применять аналитики для установления стоимости акционерного капитала».¹ Иными словами, в конечном счете эту модель предлагается рассматривать не в качестве альтернативы CAPM, а лишь наряду с ней.

МЕТОД ПРОСТРАНСТВЕННОЙ ВЫБОРКИ (CROSS-SECTION APPROACH)

«Метод пространственной выборки, — пишут У. Шарп и его соавторы, — менее распространен, чем метод временных рядов, но часто оказывается *не менее мощным* средством».² Возможности применения метода пространственной выборки более ограниченные, чем условия использования техники обработки данных временных рядов. Это связано с тем, что применение метода пространственной выборки корректно лишь в отношении компаний одной и той же отраслевой принадлежности, отличающихся друг от друга характеристиками капитализации и степенью влияния отдельных факторов производственной деятельности. Получаемые значения уравнений регрессии, фиксирующие условия изменения показателей капитализации в зависимости от влияния отдельных факторов, могут быть представлены в качестве временных рядов. Это определяет возможность установления трендов изменения самих этих факторов. Отсюда и определенная возможность их прогнозирования в зависимости от времени.

Несколько лет назад я совместно с И. Меньшиковым и О. Меньшиковой использовал метод пространственной выборки для установления степени влияния отдельных факторов на размеры капитализации большого количества компаний связи — в то время дочерних компаний ОАО «Связьинвест».³ По существу мы предприняли попытку установить, как меняется стоимость акций этих дочерних компаний в зависимости от влияния выделенных условий (факторов).

Необходимые данные о 32 дочерних компаниях ОАО «Связьинвест» были представлены на сайте этого холдинга в Интернете, а сведения о котировках их акций (апрель 2000 г.) — на сайте РТС. Что касается факторов, воздействующих на изменение уровня капитализации отдельных компаний, то их оказалось всего 12: от уровня цифровизации монтированной емкости АМТС (в %) до доли телеграфной связи, работающей по системе коммутации сообщений (в %).

Перед нами стояла вполне конкретная задача — оценка стоимости одной дочерней компании «Связьинвеста». Акции этой компании не котируются на российском организованном рынке ценных бумаг. Поэтому оценку ее капитализации можно было получить с помощью условных расчетов по котирующимся дочерним компаниям «Связьинвеста», фиксирующих зависимость изменения стоимости акций от выделенных 12 факторов.

Собранная информация о компаниях, акции которых котируются в РТС, была обработана с помощью двух методов:

- на основе коэффициентов технологического подобия компаний;
- с помощью метода множественной регрессии.

¹ SBBI: Valuation Edition 2000 Yearbook, P. 154.

² Шарп У. и др. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1997. С. 304.

³ См. нашу статью «Оценка рыночной стоимости компании на основе методов пространственной выборки» в сборнике «Междисциплинарные вопросы оценки стоимости». М.: Квинто-Консалтинг, 2000. С. 6—12.

Полученные значения капитализации оцениваемой компании (по дочерним предприятиям «Связьинвеста») с помощью этих двух методов оказались достаточно близкими — 15 024 и 16 354 тысячи долл.

Одним из полученных результатов является подтверждение эффекта малого размера фирмы. Об этом так сказано в SBBI: 2000 Yearbook: «Они (Фейма и Френч. — В.Р.) обнаружили, что доход на акции может быть относительно лучше объяснен как функция размеров компаний. Доход на собственный капитал компании *негативно* связан с ее размерами...».¹ Так, мы установили, что относительно выше доход на 1 акцию был в сравнительно небольших дочерних на тот момент (апрель 2000 г.) компаниях «Связьинвеста», несколько ниже — в фирмах, занимающих срединное положение, а самый низкий — в относительно более крупных региональных компаниях связи. По нашему мнению, этот отрицательный эффект воздействия размеров на доходность компаний связи в России определяется тем, что небольшие компании относительно лучше приспособляются к запросам потребителей.² Не могу, однако, сказать, что эта взаимосвязь имеет универсальное значение. Хотя, стоит отметить, что для таких компаний, естественно, и больше характеристики рисков ведения бизнеса, а следовательно, и значительнее его доходность в сравнении с крупными фирмами. Ей (взаимосвязи) может противостоять тенденция относительно более активного внедрения новых технологий в сравнительно более крупных компаниях, а следовательно, и материализация их отдачи в более высокой доходности таких фирм. Правда, пока фактические данные не подтверждают существование такой тенденции применительно к реформируемым региональным компаниям связи.

Сравнительная характеристика трех подходов

ВОЗМОЖНОСТИ И ОГРАНИЧЕНИЯ

При применении каждого из трех подходов к оценке стоимости бизнеса нужно всегда иметь в виду, что им свойственны определенные особенности (см. Приложение 2). С этими особенностями связаны как сами возможности применения этих подходов, так и ограничения при использовании относящихся к ним методов и моделей оценки. Я постараюсь представить эти аспекты использования оценочных подходов, с одной стороны, исходя из общепринятых интерпретаций этих возможностей и ограничений, а с другой стороны, с учетом сложившихся в России обстоятельств оценки стоимости бизнеса.

¹ SBBI: Valuation Edition 2000 Yearbook. P. 154.

² Любопытно, что этот вывод, вытекающий из применения метода пространственной выборки (cross-section approach) близок к сформулированному группой профессора Гарвардской школы бизнеса Майкла Портера положение о том, что «конкурентоспособность России обеспечат лишь "небольшие мобильные компании"» (// Коммерсант от 05.10.2006). Этот известный специалист получил заказ от российского Центра стратегических разработок (ЦСР) о применении условий «кластерной политики» для повышения конкурентоспособности экономики России.

Отмечу также, что в результате проведенного укрупнения региональных предприятий связи общая капитализация ОАО «Связьинвест» почти не изменилась, а возможно, даже и снизилась. Об этом свидетельствует уменьшение цены перепродажи Дж. Соросом принадлежащего ему (совместно с В. Потаниным) блокирующего пакета акций этого ОАО.

ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД

Иногда затратный подход называют оценкой стоимости на основе активов компании (asset valuations).¹ Для установления стоимости компании в рамках этого подхода необходимо, как отмечает А. Грегори, иметь информацию, связанную «с продажей или стоимостью замещения... активов компании»,² причем при условии, что последние могли бы быть проданы или каждый отдельно, или как самостоятельные «сегменты бизнеса». Иначе говоря, речь идет о «ликвидной стоимости активов», оценка замещения ориентируется на стоимость этих активов, т.е. это — оценка рыночной стоимости за минусом амортизации (исходя из предположения о заинтересованности в сохранении оцениваемого бизнеса как действующего предприятия). «К сожалению, — отмечает А. Грегори, — в том, что касается основного капитала (fixed assets. — В.Р.), то довольно трудно получить информацию из публикуемых бухгалтерских отчетов. Тогда как в большинстве акционерных компаний собственность показывается по текущей или недавней оценке, другие постоянные активы показываются по первоначальной цене минус амортизация»³. Разумеется, такие данные, указывает А. Грегори, не могут быть полезным руководством (useful guides) для получения оценки возможной стоимости реализации и восстановительной стоимости.

Я уже говорил о необходимости достаточно регулярной оценки основных фондов российских компаний на рыночной основе. Говорил я и о том, как неохотно прибегают к такой оценке их руководители. Впрочем, это отнюдь не сугубо российская проблема. В США Финансовый совет по бухгалтерским стандартам, пишут У. Никелс, Д. Макхью и С. Макхью, «рассматривает возможность введения требования к фирмам оценивать их собственность по *текущим рыночным ценам*, однако бизнес этому весьма *противится*».⁴ Разумеется, мало кому из бизнесменов и других стран это нравится.

Вместе с тем опыт других стран свидетельствует о том, что для преодоления такого сопротивления иногда лучше всего подходит, как теперь любят говорить в России, «административный ресурс». Так, например, относительно проведения переоценки активов на рыночной основе, в т.ч. основных фондов, Т. Коупленд и его соавторы приводят следующие группы стран.⁵

Первая группа — это те страны, в которых переоценка активов в зависимости от инфляции проводится «в соответствии с *официальными индексами* и правительственным указом». К ним относятся Италия, Португалия, Испания.

Вторая группа — это страны, в которых учет активов по их рыночной стоимости (оценочной стоимости, стоимости замещения) определяется условиями ведения финансовой отчетности. К ним относятся Дания, Франция, Нидерланды, Великобритания.

Третья группа — это страны, в которых переоценка активов происходит «только при особых обстоятельствах» или «постатейно». К ним относятся Бельгия, Норвегия, Швеция.

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 7.

² Там же.

³ Там же. С. 8.

⁴ Никелс У., Макхью Д., Макхью С. Постигание бизнеса. М., 1996. С. 627.

⁵ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 1999. С. 402–403.

Еще одной проблемой является то, что в рамках действующей бухгалтерской отчетности нематериальные активы не всегда оценены на рыночной основе. Отсюда вытекает, что нередко стоимость нематериальных активов (intangible assets) «в обычных условиях не капитализируется (not normally capitalized)». «Особенно часто, — отмечает А. Грегори, — это касается активов в виде интеллектуальной собственности (intellectual property assets)».¹ Это достаточно серьезная проблема. Не случайно в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса» наличие значительных нематериальных активов рассматривается в качестве естественного ограничения для применения этого подхода. Так, один из методов в рамках этого подхода — метод чистых активов — NAV (Net Assets Value), как представлено в Руководстве, как правило, может применяться лишь при соблюдении следующих условий: «а) оцениваемая компания имеет значительные материальные активы, б) к трудоемким производствам метод NAV обычно неприменим, в) компания не имеет значительных нематериальных активов...» (п. 705.03, с. 238).

Считаю, что эти рекомендации, подтвержденные огромным количеством конкретных расчетов, должны учитываться российскими оценщиками при выборе рассматриваемого подхода к оценке стоимости бизнеса (пакетов акций).

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД

А. Грегори называет этот метод, основывающийся на доходах оцениваемой компании и применении в отношении их (доходов) мультипликаторов по сравнимым компаниям, методом «цена — доходы». Использование установленных мультипликаторов по одним компаниям для оценки стоимости других фирм сопряжено с рядом проблем. Отсюда и вполне определенные, достаточно жесткие условия применения этого подхода.

Как отмечается в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса», «подход на основе анализа компаний-аналогов часто используется для оценки акционерного капитала закрытой компании...». И добавлено, что использование этого подхода целесообразно, «когда активный рынок для акций компаний не существует» (п. 600.05, с. 175). Что касается российских условий, то в сферу использования этого подхода также входят ОАО, акции которых не котируются на организованном рынке ценных бумаг.

Применение этого подхода главным образом ориентировано на закрытые крупные компании. В Руководстве по этому поводу сказано следующее: «Подход на основе компаний-аналогов обычно наиболее приемлем, если подлежащая оценке компания относительно велика»² (п. 600.06, с. 176). Почему? В Руководстве этому дается такое объяснение:

«1. Большие закрытые компании имеют тенденцию быть более схожими с аналогичными открытыми компаниями...

2. Подход на основе компаний-аналогов часто требует больших затрат времени и его применение достаточно дорого (в результате приобретения дорого-

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 8.

² Руководство не исключает, однако, возможности использования этого подхода и для оценки стоимости небольших компаний. Но эту операцию лучше всего выполнять при подборе фирм-«двойников»; имеются в виду «двойники» — сопоставимые компании открытого типа» (п. 600.06, с. 176).

стоящей информации. — В.Р.). Поэтому может оказаться непрактичным использовать этот подход для... небольшой компании...

3. Если закрытая компания... может быть куплена открытой... компанией, рыночные мультипликаторы потенциальных... покупателей обычно обеспечивают некоторое представление о том, сколько эти потенциальные покупатели готовы были бы заплатить именно за данную закрытую компанию» (п. 600.06, с. 76).

Первый круг проблем, с которыми сталкивается оценщик при применении рассматриваемого подхода, — это воздействие инфляции на показатели, используемые для построения мультипликаторов. Особенно существенно ее влияние на показатели прибыли, которые отражают влияние меняющихся в результате инфляции уровней затрат и выручки. Применение же статичных мультипликаторов может привести к неожиданным результатам. Я считаю, что в отчете об оценке нужна специальная оговорка, фиксирующая границы возможного применения мультипликаторов с учетом инфляционных процессов.

Особенно важно определение таких границ при использовании мультипликаторов по зарубежным компаниям, поскольку темпы инфляции и ее, можно сказать, структурные составляющие отличаются от российских условий. Это, конечно, не только российская проблема. Она является общей для всех, кто применяет статичные мультипликаторы для оценки стоимости бизнеса.

Одно из возможных решений этой задачи намечено в монографии А. Грегори. Он считает, что при прогнозных расчетах доходов их следует умножить на перспективные отношения PE^1 (price — earning multiple). Но тогда нужен прогноз инфляции, причем достаточно детальный, в отношении как выручки, так и затрат. Но это еще не все — необходимо представить возможное изменение «числителя» — уровня капитализации отобранных компаний-аналогов в перспективном периоде.

Второй круг проблем связан с тем, что отобранные компании-аналоги имеют неодинаковые финансовые риски. «Тот факт, что мультипликатор PE является функцией премии за риск, требует также того, чтобы подчеркнуть, что компания-аналог должна иметь ту же степень риска, что и оцениваемая компания... Следует ожидать равенства рисков, если компания-аналог функционирует в той же среде бизнеса, как и оцениваемая, а размеры фирм приблизительно одинаковы».²

Третий круг проблем связан с тем, что в одной стране даже в близких по характеру деятельности компаниях могут применяться неодинаковые способы учета данных «об обесценении и амортизации в показателях $EBIT$ ».³ Между прочим, здесь рекомендация А. Грегори такова: в этом случае желательно использовать показатель прибыли перед выплатой процентов, налогов, формированием фонда обесценения и амортизации ($EBITDA$ — earnings before interest, tax, depreciation and amortization).

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 23.

² Там же.

³ Там же. С. 26.

$EBIT$ — earnings before interest and tax — доходы до вычета процентов и налогов (там же, с. XV).

И наконец, *четвертый круг проблем* — это национальные особенности ведения бухгалтерской отчетности. Представляется, что влияние этих проблем на возможности использования мультипликаторов по зарубежным компаниям применительно к оценкам стоимости российских фирм будет зависеть от перехода последних к международным стандартам бухгалтерского учета.¹

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

Доходный подход — наиболее распространенный принцип оценки стоимости бизнеса. Его использование возможно при соблюдении, как сказано в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса», «двух неперемняемых условий».

«Во-первых... оценщик должен быть способен определить будущие доходы... с разумной степенью вероятности. Во-вторых, в принципе должна существовать разумная вероятность того, что деятельность компании будет развиваться прогнозируемыми темпами» (п. 500.02, с. 109). Другими словами, речь идет об устойчивости развития оцениваемой компании. Разумеется, сам оценщик не может составить окончательное представление о такой устойчивости. Это может быть сделано, в частности, на основе бизнес-плана рассматриваемой компании (отметим, что такую оценку можно составить и на основе использования данных о развитии клиентской базы компании — см. Приложение 5 к главе 7: «Доходный подход»). «Если компания слишком неустойчива... — продолжают авторы Руководства, — то консультант (оценщик. — В. Р.) должен серьезно задуматься, применимы ли оба рассматриваемых подхода» (п. 500.02, с. 109). Это — «подход, основанный на капитализации доходов» и «подход, основанный на дисконтировании будущих доходов» (500.01, с. 109).

А. Грегори в рамках доходного подхода выделяет только один метод — дисконтированного денежного потока (DCF). Но одно его замечание в отношении использования этого метода имеет и более общее значение — применительно к доходному подходу вообще, особенно в отношении крупных компаний, конгломератов. Здесь «важной особенностью является то, что конгломе-

¹ Скажу, однако, что в самой Великобритании весьма скептически относятся к использованию МСФО. Об этом, в частности, говорила Каролина Биарин, один из руководителей Института сертифицированных бухгалтеров Англии и Уэльса, на конференции, организованной Российской академией международного учета, в Лондоне в июне 2005 года. Отмечу и другие негативные оценки целесообразности использования МСФО.

Так, «Джон Саймондс — глава влиятельной ассоциации британских финансовых директоров Hundred Group... заявив, что МСФО вызывают растущее недовольство со стороны британских компаний. По его мнению, процедура составления отчетности по новым стандартам сложнее, чем та, которую британские компании используют в настоящее время... Эксперты сообщают, что недовольство британских компаний является тревожным знаком для Совета по Международным стандартам финансовой отчетности». Хюстин Е., Ковалева Е. Британским компаниям не нравятся МСФО // Коммерсантъ от 27.08.2005.

Отмечу, что и в России внедрение МСФО проходит не вполне гладко. Так, в начале 2006 года в Госдуме «встретились» два существенно различающихся законопроекта: «О регулировании бухгалтерского учета и финансовой отчетности в Российской Федерации» (его представил депутат А. Буренин) и «минифинансовый» проект «Об официальном бухгалтерском учете».

Мне позиции «буренинского» законопроекта представляются более правильными, чем «минифинансового». «В нашем проекте, — утверждает А. Буренин, — предлагается создать систему национальных стандартов, которые полностью соответствуют МСФО, что делает процесс параллельного составления отчетности (и по ПБУ, и по МСФО. — В.Р.) ... ненужным». «Минфин, — добавляет А. Буренин, — придерживается другой точки зрения: Министерство предлагает «составлять финансовую отчетность одновременно и по ПБУ, и по МСФО» // Финансовая отчетность. Приложение к газете «Коммерсантъ». 2006. № 21. С. 34.

рат, в который входит некоторое число стратегических подразделений (SBU — strategic business units. — В.Р.), в общем случае будет иметь различную стоимость капитала для каждого стратегического подразделения, имея в виду, что каждое из них отличается своей степенью риска».¹

Это, как мне кажется, важное уточнение, которое должно учитываться при оценке стоимости как холдингов, так и вертикально-интегрированных отраслевых и межотраслевых компаний, конгломератов. Применительно к входящим в их состав отдельным самостоятельным подразделениям нужен обязательный анализ дифференциации общих рисков и фиксация специфических рисков для отдельных SBU. Разные оценки рисков, а следовательно, и применение неодинаковых ставок дисконтирования по отношению к денежным потокам в свое время использовались мной лишь в отношении ОАО «Норси-Ойл», с одной стороны, и входящей в состав этого холдинга дочерней компании ОАО «Нижегороднефтепродукт», с другой стороны. Считаю, что в ряде других случаев я также должен был провести такую дифференцированную оценку рисков по компании-конгломерату и ее отдельным SBU. Это повысило бы уровень обоснованности выполненных мной оценок стоимости материнских компаний в целом.

ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ: КОНТРОЛЬНАЯ И МИНОРИТАРНАЯ ДОЛИ

Разные подходы, точнее, применяемые в их рамках методы оценки стоимости бизнеса могут неодинаково представлять возможности оценки контрольных и миноритарных пакетов акций (долей). Следует отметить, что понимание того, что стоимость одной акции неодинакова в зависимости от того, в каком пакете она находится — миноритарном или контрольном, — в последнее время стало достаточно распространенным. Еще сравнительно недавно — в конце 1990-х гг. — можно было услышать утверждение о том, что, допустим, расчеты международной оценочной фирмы «Дрезднер Кляйнворт Бенсон» недопустимо превышали рыночную стоимость ОАО «Роснефть» на величину стоимости премии за контроль. «Как выясняется, — отмечали Т. Кошкарева и Р. Нарзикулов, — «Роснефть» стоит вовсе не 2 с небольшим млрд долл., а всего лишь 1,61 млрд долл. (об этом написано в официальном заключении оценщика). Недостающие несколько сот миллионов долларов «Дрезднер Кляйнворт Бенсон» отнесла на *мифическое* приобретение контроля за «Роснефтью». «Другими словами, — добавляли комментаторы, — покупатель хлеба должен заплатить не только за батон, но и за право его съесть».² Странное сравнение. Думаю, что сейчас эти авторы так бы не написали об учете премии за контроль при оценке стоимости компании целиком.

Наиболее полно возможности учета контрольного (мажоритарного) и неконтрольного (миноритарного) участия систематизированы в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса» (схема 2—4, с. 26). Приведем результаты такой систематизации с некоторыми собственными уточнениями (табл. 14).

¹ Григорий А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 8.

² // Независимая газета от 23.05.1998.

ТАБЛИЦА 14. Примеры того, как учет контрольных и миноритарных пакетов акций может влиять на выбор методов оценки стоимости бизнеса

Метод оценки	Контрольное участие	Миноритарное участие,
Цена компании/доходы	В рамках оценки учтена премия за контроль	При определении стоимости миноритарного пакета нужна скидка на его неконтрольный характер
Стоимость чистых активов	В рамках оценки учтена премия за контроль	При определении стоимости миноритарного пакета акций нужна скидка на его неконтрольный характер
Оценка стоимости на основе данных рынка капиталов (котировок акций на фондовых биржах)	Необходимо добавить премию за контроль, поскольку оценка основывается на данных о приобретении миноритарных пакетов акций	В рамках оценки учтена скидка на неконтрольный характер
Дисконтированный чистый денежный поток	В рамках оценки учтена премия за контроль	При определении стоимости миноритарного пакета акций нужна скидка на его неконтрольный характер

Следует отметить, что в отношении небольших предприятий возможности применения некоторых из указанных методов проблематичны, если исходная информация основывается на котировках акций других достаточно крупных компаний. По мнению авторов цитируемого нами «Руководства по оценке стоимости бизнеса», «цены акций сравнимых открытых компаний способны в небольшой степени помочь в оценке стоимости малых предприятий» (п. 225.13, с. 33). И это объясняется тем, что различия между крупными и малыми фирмами, как правило, закрытыми компаниями, «столь велики, что они исключают осмысленное сопоставление» (п. 225.13, с. 33).

Скептически относятся авторы Руководства и к возможности использования модели дисконтированного денежного потока для установления стоимости малого бизнеса. Здесь выдвигается причина короткой «жизни» небольших предприятий. «Уровень «смертности» малых предприятий таков, — отмечает в Руководстве, — что долгосрочный прогноз их будущей деятельности может оказаться вообще невозможным» (п. 225.13, с. 33).

Это утверждение мне кажется не совсем правильным. Дело в том, что к оценке стоимости малого бизнеса относительно чаще прибегают при его продаже. Так, тот, кто покупает такой бизнес, ориентируется по крайней мере на пятилетний период его функционирования в будущем. И такому покупателю крайне важно знать, какие доходы может принести приобретаемый бизнес в будущем. В самом Руководстве пятилетний прогнозный период как раз и установлен в качестве нижней границы прогнозного периода для оценки стоимости бизнеса с помощью указанной модели.

В свое время Министерство имущественных отношений Российской Федерации (Минимущество России) подготовило, а Правительство утвердило

коэффициенты контроля неодинаковых по размеру пакетов акций (долей акций в уставном капитале). Я имею в виду постановление Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» (*Приложение № 1*). Позднее это постановление было отменено другим правительственным решением с точно таким же названием, как и упомянутый документ (речь идет о постановлении Правительства Российской Федерации от 14.02.2006 № 87). В новом постановлении, помимо оставшейся без изменения схемы установления коэффициентов контроля для АО, появились и новые коэффициенты — в отношении долей участников ООО. Приведем их (*табл. 15*).

ТАБЛИЦА 15. Коэффициент контроля в отношении долей участников ООО

Доля в уставном капитале ООО, %	Коэффициент контроля
75—50	1
50—75	0,9
25—50	0,8
10—25	0,7
80—10	0,6

Эта схема как две капли воды похожа на условия установления коэффициентов контроля для АО. На мой взгляд, это не совсем правильно. Дело в том, что для АО доля акций в уставном капитале в 75 % является верхней границей, необходимой для принятия решений по ряду основополагающих вопросов, решения по которым принимаются, согласно Закону об акционерных обществах, общим собранием акционеров большинством в *три четверти* голосов владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров». Это означает, что заблокировать принятое решение по этим вопросам может акционер, имеющий пакет 25 % + 1 акция. Именно поэтому такой пакет называют блокирующим.

Что касается ООО, то, к примеру, такой вопрос, как «изменение устава общества...» (подп. 2 п. 2 ст. 33 Закона об обществах с ограниченной ответственностью) «принимается большинством *не менее двух третей* голосов от общего числа голосов участников общества». В этом же законе сказано, что такое же большинство требуется для принятия решений «также по иным вопросам, определенным уставом общества» (п. 8 ст. 37 Закона об обществах с ограниченной ответственностью). Отсюда понятно, что для ООО верхней границей для принятия наиболее важных решений является доля в уставном капитале, равная 66,7 %. Ясно и то, что в таком случае блокирующий пакет составляет «33,3 % + 1 акция».¹

Именно поэтому я считаю, что для ООО должны быть пересмотрены установленные постановлением Правительства Российской Федерации от 14.02.2006 № 87 коэффициенты контроля. Они не соответствуют закону об этих обществах.

¹ Замечу, что в Законе об обществах с ограниченной ответственностью ни разу не упоминается большинство в 75 % доли в уставном капитале.

СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ, ПОЛУЧЕННЫХ РАЗНЫМИ МЕТОДАМИ

Вполне естественно, что разные методы оценки стоимости той или иной компании приводят к разным результатам. Но, как мы уже отмечали, российские Стандарты в конце концов в основном ориентируют на оформление этих результатов в виде единой величины.

Здесь возможно сделать следующее:

- или использовать как наиболее подходящую для решения поставленных клиентом задач оценку, полученную только с помощью одного метода; конечно, при этом следует привести достаточно убедительные аргументы относительно того, почему оценщик «отвергает» им же полученные результаты с помощью применения других методов;
- или выбрать среднее значение из нескольких результатов, вытекающих из примененных оценщиком методов;
- или, наконец, взвесить полученные результаты.

Именно метод взвешивания разных результатов относительно часто применяют российские оценщики. Здесь, однако, не существует никаких формальных процедур. Вот что по этому поводу сказано в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса»: «Как и многие другие шаги оценочного исследования, взвешивание оценок, полученных двумя или большим числом методов, основывается на многих факторах и требует значительной доли произвольных суждений, основанных на здравом смысле» (п. 805.02, с. 271).

Авторы Руководства выделяют два основных подхода (п. 805.03, с. 271):

«а) подход, основанный на математическом взвешивании (математический подход);

б) подход, основанный на субъективном взвешивании (субъективный подход)».

Справедливости ради все же надо сказать, что оба эти подхода имеют субъективный характер.¹ Различие в том, что сумма весов, приданных разным результатам, при первом подходе должна быть равна 1,0 (или 100 %). А рамках второго подхода это формальное требование не соблюдается. «Вместо этого, — написано в Руководстве, — ...определение заключительной оценки стоимости поддерживается словесным описанием факторов, влияющих на нее, по мнению оценщика» (п. 05.05, с. 72).

Приведем конкретный пример взвешивания необходимых результатов оценки стоимости бизнеса одной российской компании, полученных с применением разных методов оценки. Речь идет о выполненной с нашим учас-

¹ Правда, есть и такой, весьма своеобразный, метод взвешивания, представленный в «Правилах определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» (утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 14.02.006 № 87). В этом документе при рассмотрении получаемых результатов в рамках трех подходов сказано следующее:

«6. Определение средневзвешенного значения величин... осуществляется путем сложения этих величин, умноженных на весовые коэффициенты в следующем порядке:

а) при наличии трех величин к наибольшей из них применяется весовой коэффициент 0,6, к средней — 0,3, к наименьшей — 0,1;

б) при наличии двух величин к наибольшей из них применяется весовой коэффициент 0,8, к наименьшей — 0,2;

в) при наличии одной величины к ней применяется коэффициент 1».

Я затрудняюсь отнести эту схему к тому или другому подходу к взвешиванию результатов (математическому или субъективному). К тому же я не представляю, каким образом можно было обосновать указанные коэффициенты. Впрочем, без всякого ерничанья я бы назвал описанные способы взвешивания сугубо бюрократическими.

тием оценке стоимости ОАО «Роснефть» в январе 1998 г.. Были получены 5 оценок:

- на основе сравнительного подхода — 2063 млн долл.;
- с помощью мультипликаторов по зарубежным компаниям — 2379 млн долл.;
- по данным рейтинга 200 крупнейших компаний России (представленных в журнале «Эксперт») — 3008 млн долл.;
- исходя из мультипликаторов по нефтяным компаниям России («АК & М») — 2061 млн долл.;
- по результатам обработки информации о продаже пакета акций Восточной нефтяной компании в декабре 1997 г. (50 % минус 1 акция) — 2340 млн долл.

Мы упорядочили этот ряд данных и придали каждому показателю соответствующий вес (на «краях» распределения этот «вес» был меньше, к середине «вес» увеличивался) (табл. 16).

ТАБЛИЦА 16. Оценка стоимости ОАО «Роснефть» в январе 1998 г.

Оценки, млн долл.	2061	2063	2379	2340	3008
Весы (сумма = 1,0)	0,1	0,2	0,4	0,2	0,1
Взвешенные значения, млн долл.	206,1	412,6	951,6	468,0	300,8

Сумма взвешенных значений составила 2339,1 млн долл. Такова была наша оценка стоимости ОАО «Роснефть». По отношению к этой цифре мы позволили себе сделать лишь одно уточнение, связанное с ожидаемым ухудшением состояния на мировом нефтяном рынке: скидка в 10 %. В таком случае окончательная оценка стоимости ОАО «Роснефть» оказалась равной 2105 млн долл.¹

Что же лучше применять — математическое или субъективное взвешивание? И здесь я как практикующий оценщик решил поддержать следующее утверждение Руководства на этот счет: «Чем шире размах... оценок, полученных разными методами, тем менее полезно математическое взвешивание» (п. 805.09, с. 273). Тем больше, добавлю от себя, нужен анализ каждого результата по существу. И здесь самое важное заключается в том, чтобы сформулировать вывод о том, какой из полученных результатов в наибольшей мере учитывает влияние выявленных факторов изменения стоимости бизнеса. Иными словами, нужно сказать, какой подход и какие в его рамках методы наиболее полно ориентированы на обобщающую характеристику влияния этих факторов. Скажу, что иногда оформить это на бумаге (в отчете) оказывается не так просто.

¹ В то время могло показаться совершенно невероятным, насколько быстро увеличится стоимость этой компании за последние 7–8 лет. Теперь стоимость «Роснефти» оценивается в 72 миллиарда долларов // Ведомости от 29.12.2005.

Правда, в печати называются и несколько меньшие, но также впечатляющие оценки стоимости «Роснефти». Так, согласно заявлению В. Назарова, главы Росимущества, «максимальная оценка компании составляла 58 миллиардов долларов с учетом дочерних компаний и 48 миллиардов долларов — без них» // Коммерсантъ от 29.12.2005.

СПЕЦИАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ: ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ И НЕОПЕРАЦИОННЫЕ АКТИВЫ

Применительно ко всем трем подходам оценки стоимости бизнеса иногда приходится решать вопросы, связанные с учетом денежной оценки *привилегированных акций*. С этой проблемой несколько раз пришлось сталкиваться и мне. Как я уже говорил, в середине февраля 2006 г. по заказу РФФИ мне нужно было оценить 21,4 % обыкновенных акций достаточно известной фармацевтической фирмы — ОАО «Синтез» в городе Кургане. Эта работа была интересна тем, что помимо обыкновенных акций у этого ОАО были еще и *привилегированные акции* (правда, не очень значительные), по которым регулярно выплачивались дивиденды.

Величина привилегированных акций составляла 25 % от общей совокупности акций ОАО «Синтез». На долю обыкновенных акций приходилось 75 % от всех акций ОАО «Синтез».

При определении рыночной стоимости указанного пакета акций (75 %) из предварительно полученной оценки стоимости ОАО в рамках затратного подхода (метода накопления чистых активов) следовало вычесть стоимость привилегированных акций, поскольку они относятся к категории заемных средств, т.е. к обязательствам компании.

Ясно, что при определении стоимости компании в рамках затратного подхода (а именно с помощью метода чистых активов) величину привилегированных акций (при условии выплаты дивидендов) следует рассматривать в качестве обязательств, т.е. эти акции не относятся к категории собственных средств (акционерного капитала) оцениваемой компании. В книге Ст. Росса и его соавторов об этом говорится так: «Помимо собственных активов, фирмы используют займы... и привилегированные акции для финансирования своих проектов».¹

Это означает, что при определении стоимости собственных средств (акционерного капитала) компании денежная оценка привилегированных акций должна быть исключена из предварительно сформированной стоимостной оценки рассматриваемой фирмы. Вот что по этому поводу сказано в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса»: «Если компания имеет привилегированные акции и другие «старшие» ценные бумаги?... тогда стоимость совокупного капитала должна быть уменьшена на стоимость этих «старших» ценных бумаг» (п. 710.19, с. 247).

Если бы привилегированные акции ОАО «Синтез» имели такую же цену, как и обыкновенные акции, то полученную предварительно оценку стоимости этого ОАО нужно было бы уменьшить только на 25 %, соответствующие их доле в общей массе акций (обыкновенные + привилегированные). Но, как мы уже отмечали, по сравнению с обыкновенными акциями привилегированные

¹ Росс Ст., Вестерфильд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов. М.: Лаборатория базовых знаний, 2001. С. 435.

² Представления о «старших» ценных бумагах основывается на присутствии отдельным видам ценных бумаг, в том числе и привилегированным акциям, «ликвидационных привилегиях» по отношению к обыкновенным акциям (в рамках процедур определения ликвидационной стоимости компании). Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-консалтинг, 2000. С. 247.

акции, как правило, имеют несколько меньшую ценность. В соответствии с данными о котировках обыкновенных и привилегированных акций одних и тех же АО в середине февраля 2006 г. на российской биржевой площадке РТС были зафиксированы самое низкое и самое высокое значения соотношений привилегированных и обыкновенных акций¹ (соответственно по ОАО «АвтоВАЗ» — 0,64 и ОАО «Волжская ГЭС» — 0,94). Для последующих расчетов было принято среднее значение, равное $0,79 [(0,64 + 0,94) / 2]$.

Прежде всего нужно было оценить пропорциональную долю стоимости пакета привилегированных акций ОАО «Синтез» (25 %). Предварительная оценка *всей* компании с учетом *неоперационных активов* (стоимость загородного земельного участка площадью 10,1 га и расположенных на нем зданий культурно-оздоровительного комплекса «Космос» в Кетовском районе Курганской области, в 2 километрах на юго-восток от села Лесниково) составила 2 208 263 тысячи руб.; 25 % от этой величины равно 552 066 тысячам руб. ($2\,208\,263 \times 0,25$).

Теперь следовало учесть относительно более низкую стоимость привилегированных акций. Эта оценка составила 436 132 тысячи руб. ($552\,066 \times 0,79$).

Стоимость привилегированных акций следовало вычесть из предварительной полученной оценки ОАО «Синтез» с помощью метода накопления чистых активов, общий результат которого (накопления) представляет совокупную стоимость обыкновенных и привилегированных акций. В таком случае стоимость обыкновенных акций этого ОАО будет равна 1 772 133 тысячам руб. ($2\,208\,263 - 436\,130$). Пропорционально же величина 21,4-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Синтез» составит 379 236 тысяч руб. Далее нужны корректировки на низкую ликвидность этих акций и недостаточную степень контроля оцениваемого пакета (схема проведения таких корректировок уже рассматривалась).

Я уже отмечал, что у ОАО «Синтез» имелись *неоперационные активы в виде загородного земельного участка и зданий культурно-оздоровительного комплекса*.

При определении стоимости ОАО «Синтез» на основе метода чистых активов стоимость этих неоперационных активов входила в общую массу активов ОАО «Синтез».

Но нам пришлось оценивать стоимость этого ОАО и в рамках *доходного* подхода с помощью модели ДДП. Здесь полученная предварительно оценка стоимости ОАО «Синтез» не включала стоимость неоперационных активов. Вместе с тем при определении окончательной величины стоимости ОАО к величине его стоимости, полученной с помощью модели ДДП, нужно было добавить и стоимость неоперационных активов — стоимость культурно-оздоровительного комплекса «Космос». Его оценка равнялась 108 903 тысячам руб.

Пропорциональная же часть (в расчете на 21,4-процентный пакет акций) была равна 23 305 тысячам руб. ($108\,903 \times 0,214$).

В заключение скажу, что вычет стоимости привилегированных акций и добавление стоимости неоперационных активов должны проводиться по отно-

¹ // Ведомости от 14.02.2006.

шению к совокупному результату оценки стоимости бизнеса, полученному с помощью метода ДДП.

Эта же операция — вычет стоимости привилегированных акций и учет дополнительной величины стоимости неоперационных активов — обязательна и в отношении предварительно полученной оценки стоимости бизнеса в рамках сравнительного подхода. Правда, здесь есть одно исключение, касающееся применения метода рынка капиталов, в рамках которого используются данные об обыкновенных акциях компаний-аналогов. В этом случае отпадает необходимость в дополнительной оценке привилегированных акций, но сохраняется требование дополнительного учета неоперационных активов. Без этого нельзя получить полную оценку стоимости компании.

Модель Блэка—Шоулза (Black—Scholes)

В последнее время для оценки стоимости бизнеса иногда используется биномиальная модель Блэка—Шоулза, которую авторы монографии «Финансовый менеджмент» Р. Колб и Р. Родригес назвали «одним из величайших достижений в области современных финансов».¹ Модель опционного ценообразования Блэка—Шоулза (The Black—Scholes Option Pricing Model) позволяет определить стоимость опциона «колл»² в зависимости от его 5 переменных.

Смысл формулы Блэка—Шоулза заключается в том, чтобы создать эквивалент опциона из комбинации затрат на приобретение обыкновенной акции и заемных средств. «Эта формула, — как пишут Р. Брейли и С. Майерс, — имеет неприглядный вид»,³ но ее интерпретация вполне понятна.

Представим интерпретацию этой формулы, которая дана А. Грегори применительно к оценке стоимости акций в рамках доходного подхода. Стоимость опциона «колл» можно представить так:⁴

$$C = S \times N(d_1) - X \times e^{-R} N(d_2),$$

¹ Колб Р., Родригес Р. Финансовый менеджмент. М.: Финпресс, 2001. С. 420.

Р. Брейли и С. Майерс в книге «Принципы корпоративных финансов (М.: Олимп-бизнес, 1997. С. 544) по поводу значения указанной формулы пишут следующее: «Крупное открытие было ознаменовано восторженным возгласом Блэка и Шольца (так воспроизведена в русском переводе фамилия этого автора. — ВР): «Эврика! Мы нашли ее!» Далее следует и вполне шутовское добавление в сноске: «Мы, правда, не знаем, сидели ли Блэк и Шольц в тот момент в ваннах, подобно Архимеду» (сноска на с. 544 цитируемого издания)

² «Опцион (option): Договор, позволяющий другой стороне купить или продать... ценные бумаги (securities) в течение заданного периода времени по согласованной цене. Договор на продажу называется опционом «пут» (put-option), а на покупку — опционом «колл» (call-option)» Словарь современной экономической теории Макмиллана. М.: Инфра-М, 1997. С. 368

Сделка по покупке опциона «колл» «обычно осуществляется в ожидании роста цен». Бизнес: Толковый словарь. М.: Инфра-М, 1998. С. 460

Опцион «колл» дает его владельцу право купить акции по особой цене — цене исполнения. Допустим, инвестор приобрел опцион «колл» за 10 долларов. Цена исполнения опциона равна, скажем, 100 долл. Если цена акций будет ниже, то опцион обесценится, но если цена акций будет выше 100 долл., то инвестор может воспользоваться своим правом купить акции по заранее оговоренной цене, а именно 100 долл., хотя зафиксированная в момент приобретения цена акции была, к примеру, 125 долл.

³ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-бизнес, 1997. С. 546.

⁴ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. Практическое руководство / Пер. с англ. Л. Лопатникова. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 97.

где S — текущая стоимость обыкновенной акции;
 X — цена исполнения опциона на данную акцию (exercise price), соответствующая совокупным обязательствам компании;
 $e^{-R_f t}$ — непрерывно начисляемая безрисковая ставка (R_f) за период t , т.е. до истечения опциона (т.е. $X \times e^{-R_f t}$), приведенная путем дисконтирования величины на обязательств компании;
 $N(d_1)$ и $N(d_2)$ — кумулятивные нормальные вероятности, точнее, кумулятивные нормальные вероятности функции плотности распределения или значения накопленной вероятности для среднеекватрического распределения по d_1 и d_2 соответственно, т.е. с учетом стандартного отклонения акций за достаточно длительный период времени (s).

По сути дела, в представленной формуле текущая стоимость акции сопоставляется с ценой исполнения опциона, соответствующей обязательствам (долгу) компании.

В обобщающем виде формула показывает, что стоимость опциона «колл» равна инвестиции в обыкновенную акцию за вычетом обязательств, а стоимость фирмы меняется в зависимости от изменения совокупной стоимости ее активов. В таком случае необходимо определить, какова доля опциона «колл» в меняющейся стоимости акций фирмы. Именно из этого условия исходит специально разработанная таблица на основе модели Блэка—Шоулза. Такая таблица приведена в Приложении к упомянутой монографии Р. Брейли и С. Майерса. Мы еще вернемся к использованию этой таблицы, а пока представим результаты расчетов рыночной стоимости ОАО «Норси-Ойл», выполненных по договору с РФФИ. В этой работе наряду с другими методами мы также использовали модель Блэка—Шоулза. С помощью этой модели нами были выполнены расчеты стоимости акций ОАО «Норси-Ойл» в расчете на возможное изменение стоимости активов этой компании в зависимости от изменения такого нематериального актива, как право на гарантированное обеспечение входящего в ОАО нефтеперерабатывающего завода (НПЗ) поставками сырой нефти для последующей ее переработки (в период проведения расчетов НПЗ назывался ОАО «Норси-Ойл», теперь это ОАО «Нижегороднефтеоргсинтез»).

Расчеты проводились в июле 2001 г. В 1998 г. на указанном НПЗ было переработано 9379,5 тысячи тонн сырой нефти, в 1999 — 4215,8, в 2000 — 3722,1 тысячи тонн. Согласно имеющимся расчетам, более или менее устойчивая работа ОАО «Норси-Ойл» могла быть обеспечена при уровне поставок сырой нефти, начиная примерно с 6 млн тонн ежегодно с последующим увеличением объемов поставок. Мощности НПЗ были рассчитаны на переработку по крайней мере 18 млн тонн сырой нефти (проектная оценка — 18,8—22 млн тонн, средняя — 20 млн тонн).

Были выполнены расчеты, ориентированные на увеличение активов компании в зависимости от вклада указанного нематериального актива. Вначале была оценена стоимость прав на переработку 5 млн тонн дополнительно к сложившемуся уровню в 3,75 млн тонн сырой нефти в год, т.е. всего 8,75 млн тонн. Эта оценка основывалась на применении формулы Блэка—Шоулза. В результате проведенных расчетов получилось, что стоимость прав переработки до-

полнительных поставок нефти в 5 млн тонн дает увеличение расчетной величины стоимости активов ОАО «Норси-Ойл». За исходную оценку была принята величина стоимости активов компании в размере 2545,5 млн руб. (рыночная оценка стоимости активов — на основе балансовых данных с учетом инфляции).

Теперь можно представить все необходимые для расчетов по модели Блэка—Шоулза исходные параметры ОАО «Норси-Ойл» (табл. 17).

ТАБЛИЦА 17. Исходные параметры ОАО «Норси-Ойл»

Параметры	Значение
Текущая стоимость активов, млн руб.	2545,5
Номинальная стоимость обязательств, млн руб.	2131,4
Длительность обязательств (долга) компании ¹ , год	0,341
Безрисковая процентная ставка, % годовых	21
Стандартное отклонение стоимости компании ² , %	31

¹ Длительность была определена в расчете на погашение не только долгосрочных, но и краткосрочных обязательств компании

² Стандартное отклонение стоимости ОАО «Норси-Ойл» было установлено на основе обработки данных о величинах стандартных отклонений котировок обыкновенных акций ряда российских нефтяных компаний («Лукойл», «Сургутнефтегаз», «Татнефть», «Сибнефть», «Ангарская нефтехимическая компания») за период с 24.01.2000 по 23.04.2001. Это было сделано потому, что сами акции ОАО «Норси-Ойл» не котировались.

На основе модели Блэка—Шоулза была выполнена оценка стоимости ОАО «Норси-Ойл», которая составила 577,0 млн руб.

Также были выполнены расчеты, ориентированные на увеличение стоимости активов ОАО «Норси-Ойл» на величину стоимости указанного нематериального актива как условия гарантированного обеспечения поставок сырой нефти на переработку на входящем в это ОАО заводе «Норси». При изменении объемов общих годовых поставок сырой нефти появляется дополнительная стоимость активов компании в целом (табл. 18).

ТАБЛИЦА 18. Расчеты, ориентированные на увеличение стоимости активов ОАО «Норси-Ойл» на величину стоимости дополнительного нематериального актива

Поставки нефти в целом в год, млн т	9	12	15	18
Оценка дополнительных прав гарантированных поставок нефти сверх уровня 3,7 млн тонн, млн руб.	491,7	772,6	1053,6	1334,5

В соответствии с изменившимися характеристиками активов ОАО «Норси-Ойл» меняются и оценки его (ОАО) стоимости, полученные с помощью указанной модели Блэка—Шоулза (табл. 19).

Теперь представим схему расчетов, ориентированных на использование специальной таблицы, обобщающей результаты расчетов по модели Блэка—Шоулза. Эта таблица приведена в Приложении к книге Р. Брейли и С. Майерса «Принципы корпоративных финансов» (табл. 6 указанного Приложения). Авторы приводят подробные объяснения последовательности действий, необ-

ходимых для того, чтобы воспользоваться этой таблицей.¹ Мы выполнили эти действия на основе приведенной информации, касающейся ОАО «Норси-Ойл».

ТАБЛИЦА 19. Продолжение расчетов, ориентированных на увеличение стоимости активов ОАО «Норси-Ойл»¹

Поставки нефти в целом в год, млн т	9	12	15	18
Загрузка производственных мощностей, % (установленный предельный уровень — 20 млн т)	45	60	75	90
Стоимость дополнительного нематериального актива (гарантированных поставок нефти), млн р.	491,7	772,6	1053,6	1334,5
Исходная стоимость, млн р.	414,1	414,1	414,1	414,1
Совокупная стоимость (3 + 4) млн р.	905,8	1186,7	1467,74	1748,6
млн долл. (курс — 1 : 29,1)	31,13	40,78	50,4	60,09
Стоимость пакета акций компании в 85,36 %: млн р.	773,2	1013,0	1252,8	1492,6
млн долл.	26,6	34,8	43,1	51,3

¹ Исходная стоимость компании, полученная с помощью метода чистых активов, — 414,1 млн р. (2545,5 – 2131,4).

Шаг 1. Следует найти произведение стандартного отклонения стоимости ОАО «Норси-Ойл» (0,31–31 %) и квадратного корня из числа периодов до истечения срока исполнения опционов, то есть дюрации долга (обязательств) компании ($\sqrt{0,341}$);

$$0,31 \times \sqrt{0,341} = 0,31 \times 0,584 = 0,18.$$

Шаг 2. Необходимо найти отношение стоимости активов к приведенной стоимости исполнения опционов, т.е. погашения долга. В нашем случае стоимость активов составит 2545,5 млн руб. (см. *исходные параметры*). Приведенная стоимость погашения долга должна определяться с учетом того, что долг погашается в течение 4 месяцев (0,341 от 12 месяцев). Безрисковая процентная ставка принята в расчетах равной 21 % (такой она была в период расчетов), следовательно, за 4 месяца она будет равна 7 %. В таком случае приведенная стоимость погашения долга (обязательств) составит:

$$2131,4 / 1,07 = 1992,0.$$

Указанное же соотношение будет равно 1,28 (2545,5 / 1992,0).

Шаг 3. В таблице 6 Приложения к указанной монографии нужно установить приблизительные значения, соответствующие найденным характеристикам (шаги 1 и 2). Тем самым будет оценена примерная стоимость опциона «колл» в процентах к цене акции. Примем, исходя из табличных условий, это соотношение, равным 22,9 %. Если цена акции определяется стоимостью ее активов с учетом обязательств, то тогда стоимость ОАО «Норси-Ойл» будет

¹ См.: с. 547–548, а также с. 1038–1039 упомянутой монографии.

равна 582 млн руб. ($0,229 \times 2545,5$). Эта оценка достаточно близка к тому значению, которое было получено на основе непосредственного применения модели Блэка—Шоулза — 577,0 (см. с.130) (разница составляет меньше 2 %).

Охарактеризуем результаты расчетов, учитывающих меняющуюся стоимость активов компании «Норси-Ойл» (в результате добавления нематериальных активов, связанных с правами на переработку дополнительных объемов сырой нефти на НПЗ). В случае увеличения поставок сырой нефти до 12 млн тонн при использовании табличных значений стоимость компании будет равна 869,4 млн руб., что составляет 86 % в отношении к результатам, полученным с помощью формулы; в случае поставок до 15 млн тонн — соответственно 1147,5 и 1252,8 (соотношение 91,6 %), до 18 млн тонн — 1431 и 1492,6 (соотношение 95,9 %).

На мой взгляд, чем более значительным оказывается дополнительный нематериальный актив (и растущие права на переработку сырой нефти), тем ближе оказываются значения стоимости ОАО «Норси-Ойл», полученные с помощью модели Блэка—Шоулза, с одной стороны, и на основе специальной таблицы, обобщающей условия расчетов по этой модели, с другой стороны.

Оценки, основанные на непосредственном применении формулы Блэка—Шоулза, представили несколько более высокие показатели оценки стоимости «Норси-Ойл», чем те результаты, которые были получены посредством других методов. И это вполне объяснимо. Дело в том, что с помощью формулы Блэка—Шоулза было установлено влияние дополнительного фактора — нематериального актива (права на требуемые поставки сырой нефти, необходимые для нормальной работы НПЗ) — на общую стоимость компании. По существу этот дополнительный актив приводил в расчетах и к увеличению совокупных активов, а следовательно, и к увеличению стоимости акций компании.

Хочу отметить, что фрагментарность изложения материала, характеризующего применение модели Блэка—Шоулза, объясняется тем, что по этой тематике мною, с соавторами подготовлены достаточно подробные методические рекомендации по использованию модели Блэка—Шоулза с учетом российских условий формирования информационной базы и проведения соответствующих расчетов.

В этой брошюре также рассмотрены условия применения другой модели, широко используемой «продвинутыми» оценщиками, — модели Ольсона. Имеется в виду наша совместная с указанными соавторами работа «Методические рекомендации по оценке стоимости бизнеса с применением моделей Ольсона и Блэка—Шоулза».¹ Модель Ольсона будет представлена также в части 7 настоящего пособия, а более подробно в *Приложении 4*.

¹ Егоров О., Козлов Н., Рутгайзер В. Методические рекомендации по оценке стоимости бизнеса с применением моделей Ольсона и Блэка—Шоулза. М.: Комитет по оценочной деятельности Торгово-промышленной палаты Российской Федерации — Международная академия оценки и консалтинга, 2005.

Глава 5

Затратный подход, или подход, основанный на активах

Общая характеристика

Характеризуя эволюцию применения методов оценки стоимости бизнеса в США, Великобритании (*глава 4 «Подходы, методы и модели»*), мы отметили, что вначале (в 50–60-х гг. XX века) специалистами в основном применялся затратный подход, или оценка, «основанная на активах».¹ И лишь впоследствии получило распространение применение других подходов. Любопытно, что именно этот метод преимущественно использовался в ходе первых шагов приватизации российских предприятий. Главным образом это объяснялось тем, что в то время именно бухгалтерская отчетность о деятельности государственных предприятий являлась наиболее достоверной информацией об используемых ими активах.

Нельзя сказать, что Верховный Совет РСФСР, принявший летом 1991 г. Закон о приватизации государственного и муниципального имущества (далее – Закон о приватизации, Закон), не учел того обстоятельства, что равные по денежной оценке активы могут обладать разной доходностью, что, естественно, должно было отражаться на показателях стоимости приватизируемых предприятий. В Законе о приватизации, в разделе, касающемся оценки приватизируемых предприятий, специально оговаривалось требование о том, что стоимость предприятий должна определяться с учетом их будущей доходности. Таким образом, речь шла об оценке стоимости капитала. Правда, не оговаривались условия, как определить эту стоимость.

Позднее, однако, это положение было заменено другим, более ориентированным на действующую бухгалтерскую отчетность требованием. Это уже было конкретное условие. В конечном счете принятые Верховным Советом РСФСР летом 1992 г. поправки к Закону о приватизации устранили указание

¹ Григори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 7.

о необходимости оценки капитализации доходов. Поправки к Закону конкретизировались в нормативных документах Государственного комитета по имуществу и были ориентированы на необходимость определения стоимости приватизируемых государственных предприятий, исходя из денежной оценки их активов на 01.07.1992.

Позднее была разработана «Временная методика определения начальной цены продажи акций АО, созданных в процессе приватизации». Этот небольшой двухстраничный документ был подписан С. Беляевым. В то время он был первым заместителем председателя федеральной комиссии по обеспечению формирования доходов федерального бюджета за счет средств от приватизации при Правительстве Российской Федерации, руководителем Госкомимущества. Этот документ был утвержден 18.06.1995 первым заместителем председателя Правительства Российской Федерации А. Чубайсом.

Определение начальной цены акций, сказано в этом документе, должно было проводиться «на основе номинальной стоимости акции..., оценки собственных средств предприятия с учетом переоценки основных фондов, а также сложившейся на момент продажи конъюнктуры рынка, в т.ч. по отраслям» (п. 1). Далее была представлена формула определения начальной цены. Она выглядела так (п. 2):

Начальная цена ($\Pi_{нач}$) рассчитывается как произведение номинальной стоимости акции ($\Pi_{ном}$) на повышающий коэффициент (K_n):

$$\Pi_{нач} = \Pi_{ном} \times K_n.$$

При определении K_n «используются показатель изменения стоимости собственных средств по балансу предприятия (K_e), показатель конъюнктуры рынка ($K_{ры\kern 0.08em н}$), отраслевой показатель цены ($K_{отр}$), нормативный показатель установления цены акций ($K_{ном}$)».

Что касается показателя K_e , то здесь все было более или менее ясно: он устанавливается, как сказано в цитируемом документе, «по данным финансовой отчетности предприятия за последний отчетный период с учетом всех ранее произведенных переоценок основных фондов».

Несколько туманнее выглядит рекомендация относительно определения $K_{ры\kern 0.08em н}$: он должен определяться «продавцом на основе репрезентативных данных предшествующих продаж» (п. 5). Что значит «репрезентативные данные»? Каков критерий репрезентативности? На этот вопрос указанный документ не отвечал.

Что касается «отраслевого показателя цены ($K_{отр}$)», то в отношении его определения устанавливались необычайно широкие рамки возможной трансформации номинальной цены акции, «равной от 5-кратной до 100-кратной номинальной стоимости акций» (п. 6). Информация об этом показателе должна была представляться «продавцу» соответствующим федеральным органом исполнительной власти. Замечу, что я не видел каких-либо расчетов, связанных с оценкой этого показателя. Думаю, что их не было и в помине, и $K_{ры\kern 0.08em н}$ устанавливался, можно сказать, произвольно самим так называемым продавцом. Возможности корректировки у него были исключительные — поменять исходную цену акции в широчайшем диапазоне: 5–100 раз.

Примерно такая же ситуация складывалась в отношении отраслевых показателей цены ($K_{отр}$). Их тоже никто из тогдашних властных отраслевых структур не рассчитывал.

Авторы «Временной методики» сознавали несовершенство рекомендуемых ими алгоритмов определения начальной цены продажи акций АО, созданных в процессе приватизации. Именно этим объясняется редкая для методических указаний ссылка на то, что «по мере накопления опыта оценки по данной Временной методике она будет дополняться и уточняться». Правда, никакие дополнения и уточнения к этой действительно необычной методике мне неизвестны. И во многом это объясняется тем, что реально не был «накоплен опыт оценки» с помощью рассматриваемой методики. Эта явно несовершенная инструкция не получила сколько-нибудь заметного распространения. Во всяком случае в моей практике оценки стоимости бизнеса («Связьинвест» в 1997 г. и «Роснефть» в 1998 г.) никто из заказывавших эти и другие работы не подталкивал меня к использованию «Временной методики». Заказчики оценочных работ в РФФИ ясно представляли себе, насколько несовершенна эта методика.

Весной (17 марта) 1998 г. первый заместитель министра государственного имущества А. Браверман подписал распоряжение № 232-р о создании Комиссии по изменению начальной цены находящихся в федеральной собственности акций, установленных планом приватизации. Тогда стало ясно, что начальная цена, устанавливаемая с помощью Временной методики, малоинформативна. Нужен был новый подход. Для его формирования (подхода) Комиссии было дано право «привлекать к работе экспертов, специализированные аудиторские, консультационные и иные организации либо поручать выполнение расчетов и подготовку предложений по изменению начальной цены акций одному или нескольким выбранным ею *независимым оценщикам*». Разумеется, квалифицированные оценщики никогда не выполняли заказываемые им работы по оценке стоимости бизнеса с помощью малосодержательной «Временной методики».

Замечу, что это вовсе не означало отказа от применения затратного подхода к оценке стоимости бизнеса, основывающегося на определении рыночной стоимости чистых активов, т.к. этот подход является достаточно эффективным способом измерения стоимости бизнеса. Сейчас нельзя представить себе достаточно серьезную оценочную работу без применения этого подхода.¹ Тем более его использование является одним из обязательных условий российских стандартов оценочной деятельности. Напомним, что, если оценщик не применяет затратный подход, он должен аргументированно объяснить причины, по которым он его не использует.

В настоящее время, как уже отмечалось, в России происходит перевод бухгалтерских измерений на МСФО. А эти стандарты, как известно, предпо-

¹ Схема определения чистых активов была установлена Приказом Министерства финансов Российской Федерации № 71 и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 05.08.1996 № 149 «О порядке оценки стоимости чистых активов акционерного общества». Документ сыграл положительную роль в систематизации условий оценки стоимости предприятий (пакетов акций). Единственный серьезный недостаток этого действующего и поныне документа — то, что он игнорировал требования переоценки активов и обязательств в зависимости от инфляции. Позднее (в 2003 г.) название этого документа было несколько изменено (этими же ведомствами), и он стал называться «Порядок оценки чистых активов» (Приказ от 29.01.2003 соответственно № 10н и № 03-61пз).

лагают оценку активов и обязательств компаний по рыночной стоимости, т.е. с учетом соответствующих переоценок.

Затратный подход к оценке стоимости бизнеса. Подход на основе активов (интерпретация А. Грегори)

Название этой части работы — оценка, основанная на активах, заимствовано у А. Грегори. «В сущности, — считает он, — существуют три основных категории оценочных моделей. Существует тип моделей, *основанный на доходах*, который измеряет оценку как некий множитель к бухгалтерской прибыли; затем — тип моделей, *основанных на активах*, этот тип связан с продажей или стоимостью замещения физических и финансовых активов компании; и, наконец, тип моделей, в которых применяется *дисконтированный денежный поток* (discounted cash flow — DCF. — В.Р.), где факторами, влияющими на оценку, являются прогнозы будущих денежных потоков и альтернативной стоимости капитала».¹

А. Грегори останавливается на достаточно распространенном мнении, что «только модели, основанные на доходах и дисконтированном денежном потоке, оценивают компанию как действующее предприятие» (going concern. — В.Р.). «Это, — добавляет он, — не совсем точно, поскольку оценки активов, связанные с *восстановительной стоимостью активов* (replacement values of assets. — В.Р.), неявно предполагают, что бизнес в той или иной форме будет продолжаться».²

А. Грегори отмечает, что при использовании подхода, основанного на активах, оценщикам чаще всего приходится сталкиваться с отсутствием необходимой информации в рыночных ценах.

Оценки стоимости бизнеса, полученные в рамках затратного подхода, или подхода, основанного на активах, имеют достаточно широкий диапазон значений в зависимости от того, для каких целей они выполняются. «В некоторых условиях (особенно когда компания нежизнеспособна как действующее предприятие), — пишет А. Грегори, — *нижней границей* альтернативной стоимости является чистая реализуемая цена актива».³

Что касается восстановительной стоимости, то к ее оценке, полагает А. Грегори, «надо подходить с осторожностью, поскольку она должна отражать замещение активов тем же производственным потенциалом».⁴ Однако оценка «такого же» производственного потенциала не так-то проста. Это можно сделать лишь на основе косвенных расчетов, в проведении которых субъективные элементы приобретают весьма существенное значение.

Что касается других активов (т.е. помимо основных фондов), то получить необходимую информацию относительно их рыночной стоимости практичес-

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 7 (курсив А. Грегори).

² Там же.

³ Там же. С. 28.

⁴ Там же.

ки невозможно, если полагаться только на бухгалтерскую отчетность. Восстановительная стоимость, считает А. Грегори, «должна отражать стоимость всех активов, включая такие, которые в *обычных условиях* вообще не оцениваются,¹ например персонал, доля, занимаемая компанией на рынке, географическое размещение...».²

Но оценка восстановительной стоимости всех активов, приносящих выгоду оцениваемой компании, — обязательное условие правильной организации оценочного исследования, но оно (условие) явно недостаточное. По мнению А. Грегори, «восстановительная стоимость бизнеса должна отражать любые *потери*, связанные с тем, что замещение, восстановление фирмы требует *времени*». И добавляет: «Учитывая, что затраты времени на подобное восстановление с *чистого листа* велики, дополнительные затраты могут оказаться очень большими».³

Это очень важное замечание А. Грегори, относящееся к оценке стоимости бизнеса на основе затратного подхода, или подхода, основанного на активах. Замечу, что в литературе, а также в известных стандартах, в т.ч. в МСО 2005 и USPAP 2005, на это обстоятельство (учет времени «на восстановление с чистого листа») не обращается никакого внимания. Более того, это обстоятельство (указанный учет времени) вообще не упоминается в специальной литературе.

Оценки действующего предприятия

Оценки стоимости бизнеса на основе затратного подхода предполагают определение двух видов стоимости — действующего предприятия, с одной стороны, и ликвидационной стоимости предприятия, с другой стороны. Рассмотрим условия оценки стоимости действующего предприятия в рамках затратного подхода, т.е. на основе денежной оценки используемых им активов.

Прежде всего следует отметить, что при расчетах стоимости бизнеса такого рода оценки, как правило, не являются основными; по существу они имеют комплементарный характер по отношению к результатам, получаемым в рамках других подходов. Оценки активов, отмечает А. Грегори, обычно рассчитываются как «вторичная» информация либо для модели альтернативных издержек... либо для сравнения альтернатив (таких как закрытые компании), либо как проверка практикой, где стоимость актива сравнивается со стоимостью, полученной исходя из модели DCF...».⁴ Таким образом, затратный подход ориентируется не на выявление способности активов генерировать доходы, т.е. на установление доходного потенциала компании. Главная цель применения этого подхода несколько иная — она заключается, как сказано в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса», в «оценке стоимости активов в гипотетических условиях их возможной продажи».⁵

¹ Поэтому способы их оценки не отражены во всех действующих стандартах, включая МСО 2005.

² Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 28.

³ Там же.

⁴ Там же.

⁵ Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уиксон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-консалтинг, 2000. С. 238. П. 705.02. Далее ссылки на эту работу приводятся непосредственно в тексте.

Однако если предполагается «гипотетическая» продажа бизнеса целиком, то для оценки его стоимости недостаточно только тех активов, которые фиксируются бухгалтерской отчетностью. Восстановительная стоимость этих активов, как мы уже отмечали, зачастую не в состоянии представить реальную ценность предполагаемого к продаже бизнеса. Здесь особую ценность представляют нематериальные активы компании.

Затратный подход основан на принципе замещения. Однако, как правильно пишут Т. Коупленд и его соавторы, «замещению поддаются лишь материальные активы... Затраты на замещение материальных активов компании порой существенно *занижают* ее стоимость». К тому же, добавляют они, «не все активы компании будут когда-либо замещены». «Представьте себе, — продолжают эти авторы, — оборудование, используемое только в одной определенной отрасли. Затраты на замещение такого актива могут оказаться настолько высоки, что замещать его попросту неэкономично. Но откуда актив создает положительный денежный поток, он обладает ценностью для компании».¹

В то же время существует достаточно ограниченная сфера бизнеса, в рамках которой применение оценок на базе активов относительно более приемлемо, чем использование других подходов. Это отрасли, как сказано в монографии «Анализ рынка ценных бумаг», «для которых стоимость активов важна».² К числу таких отраслей относятся:

- корпорации коммунального хозяйства (тарифы на их услуги регулируются и «привязаны к стоимости активов»). Так, например, в статье 23 Федерального закона об электроэнергетике (от 26.03.2003 № 35-ФЗ) говорится: «при государственном регулировании цен тарифов в электроэнергетике» предусматривается обеспечение «экономически обоснованного уровня *доходности* инвестированного капитала (return on investment. — В.Р.)... Уровень доходности инвестированного капитала... должен быть *сопоставим* с уровнем доходности капитала, используемого в других отраслях промышленности со сравнимыми показателями предпринимательских *рисков*». В коммунальном хозяйстве России, согласно статье 3 Федерального закона от 30.12.2004 № 210-ФЗ «Об основах регулирования тарифов организаций коммунального комплекса», «установление тарифов и надбавок» должно ориентироваться на то, чтобы они обеспечивали «финансовые потребности организаций коммунального комплекса, необходимые для реализации их производственных программ и *инвестиционных программ*»;
- финансовые компании — «для большинства групп финансовых предприятий фактор стоимости активов играет большую роль, чем для промышленных компаний»;³ это — инвестиционные компании, кредитные и страховые компании;
- добывающие компании — чаще всего этот метод применяется в отношении «лесоперерабатывающих компаний, владеющих значительны-

¹ Коупленд Т., Коалер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 1999. С. 310.

² Котля С., Муррей Р., Блок Ф. Анализ рынка ценных бумаг Грэма и Додда. М.: Олимп-Бизнес, 2000. С. 638.

³ Там же.

ми лесосеками; в связи с этим, утверждается в цитируемой монографии, «может быть использован показатель стоимости тысячи погонных метров неспиленного строевого леса, принадлежащего компании или контролируемого ею».¹

Что касается нефтяных и газовых компаний, то при определении их стоимости «оценка запасов играет куда большую роль, чем при оценке... промышленных корпораций».²

Заметим, что в отношении холдинговых компаний методы оценки стоимости бизнеса на основе активов нередко также играют преобладающую роль.

Последовательность процедур оценки стоимости действующего бизнеса на основе затратного подхода достаточно очевидна:

- исходный момент — это оценка активов и обязательств оцениваемой компании по данным последней к моменту оценки бухгалтерской отчетности;
- учет инфляционной компоненты и корректировка в связи с этим денежных характеристик отдельных статей активов;
- определение текущей стоимости дебиторской и кредиторской задолженностей;
- оценка чистой стоимости активов как разницы между переоцененными активами и обязательствами.

Надо сказать, что определение переоцененной стоимости активов не происходит автоматически. Как указывает А. Грегори, значительная часть основных фондов, таких как «оборудование, автотранспортные средства, различное оснащение, обычно учитываются в балансах по первоначальной стоимости минус амортизация». «Однако, — добавляет этот автор, — некоторые активы (например, самолеты или морские суда) иногда учитываются по стоимости оценки (т.е. с учетом влияния инфляции. — В.Р.), хотя компании часто воздерживаются от использования такого подхода, поскольку это приводит к более высоким амортизационным затратам... Балансовые цифры — плохой помощник для... оценки».³ (В скобках замечу, что я тоже сталкивался с таким, можно сказать, прохладным отношением к переоценке активов на российских предприятиях; причина та же — нежелание фиксировать увеличение амортизации.)

Переоценка на рыночной основе активов предприятия предполагает привлечение к этой работе специалистов, разбирающихся в условиях функционирования отдельных видов активов.

Добавлю характеристику еще одной особенности расчетов стоимости бизнеса на основе активов. Если при расчетах посредством других методов личный осмотр оцениваемого предприятия далеко не всегда обязателен, то при оценке с использованием затратного метода такой осмотр, как правило, необходим. Ведь невозможно представить, какова реальная стоимость, скажем, зданий и сооружений, ориентируясь только на данные бухгалтерской отчетности об их так называемой исторической стоимости и фиксируемых в той же

¹ Там же. С. 640.

² Там же.

³ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 30.

отчетности размерах амортизации этих объектов. Что касается земельных участков, используемых предприятием, то в бухгалтерской отчетности, как правило, нет данных относительно их стоимости. Только осмотрев такие земельные участки, оценщик может составить более или менее реальное представление о стоимости каждого из них.

Оценка стоимости отдельных видов активов (недвижимости) вообще не должна ориентироваться на полную первоначальную их стоимость (историческую стоимость) за вычетом износа. Оценщик сам должен сформировать характеристику их рыночной стоимости. Что касается бухгалтерских данных об амортизации, то к такой оценке они не имеют никакого отношения. Износ объектов недвижимости — это уменьшение стоимости объекта (зданий, сооружений, машин и оборудования) по любой причине. При этом выделяют физический износ, функциональный износ и внешний износ.¹ Каждый из этих видов износа оценивается отдельно, их сумма представляет общую потерю стоимости объекта по сравнению с его первоначальной оценкой также с учетом инфляционной компоненты. Это обстоятельство может существенно модифицировать оценки стоимости последовательно проводимых продаж пакетов акций акционерного капитала, вложенного преимущественно в объекты недвижимости. И такая модификация оценок стоимости одних и тех же объектов будет связана главным образом с воздействием инфляции и в относительно меньшей степени — с увеличением износа объектов недвижимости.

Приведем пример.

В начале 2001 г. по заказу РФФИ нами были оценены вначале 50 %, а затем еще 5 % акций одного ОАО. Активы этого ОАО были представлены преимущественно в виде объектов недвижимости. Собственно говоря, это были три здания:

- офисное помещение, расположенное в центре Москвы, в самой дорогой по стоимости земельных участков 1-й оценочной зоне;
- складское помещение, сдаваемое в аренду (4-я зона);
- здание — служебная гостиница в самом конце одного из проспектов, перед МКАД (30-я зона).

Процедура оценки зданий заключалась в следующем:

- осмотр каждого здания;
- интервью с руководителями хозяйственных служб, ответственными за содержание и эксплуатацию зданий;

¹ Замечу, что такая классификация видов износа, а точнее, устаревания не является общепринятой. Так, наряду с указанными в тексте видами устаревания активов Р. Рейли и Р. Швайс выделяют еще «технологическое устаревание». «Иногда, — отмечают они, — это устаревание рассматривают в рамках функционального устаревания. Это не совсем, однако, оправданно. Дело в том, что функциональное устаревание означает, что оцениваемый нематериальный актив больше не способен выполнять функцию, ради которой он был разработан. Технологическое устаревание свидетельствует о том, что эта функция устарела; тем не менее нематериальный актив все еще выполняет ту задачу, для выполнения которой он и был создан. Новый нематериальный актив выполнял бы эту задачу совсем иным образом. Важно провести разграничение между этими двумя формами устаревания... Если разработка нового (технологически более совершенного) нематериального актива обойдется дешевле, чем разработка оцениваемого нематериального актива, то избыточные затраты на разработку являются одной из мер технологического устаревания». Рейли Р., Швайс Р. Оценка нематериальных активов. М.: Квинто-Консалтинг, 2005. С. 203.

Сказанное, как я считаю, относится не только к материальным активам, но и к другим активам оцениваемого предприятия. Полагаю, что аргументация Р. Рейли и Р. Швайса относительно технологического устаревания вполне оправдана. Технологическое устаревание характеризуется принципиальными особенностями, которые отличают его от функционального устаревания.

- представление оценщикам руководителями хозяйственных служб справок о состоянии собственно зданий, инженерных систем и оборудования; мы условно называли эти справки «дефектными ведомостями», поскольку в них фиксировались выявленные «недостатки» зданий;
- обоснование полной восстановительной стоимости зданий с учетом инфляции;
- определение суммарного износа (устаревания) зданий;
- учет инфляционного воздействия и обоснование рыночной стоимости зданий.

Полная восстановительная стоимость здания, к примеру, в 1-й оценочной зоне Москвы была определена так.

В свое время стоимость здания была переоценена по состоянию на 01.01.1995, его восстановительная стоимость составила 20 151,7 тысячи руб.

В Москве индекс цен в строительстве (1995—2000 гг.) был равен 1,4918.

Таким образом, восстановительную стоимость здания можно было оценить в 30 062,3 тысячи руб. ($20\,151,7 \times 1,4918$).

Также необходимо было учесть особую ценность здания, расположенного в престижном районе Центрального округа Москвы. Речь шла об учете местоположения этого здания. Мы сделали это так: рассматриваемое здание находилось в 1-й оценочной зоне, а еще одно (гостиница) — в 30-й зоне. В одном случае стоимость выкупа прав аренды первого земельного участка на 49 лет (расчете на 1 га) составляла 8 млн долл., а в другом — 0,35 млн долл. Разница — 22,857 раза. Эту разницу мы рассматривали в качестве коэффициента разницы в местоположении. Но здесь нужно было сделать два уточнения для получения коэффициента общей корректировки. Одно касалось размера закрепленного за зданием в 1-й зоне земельного участка, который согласно условиям аренды был равен 0,28 га. Второе уточнение касалось того, что на долю оцениваемого ОАО приходилось только 65 % от общей площади всего здания. Остальная часть здания (35 %) принадлежала другому АО. Поэтому нужно было скорректировать общую разницу в местоположении на коэффициент, учитывающий действительно приходящуюся на долю оцениваемого здания часть земельного участка. Этот коэффициент составил 0,182 ($0,28 \times 0,65$). В конечном счете корректировочный коэффициент оценки рыночной стоимости здания в 1-й зоне с учетом его местоположения был определен в 4,16 ($22,857 \times 0,182$). Отсюда его восстановительная стоимость оценена в 127 388,8 тысячи руб., а с учетом износа в 64,3 % — в 45 478 тысяч руб.

Примерно так же была оценена стоимость другого здания. Только коэффициент разницы в местоположении по второму зданию (склад), которое находилось в 4-й оценочной зоне, составил 14,286. Исходные условия были следующими: стоимость приобретения прав аренды земельного участка в 1 гектар на 49 лет в 4-й зоне была равна 5 млн долл., а в 30-й зоне — 0,35 млн долл.

Стоит отметить, что по отношению к 3-му зданию — служебной гостинице, расположенной в 30-й зоне, такой коэффициент мы не рассчитывали. Иначе говоря, мы не определяли коэффициент удорожания здания в зависимости от местоположения. И это вполне объяснимо тем, что стоимость выкупа прав аренды (в расчете на 1 га) здесь (в 30-й зоне) была принята в качестве базис-

ной. По отношению к этой стоимости проводилось нормирование показателей стоимости выкупа прав аренды в 1-й и 4-й зонах, в которых расположены два других оцениваемых нами здания.

Таким образом оценивалась разница в местоположении этих зданий в Москве.

Первое здание было построено в конце XIX века. Оно было реконструировано (включая капитальный ремонт) в 1980 г.

Фундамент — определить его состояние было достаточно сложно. За все время существования здания оценка технического состояния фундамента ни разу не проводилась. Об этом «в дефектной ведомости» было скромно сказано, что «в отношении фундамента требуется дополнительное исследование». Правда, отмечался один незначительный дефект — «трещины в цоколе».

Однако оценщиком при осмотре (начало января 2000 г.) были установлены намного более серьезные изъяны фундамента. Их наличие было обусловлено тем, что каждую весну угловую часть подвала здания заливало талой водой. В результате стены подвала оказались изборозженными трещинами. Отсюда и неустраняемая сырость подвальных помещений, что исключало возможность их полноценного использования.

Стены — кирпичные, оштукатуренные, окраска ПВХ. В «дефектной ведомости» по поводу стен написано: «состояние неудовлетворительное (трещины), требуется ремонт фасада». Этот ремонт, по мнению оценщика, должен заключаться в устранении не только «трещин», но и «лепнины» на фасаде (ее не ремонтировали более 100 лет). Уже отмечались случаи ее произвольного обрушения; оставлять лепнину на фасаде было опасно для жизни прохожих.

Крыша выложена железобетонными плитами с рубероидным покрытием. Состояние крыши, как сказано в «дефектной ведомости», «неудовлетворительное; необходим ее срочный ремонт». Это связано с тем, что на крыше отмечаются вздутия по всей ее площади. Кроме того, во многих местах фиксируются «отклонения от бортов». Отсюда и отмечающиеся во время сильных дождей протечки.

Системы холодного и горячего водоснабжения обветшали: требуется замена по крайней мере половины используемых труб. Отмечается интенсивная коррозия в перекрытиях труб. Общее состояние неудовлетворительное.

Система отопления состоит из газовых тонкостенных труб. Отмечается их коррозия. Более половины всех труб нуждается в замене.

Канализация здания находится в неудовлетворительном состоянии: в то время на 1, 2, 3-м этажах (здание 5-этажное) не действовали туалеты; требовалась замена большей части водопроводных и канализационных труб.

Лифтовое хозяйство изношено. Оно включало два грузопассажирских лифта. По причине неудовлетворительного технического состояния требовалась их замена.

Были определены характеристики износа и других компонентов здания. В таблице 20 приводится оценка износа отдельных элементов здания.¹

¹ В соответствии с УПВС № 4 «Административные здания кирпичные шестиэтажные (с учетом полуподвальных помещений)». С. 96.

ТАБЛИЦА 20. Оценка износа отдельных элементов здания

Элементы	Удельный вес в стоимости здания (100 %)	Степень износа, доп.	Износ (в % к удельному весу каждого элемента), %
Фундамент	4,3	0,75	3,225 (4,3 × 0,75)
Стены	21,0	0,60	12,600 (21,0 × 0,60)
И т. д.			

В целом износ здания, по нашей оценке, составил 64,3 %.

Рыночная стоимость здания № 1 (1-я оценочная зона Москвы) составила 45 478 тысяч руб. ($127\,388,8 \times (1 - 0,643)$). Стоимость 2-го здания (4-я оценочная зона) определена в 1350 тысяч руб., а 3-го здания (30-я оценочная зона) — в 5436 тысяч руб. Всего же стоимость трех зданий оказалась равной 52 264 тысячам руб.

Помимо зданий по рыночной стоимости были оценены и другие активы ОАО, а также обязательства, фигурирующие в его бухгалтерском балансе.

Но была одна позиция, в отношении которой отсутствовала бухгалтерская информация. Это касалось такого элемента, как «земельный участок». Мы уже приводили официальные данные о выкупе прав долгосрочной аренды на 49 лет в трех оценочных зонах города Москвы, в которых были расположены оцениваемые активы — здания. Но дело в том, что реально договоры на аренду земельных участков были заключены на меньшие сроки. Значит, утверждали мы, и стоимость аренды земельных участков, соответственно, должна быть ниже. Насколько? На этот вопрос мы постарались ответить самостоятельно.

На момент оценки договор аренды офисного здания составлял 5 лет, складского помещения — 1 год, служебной гостиницы — 15 лет. Мы сами установили следующие коэффициенты корректировки стоимости прав аренды в зависимости от ее срока:¹ 5 лет (1-е здание) — 10 % (от общей стоимости выкупа прав аренды на 49 лет); 1 год (2-е здание) — 1 %; 15 лет (3-е здание) — 30 %.

Тогда с учетом размеров фактически занимаемых земельных участков стоимость прав их аренды, между прочим, отсутствующая в бухгалтерской отчетности ОАО (с учетом ранее приведенной информации), составила под 1-е здание: $8\,000\,000 \times 0,28 \times 0,65 \times 0,1$ (корректировочный коэффициент, учитывающий срок договора об аренде) $\times 28,0$ (тогдашний курс рубля и доллара) = 4 076 800 руб.

Примерно так же была рассчитана стоимость прав аренды земельных участков под 2-м и 3-м зданиями. В целом стоимость аренды всех этих земельных участков оказалась равной 5719 тысячам руб.

¹ Эти коэффициенты были установлены нами самостоятельно еще до выхода в свет постановления правительства Москвы от 13.11.2001 № 1022-ПП «Об утверждении методики расчета размера платы за право аренды земельного участка».

В таблице 1 Приложения № 2 к этому постановлению установлены следующие «значения коэффициента размера платы за право краткосрочной или долгосрочной аренды земельного участка на срок менее 49 лет (Ксрп)»: до 1 года — 1,08 %; до 5 лет — 43,4 %; до 15 лет — 82,0 %, свыше 25 лет — 100 %. Как видно, применив собственные коэффициенты, мы несколько занизили оценку стоимости прав аренды земельных участков, принадлежавших ОАО. Но в то время указанные коэффициенты еще не были введены в действие.

Была скорректирована дебиторская задолженность. Ее величина была приведена к текущей стоимости (PV).

Нужно отметить и некоторые особенности определения стоимости обязательств. Она была определена в соответствии с упомянутым порядком оценки стоимости чистых активов АО, утвержденным Министерством финансов Российской Федерации и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. В соответствии с этим порядком из стоимости краткосрочных обязательств исключаются суммы, соответствующие позициям бухгалтерского баланса «Доходы будущих периодов» и «Фонды потребления». Это и было нами сделано.

Затем из переоцененной стоимости активов с учетом стоимости прав аренды земельных участков мы исключили скорректированную стоимость обязательств и таким образом получили общую стоимость компании, оцененной посредством затратного метода, которая составила округленно 75,5 млн руб. Отмечу, что при оценке обязательств была учтена и сложившаяся в 1999 году *забалансовая задолженность* компании. Этот элемент обязательств всегда необходимо учитывать.

Пропорциональная доля 50-процентного пакета акций равна 37,75 млн руб. Стоимость же 1 акции составила 3,89 руб. (количество оцениваемых акций было равно 9 693 250 штук).

Кроме того, нами была сделана скидка на неконтрольный характер реализуемого пакета акций. Учитывая условия реализации оцениваемых акций по закрытой подписке, исключающей возможность исходной их концентрации в одних руках с целью формирования контрольного пакета, со стоимости 1 акции была сделана скидка в 10 %. В таком же размере была оценена и скидка за низкую ликвидность — 10 %.

В конечном счете рыночная стоимость 1 акции составила 3,151 руб. ($3,89 \times 0,9 \times 0,9$).

Спустя более чем 1,5 года нам было заказано продолжение этой работы. Речь шла об оценке 5-процентного пакета акций оцениваемого ОАО в расчете на их последующую продажу на денежном аукционе.

Теперь особенности расчетов заключались в том, что они должны были обеспечить определенную преемственность с предыдущей работой (оценка 50-процентного пакета акций, приобретаемого по закрытой подписке). Это с одной стороны. С другой стороны, требовалось учесть и новые обстоятельства, появившиеся на рынке недвижимости в городе Москве после первой оценки (в августе 2001 г. по сравнению с январем 2000 г.).

Преемственность расчетов была обеспечена следующим:

- была полностью сохранена, без каких бы то ни было изменений, схема оценочных работ. Она, как и прежде, основывалась на применении затратного подхода;
- мы вновь провели осмотр зданий: в результате была незначительно изменена стоимость износа зданий;
- примерно так же, как и в предыдущем расчете, мы провели оценку стоимости земельных участков; единственное новое обстоятельство было связано с установлением несколько измененных сроков аренды земельных участков в связи с тем, что после января 2000 г. оценивае-

мая компания заключила договоры с земельными органами правительства Москвы.

Изменения же касались следующих аспектов:

- была учтена инфляционная компонента. Согласно расчетам, опирающимся на исследования компании «Ко-Инвест», с января 2000 по август 2001 г. индекс стоимости строительства в городе Москве составил 1,69 раза;
- мы посчитали недостаточными показатели скидки за отсутствие контроля (10 %) и ликвидности (10 %), которые были нами учтены в отношении 50-процентного пакета, применительно к пакету акций в 5 %. Приобретая акции только этого пакета, нельзя сформировать сколько-нибудь значимый пакет. Этого в полной мере нельзя сказать и о тех, кто участвовал в приобретении 50-процентного пакета. Здесь вследствие объединения в будущем пакетов заинтересованных лиц (но не в результате перепродажи) такое вполне можно было представить. Короче, скидка за отсутствие контроля была принята в размере 15 %, так же как в отношении скидки за низкую ликвидность;
- при определении приведенной стоимости дебиторской задолженности была уменьшена ставка дисконтирования, учитывая вполне очевидное снижение рисков, прежде всего политических;
- учтены значения «коэффициента размера платы за право краткосрочной или долгосрочной аренды земельного участка в городе Москве» в соответствии с постановлением правительства Москвы от 13.11.2001 № 1022-ПП (см. последнюю сноску на с. 143), а также приведенного в этом постановлении коэффициента плотности застройки (об этом чуть ниже).

В целом все эти изменения способствовали повышению стоимости оцениваемого ОАО. Так, стоимость зданий возросла с 52 264 (см. выше) до 88 326 тысяч руб. ($52\,264 \times 1,69$). Стоимость же чистых активов составила 97 708 тысяч руб.

Пропорциональная доля 5 % от указанной суммы была равна 4885 тысячам руб. Количество акций — 969 325 штук. В таком случае стоимость 1 акции будет равна 5040 руб. против 3894 руб. (по результатам первой оценки). Удорожание акции на 29,4 % в основном отражает инфляционное воздействие на активы компании.

С учетом указанных скидок, а именно за отсутствие контроля и недостаточную ликвидность (по 15 %), стоимость 1 акции будет равна 3,641 ($5040 \times 0,85 \times 0,85$) против 3,115 в предыдущей оценке, т.е. на 16 % больше. Различие в темпах прироста стоимости 1 акции до и после учета скидок (29,4 % и 16,0 %) объясняется только тем, что во втором цикле расчетов нами были установлены более значительные скидки за отсутствие контроля и недостаток ликвидности (в 1-м цикле расчетов по 10 % против 15 % в том и другом случае).

Приведенный пример характеризует изменение стоимости 1 акции компании, ценные бумаги которой не котируются на организованном рынке ценных бумаг; активы этой компании преимущественно состоят из объектов недвижимости. Изменение же стоимости 1 акции связано с:

- инфляционным воздействием на стоимость активов;
- применением иных скидок со стоимости пропорциональной доли оцениваемых пакетов акций, в т.ч. когда оценивается существенно менее значительный пакет акций (5 % против 50 %); скидки за недостаточную степень контроля и недостаточную ликвидность должны быть более значительными (15 % во 2-м случае против последовательных снижений стоимости по 10 % в 1-м случае);¹
- изменением ставок дисконтирования, примененных при оценке дебиторской задолженности, отражающих снижение рисков ведения бизнеса;
- учетом установленных коэффициентов размера платы за право аренды земельного участка в городе Москве на тот или иной срок;
- учетом введенных в действие постановлением правительства Москвы от 13.11.2001 № 1022-ПП коэффициентов корректировки размера арендной платы, учитывающего общую площадь застройки, т.е. «отношение суммы наземных площадей зданий, сооружений на земельном участке к площади земельного участка»;²
- учетом корректировок средних размеров платы за право долгосрочной аренды (49 лет) земельного участка в территориально-экономических зонах города Москвы (тыс. долл. США/га);
- учетом вводимого в указанном постановлении коэффициента корректировки размера платы за аренду земельного участка в зависимости от целевого назначения объекта;
- изменения курса рубля к доллару; окончательные расчеты нужно было проводить в рублях, тогда как в нормативных документах некоторые его (расчета) элементы были представлены в долларах США.

Затратный метод и учет влияния опасных веществ (экологических факторов)

Одно из направлений оценки активов предприятий на рыночной основе заключается в учете снижения их стоимости в результате того, что использование отдельных видов активов может быть сопряжено с влиянием опасных и токсичных веществ. В уже упоминавшихся Международных стандартах оценки (МСО 2005) «к опасным и токсичным веществам относятся особые материалы, присутствие или близкое соседство которых может отрицательно ска-

¹ Эти коэффициенты устанавливались лично мной. Позднее появились «Правила определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества», в которых (Приложение № 1) были представлены так называемые коэффициенты контроля, характеризующие размеры скидок в зависимости от величины оцениваемого пакета акций. Правда, в настоящее время эти правила уже не действуют в связи с тем, что в середине февраля 2006 г. Председатель Правительства Российской Федерации подписал новое постановление об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества // Коммерсантъ от 18.02.2006.

² В том случае, если площадь застройки в первых девяти (1–9) территориально-экономических зонах города Москвы была до 2 (в расчете на 1 га), использовался коэффициент, равный 1,0, а если свыше 2 (в расчете на 1 га), должен был использоваться коэффициент 0,5 (см. указанное постановление правительства Москвы. Приложение № 2. Таблица 2).

зываются на стоимости имущества из-за их потенциальной способности причинить вред *всему живому*.¹

При этом даются отдельные определения как опасному, так и токсичному веществу. Так, опасное вещество — «любой материал, находящийся внутри, вокруг или поблизости от оцениваемого объекта имущества, форма, количество и биологическая доступность которого достаточны для того, чтобы оказать отрицательное воздействие на рыночную стоимость имущества».² » -

К числу наиболее распространенных опасных веществ, нередко являющихся элементами таких активов предприятий, как здания и сооружения, относится *асбест*. Это слово переводится с древнегреческого как «нестораемый». До последнего времени асбест широко использовался в качестве строительного материала.

Однако исследования последних десятилетий показали, что асбест является канцерогеном. В Дании, Швеции и некоторых других странах производство и использование асбоцементных материалов *полностью* запрещено.³ В России, как и в ряде других стран, главным образом развивающихся, такого запрета пока нет.

Во многом это связано ни с чем не подтвержденным представлением о том, что асбоцементные материалы (трубы, плоский и волнистый шифер) опасности практически не представляют. Однако, а это признается повсеместно, «размочаленный» асбест выделяет микроскопические частицы, навсегда оседающие в легких соприкоснувшегося с этой пылью человека. Именно поэтому особенно опасна асбестовая пыль. Вызываемое ею заболевание относится к категории пневмокониозов — группе «профессиональных заболеваний, обусловленных вдыханием запыленного воздуха (в легких возникают склеротические изменения)... для асбеста иногда употребляется термин — «асбестоз...».⁴

Асбестовые иски предъявляют компаниям, занятым в строительном бизнесе, в странах, запретивших или ограничивших использование асбеста начиная с 1960-х гг. «Большую огласку... — пишут У. Никелс и его соавторы, — получила ситуация с асбестом в корпорации Melvill. После того как узнали о вреде асбеста для здоровья, Melvill была привлечена к ответственности по 16 500 судебным искам, причем еще 32 000 исков готовились к рассмотрению. Общая сумма судебных издержек оценивалась в 2 млрд долл.»⁵

За последние 40—45 лет количество асбестовых исков в мировом бизнесе достигло 550 тысяч и вырастет, согласно имеющимся оценкам, по крайней мере в 2 раза. По этим искам уже выплачено 20 млрд долл. Есть расчеты, свидетельствующие о том, что в перспективе эти выплаты увеличатся до 40 млрд долл. (есть и прогнозные оценки — до 200 млрд долл.)⁶

Россия является крупнейшим производителем асбеста. Самая крупная компания «Ураласбест» производит четвертую часть асбеста в мире и 60 % —

¹ МСО 2005. С. 251.

² Там же.

³ // Известия от 13.10.1999.

⁴ Протасов В., Матвеев А. Экология. М.: Финансы и статистика, 2001. С. 74.

⁵ Никелс У., Макью Д., Макью С. Постигшие бизнеса. Тольятти: Довгань, 1996. С. 782.

⁶ Тихонов А. Асбестовая трагедия // Финансовые известия от 5.02.2002.

в России. По свидетельству заместителя генерального директора по производству этой компании В. Кочелаева, «та разновидность асбеста, которую мы (на комбинате. — В.Р.) производим, отрицательного влияния на здоровье не оказывает. Вообще весь мир сегодня поделен на два лагеря. Часть мирового сообщества — за асбест, а часть — против. Мы — за».¹ От себя добавлю: было бы странным, если бы они (В. Кочелаев и его коллеги) не были «за».

В США существуют специальные страховки, связанные с возможным наличием в продаваемых (покупаемых) жилых домах строительных материалов из асбеста.² Не случайно, я думаю, представляя для продажи квартиры в новых жилых домах, российские рекламщики нередко подчеркивают отсутствие в строительных материалах компонентов из асбеста или их строго ограниченное использование.

При оценке стоимости некоторых активов в виде зданий мне приходилось корректировать их стоимость вследствие того, что при строительстве этих зданий использовались элементы, содержащие асбест. Так, при проведении заказной работы по переоценке основных фондов, точнее, офисного здания одного внешнеторгового объединения на 01.01.1996 я столкнулся с тем, что при строительстве этого здания и последующем капитальном ремонте были весьма широко использованы элементы из асбеста: из них были сделаны перегородки внутри офисных помещений, подоконники; трубы горячей воды внутри здания были покрыты асбестосодержащим изоляционным материалом.

Уменьшение стоимости этого здания при его переоценке было выполнено по следующей схеме:

- определение затрат на демонтаж асбестосодержащих материалов (включая оплату труда занятых этим работниками);
- оценка стоимости замены этих материалов экологически безвредными заменителями (также с учетом расходов на оплату труда), например замена асбестоцементных перегородок перегородками из обычного кирпича, устройство деревянных подоконников, замена покрытия труб горячей воды новыми изоляционными материалами;
- затраты на вывоз отходов.

В конечном счете совокупная стоимость затрат была представлена в качестве оценки внешнего устаревания оцениваемого здания. Стоимость последнего была уменьшена на величину этого устаревания.

Я уже не первый раз пишу о том, что асбест, используемый в строительстве, является опасным веществом. И меня весьма удивляет точка зрения людей, которые в ответ на мои негативные оценки применения асбеста в качестве строительного материала лицемерно³ заявляют: «А по поводу применения

¹ Там же.

² Об одном случае с такой страховкой я прочитал в книге американского профессора славистики А. Жолковского. Накануне подписания договора о покупке им дома произошло непредвиденное: «какая-то очередная инспекция потребовала уплаты покупателем дополнительной страховки на сумму в две с лишним тысячи долларов ввиду несоответствия дома последним Федеральным инструкциям по антиасбестовой профилактике». Жолковский А. Мемуарные выписки и другие non-fiction. СПб., 2000. С. 114.

³ По мнению москвичей, как выяснили аналитики Центра Юрия Левады, среди окружающих нас людей 22 % — это «лицемерные, хитрые люди» // Известия от 31.08.2005.

асбеста существует и другая позиция». (Кстати говоря, выше я привел и иной, отличный от негативного, взгляд на проблему применения асбеста.)

Но все же отрицательное отношение к использованию асбеста получает все большее распространение. Так, на одном из подмосковных полигонов-свалке (Хованский полигон), пишет обозреватель газеты «Известия», «без лицензии принимали опасные отходы, например перерабатывали железобетонные конструкции, которые содержали асбест (крайне опасный материал, способный вызывать раковые заболевания, широко использовавшийся в советское время при строительстве)».¹

Учет влияния экологических факторов самым непосредственным образом отражается на стоимости оцениваемых фирм. Мне кажется, что наводнения в Европе, произошедшие в августе 2002 г., помимо колоссального ущерба (по оценке, 20 млрд долл.), впоследствии привели и к ужесточению требований экологической безопасности для производств, связанных с опасными веществами. Так, в результате этого бедствия стали «экологически опасны пострадавшие от наводнения химзавод Сполана в 20 километрах от Праги и химические предприятия в Биттефельде неподалеку от Дрездена... Не исключена возможность утечки ядовитых веществ — диоксицинов, которые могут попасть в Эльбу».²

Ясно, что повышенные экологические требования к такого рода производствам непосредственно отражаются на рыночной стоимости соответствующих фирм.

До последнего времени в США действовали примерно 150 нефтеперерабатывающих заводов (НПЗ). 20 из них предполагалось (это обсуждалось в середине 2002 г. — В.Р.) закрыть или модернизировать в соответствии с экологическими стандартами.³ Ценность всех НПЗ упала, но особенно существенно тех из них, которые власти намерены закрыть или потребовать от владельцев их модернизации. Могут ли впоследствии быть открыты уже закрытые производства такого рода? Неизвестно. Это объясняется «возросшими в США требованиями природоохранных служб и ведомств соблюдения нефтеперерабатывающими предприятиями экологических норм и положений».⁴

Отмечу, что с недавних пор определенный контроль за использованием материалов из асбеста существует и в России. В частности, такие изделия, как ленты асбестовые тормозные, ткани асбестовые, бумага асбестовая, картон асбестовый, листы асбостальные, подлежат обязательной государственной сертификации в соответствии с постановлением Государственного комитета Российской Федерации по стандартизации и метрологии от 25.11.1999 № 60. Этим постановлением были утверждены «Правила проведения сертификации продукции из резины и асбеста». Обязательная сертификация этой продукции «осуществляется на соответствие нормативным документам, устанавливающим обязательные требования, направленные на обеспечение ее безопасности для жизни, здоровья людей и окружающей среды» (п. 2.3 указанных Правил). Подобной сертификации подлежат и ввозимые на территорию Рос-

¹ // Известия от 20.12.2005.

² // Ведомости от 21.08.2002.

³ Там же.

⁴ Там же.

сии указанные изделия (п. 2.8 Правил). Такая сертификация «проводится органами по сертификации, аккредитованными в установленном порядке» (Раздел 1 Правил).

«К используемым при обязательной сертификации нормативным документам относятся международные договоры Российской Федерации... государственные стандарты, в т.ч. принятые в Российской Федерации межгосударственные и международные стандарты, *санитарные нормы и правила по безопасности...*» (п. 2.3 Правил). При рассмотрении заявки изготовителя на обязательную сертификацию продукции из асбеста органы, занятые этим, «учитывают наличие *гигиенического заключения*» (п. 3.3 Правил).

Еще одним источником токсичных веществ является ртуть. В Москве, на набережной академика Туполева, в полуразрушенном здании авиационного техникума в свое время были обнаружены пары ртути. В отдельных комнатах этого здания пары этого опасного металла превышали норму в 116 раз (!). «Однако, — пишет Н. Гранина, — смертельный дом ни сносить, ни чистить никто не спешит». «МЧС, — добавляет она, — ссылается на отсутствие необходимых средств».¹ Летом 2005 г. сотрудники ряда фирм, расположенных в соседних зданиях, стали жаловаться на недомогания. Результаты анализов подтвердили повышение нормы содержания ртути в их организмах в 3 раза. «Сейчас, — заявил, один из ослабленных ртутными парами сотрудников, — наше начальство собирается арендовать помещение в другом районе».²

Ясно, что впоследствии ценность покинутых офисных помещений существенно упадет: никто не захочет вдыхать пары ртути.

Здесь же следует сказать и о так называемых фенольных домах серии П-49-П, расположенных на Открытом шоссе и улице Николая Химушина. «Эти девятиэтажки, — пишет Н. Морозов, — были построены в начале 70-х гг. и предназначались для работников столичного метростроя... Метрогородок строился в режиме аврала, и в качестве эксперимента фенолформальдегид добавляли в строительный бетон для усиления процесса затвердения».³ В результате люди, получавшие квартиры в домах, при строительстве которых применялось это опасное вещество, через какое-то время стали чувствовать постоянное недомогание. «Кашель, повышенное давление, разные осложнения возникают... после каждой легкой простуды».⁴

Поражают масштабы «фенольной» проблемы. В Москве насчитывается более 200 «фенольных» строений.⁵

Особенности оценки активов в холдинге

В современных российских условиях оценка активов компаний является важным элементом оценки стоимости всего холдинга. Дело в том, что холдинг —

¹ // Известия от 10.08.2005.

² Там же.

³ // Известия от 21.11.1005.

⁴ Там же.

⁵ Там же.

материнская компания — владеет акциями входящих в нее дочерних компаний. Но не все дочерние компании являются действительно открытыми, акции большинства таких квазиоткрытых АО, как мы уже отмечали, не котируются на организованном рынке ценных бумаг. В то же время материнской компании принадлежит часть акций котируемых компаний. Сопоставление активов тех и других компаний при использовании информации о котировках акций некоторых из них позволяет приблизительно оценить и стоимость холдинга в целом.

В обоснование возможности использования такого подхода приведу пример из собственной практики.

В декабре 1997 — январе 1998 г. я участвовал в выполнении заказанной работы по оценке стоимости ОАО «Роснефть». В конце января 1998 г. мы получили оценки стоимости этой компании. Вместе с тем чуть позже РФФИ заказал точно такую же работу весьма авторитетной компании Dresdner Kleinwort Benson (DKB). Результаты их оценки были получены в конце мая — начале июня 1998 г. И результаты нашей оценки, и результаты оценки DKB оказались достаточно близкими — примерно 2,1 млрд долл. Но это средняя, или средневзвешенная, оценка, учитывающая результаты, полученные в рамках применения разных подходов.

Один из них заключался в использовании затратного подхода. Приведем характеристику примененного в его рамках метода, основывающегося на использовании данных бухгалтерской отчетности и котировок акций отдельных ОАО, входящих в состав материнской компании «Роснефть».

Мы располагали данными бухгалтерских балансов всех дочерних компаний, входящих в состав «Роснефти», за 1995, 1996 гг. и 9 месяцев 1997 г. В каждой дочерней компании на долю материнской компании приходилось 38 %. Но были и три исключения. Это ОАО «Ставропольнефтепродукт» (в нем «Роснефти» принадлежало 8,5 % акций), ОАО «ГИВЦнефтегаз» (27,8 %) и ОАО «Архангельскгеология» (25,5 %). Кроме того, во владении ОАО «Роснефть», естественно, находилось имущество собственно материнской компании.

В *таблице 21* представлены общие показатели по разделу IV бухгалтерских балансов всех входящих в ОАО «Роснефть» дочерних компаний — 2-я колонка. В 3-й колонке представлена та часть, которая приходилась на долю материнской компании ОАО «Роснефть» (в зависимости от удельного веса принадлежащих ей акций в их общей сумме).

В нашем распоряжении также были данные о капитализации (рыночной стоимости) четырех ОАО, входящих как дочерние компании в состав материнского комплекса ОАО «Роснефть». Вот эти компании и показатели их капитализации на 01.10.1997:

- Пурнефтегаз — 812,9 млн долл.;
- Сахалинморнефтегаз — 549,2 млн долл.;
- Краснодарнефтегаз — 102,5 млн долл.;
- Ставропольнефтегаз — 24,3 млн долл.;
- всего по четырем компаниям — 1488,9 млн долл.¹

¹ Бюллетень АК & М. 1997. № 238. С. 44.

ТАБЛИЦА 21. Информация о «Капитале и резервах» ОАО «Роснефть» и его дочерних компаний¹

Компании	Общая сумма	Доля ОАО «Роснефть»
Собственно ОАО «Роснефть»	922 410	922410
Сахалинморнефтегаз	3 907 883	1 484 995
Пурнефтегаз	5 470 027	2 078 610
Краснодарнефтегаз	1 080 153	410 458
Ставропольнефтегаз	1 762 577	669 779
Комсомольский НПЗ	374 965	142 487
Нефтегазснаб	118 745	45 123
ГИБЦнефтегаз	1260	350
Нефтекомплект	264	100
Туапсинский нефтезавод	171 198	65 055
Московский ОПЗ «Нефтепродукт»	24 419	9279
Архангельскгеолдобыча	1 387 281	353 757
Догнефть	670 290	254 710
Краснодар- нефтеоргсинтез	163 035	61 953
Термнефть (Краснодар)	319 943	121 578
ЦКБ АСУ «Нефтепродукт»	13 473	5120
Роснефтеимпекс	10 797	4103
Ямалнефтепродукт	114 540	43 525
Туапсеннефтепродукт	575 536	218 704
Смоленскнефтепродукт	131 760	50 069
Ставропольнефтепродукт	180 219	15 319
Севернефтесервис	230 530	87 602
Мурманскнефтепродукт	114 950	43 681
Находконефтепродукт	194 672	73 976
Кубаньнефтепродукт	69 759	26 508
Краснодарская нефтебаза	35 142	13 354
Кемеровнефтепродукт	116 094	44 116
Карачаево- Черкесскнефтепродукт	26 655	10 129
Каббалкнефтепродукт	105 381	40 045
Курганнефтепродукт	72 330	27 485
Архангельскнефтепродукт	110 462	41 976
Артаг (Владикавказ)	18 537	7044
Алтайнефтепродукт	144 001	54 720
Всего	18 639 288	7 428 120

¹ Данные приведены на 01.10.1997 в тысячах рублей с учетом прошедшей позднее депоминации.

Материнской компании ОАО «Роснефть» принадлежали по 38 % капиталов и резервов указанных четырех компаний. Сумма строк указанных четырех компаний по колонке 2 составляет 4 643 842 тысячи руб. ($1\,484\,995 + 2\,078\,610 + 410\,458 + 669\,779$). А это составляет 62,5 % от общей величины доли материнской компании в капитале и резервах всех дочерних компаний ($4\,643\,842 / 7\,428\,120$). Это, казалось бы, означает, что можно подсчитать уровень капитализации совокупной части материнской компании в стоимости всех дочерних компаний. Отношение стоимости четырех компаний в долларах к их стоимости в рублях (капитал и резервы) составляет 0,3206 ($1\,488\,900 / 4\,643\,842$). Таким образом, общая стоимость ОАО «Роснефть» должна быть равна 2 381 455 долл. ($7\,428\,120 \times 0,3206$). Однако тогда эта цифра нам представлялась несколько завышенной (без учета премии за контроль). Разница, приходящаяся на долю некотируемых компаний, составляет 892 555 долл. ($2\,381\,455 - 1\,488\,900$).

Дело в том, что акции четырех выделенных компаний котируются на фондовом рынке. Акции же всех остальных компаний, повторим, не имели выхода на этот рынок. Поэтому в отношении полученной оценки стоимости ОАО «Роснефть» в части некотируемых компаний (только!) необходимо было применить скидку за низкую ликвидность этих акций. Тогда мы приняли ее в размере 40 %. Используя эту скидку, мы получили промежуточную оценку стоимости «Роснефти», приходящейся на эти некотируемые компании. Эта величина оказалась равной 535 533 долл. ($892\,555 \times 0,6$).

Теперь можно было получить предварительную оценку стоимости «Роснефти» исходя из того, что на этот холдинг распространялись условия оценки пакетов четырех котирующихся компаний, и дополнительно введя скидки за низкую ликвидность по оставшимся компаниям. Предварительная оценка составила 2 024 433 долл. ($1\,488\,900 + 535\,533$).

Эта цифра нуждалась еще в одном уточнении. Дело в том, что наша оценка была получена на основе данных о капитализации четырех компаний и устанавливалась исходя из котировок миноритарных пакетов акций.¹ Поэтому необхо-

¹ Хотелось бы еще раз остановиться на проблеме прав миноритарных акционеров. Как отмечает П. Арабов, одному из крупнейших организаторов российского бизнеса О. Дерипаске «приходится все время бороться с миноритарными совладельцами. По мнению предпринимателя (О. Дерипаски. — В.Р.), все заводы в составе более крупных компаний должны быть как во всем мире (? — В.Р.) филиалами или ООО. Но по российским законам преобразовать ОАО в ООО или филиал теперь практически невозможно». Поэтому, считает указанный предприниматель, нужна «законодательная защита прав мажоритарных акционеров» (Арабов П. Олегу Дерипаске мешают акционерные общества // Коммерсант от 16.09.2002).

По моему мнению, закон об АО в достаточной мере обеспечивает права мажоритарных акционеров. Я полагаю, что целесообразно снизить планку принятия наиболее важных решений для АО (с уровня в 75 %). Столь высокий уровень концентрации акций для принятия важных решений является, как мне кажется, причиной того, что, по данным П. Буна и Д. Радионова, «в 97 % (по объему выручки) полностью приватизированных предприятий контрольный пакет принадлежит одной ключевой группе акционеров. Восемь крупных групп осуществляют контроль над 85 % этих компаний» (по выборочной совокупности. — В.Р.).

Вывод напрашивается сам собой: в России несколько крупных групп акционеров контролируют денежные потоки, сопоставимые с государственным бюджетом» (см. статью П. Буна и Д. Радионова в газете «Ведомости» от 05.09.2002). Я согласен с выводом авторов о том, что «экономический рост замедляется, если государство создает условия, в которых промышленным группам выгоднее добиваться принятия протекционистской политики, чем делать ставку на производительность...» (там же). В условиях высокой «концентрации собственности» принятие необоснованных законов в «защиту прав мажоритарных акционеров» означало бы как раз проведение такой «протекционистской политики».

Как отмечается в монографии «Совет директоров в системе корпоративного управления», «любимые компании, для которых характерно отсутствие крупных собственников в структуре акционерного капитала, в настоящее время составляют вершину бизнеса в развитых странах». Совет директоров в системе корпоративного управления М.: Российский институт директоров, 2002. С. 33.

димо было учесть то обстоятельство, что «Роснефть» обладала контрольными пакетами акций большинства компаний (38 % в составе 75 %). Исключения составили 3 компании (см. *выше* и табл. 21). В общей сумме капиталов и резервов холдинга на эти компании приходилось 369 426 тысяч руб., в том числе:

- Ставропольнефтепродукт — 15 319 тысяч руб.;
- ГИВЦнефтегаз — 350 тысяч руб.;
- Архангельскгеолдобыча — 353 757 тысяч руб.

Эта величина составляет 4,97 % от общей суммы капиталов и резервов холдинга (369 426 / 7 428 120). Таким образом, без учета этих трех компаний корректировке с применением премии за контроль подлежали оставшиеся 95,03 % от предварительно полученной оценки стоимости компании, а именно 1 929 285 долл. ($0,953 \times 2\,024\,433$). С учетом премии за контроль, принятой нами в размере 30 %, эта величина возрастает до 2 508 071 долл. ($1\,929\,288 \times 1,3$).

Теперь добавим 4,97 %, приходящихся на указанные 3 компании — 95 148 долл. ($2\,024\,433 - 1\,929\,285$) (без учета премии за контроль), к полученной оценке (2 508 071) и представим окончательный расчет стоимости ОАО «Роснефть» на основе описываемого метода. Она составила (округленно) 2 603 220 долл. ($2\,508\,071 + 95\,148$).

Оценка стоимости ОАО «Роснефть» была проведена в начале 1998 г. Сейчас сама по себе эта оценка не представляет ценности. И упомянул я о ней (оценке) только потому, что попутно представил один из методов оценки стоимости бизнеса, относящихся к затратному подходу. Причем весьма своеобразный метод, учитывающий российскую специфику функционирования ОАО, акции одной части которых котируются на организованном рынке ценных бумаг, в то время как акции другой их части не имеют подобных котировок. Вместе с тем применять этот метод следует весьма осторожно. Я бы воздержался от использования представленной схемы оценки стоимости бизнеса в случае значительного падения котировок по какой-либо нестандартной причине (например, вследствие судебных разбирательств, кстати говоря, инициированных «миноритариями» «Пурнефтегаза» в конце 2001 — начале 2002 г.).

Оценка стоимости акций ОАО «Роснефть» в середине 2002 г. оказалась в центре необычного скандала. Инвестиционная компания «Олма» оценила стоимость «Роснефти» в 1253 млрд долл. Эта оценка показалась руководству «Роснефти» заниженной, «Роснефть» посчитала «что рекомендации «Олма» нанесли ущерб компании»,¹ и руководители «Роснефти» собирались взыскать через суд 1 млн долл.² (правда потом они отказались от этого).

Оценка «Олмы» имеет ту же значимость, что и измерения стоимости «Роснефти» компанией Dresdner Kleinwort Wasserstein — 3664 млрд долл.³ Кроме того, «Олма» — инвестиционная компания, и прогноз стоимости компаний — это основной профиль ее работы. Однако не совсем понятно, зачем ей («Олме») нужно было оценивать «Роснефть». Ведь в то время вопрос о продаже какого-либо пакета ее акций не был актуален. Как отмечено в журнале «Компания», «вероятно, что кто-то из специалистов («Олмы». — В.Р.) выразил свое мнение

¹ Коробкова И. За обзор ответить // Компания. 2002. № 33. С. 36.

² Там же.

³ Там же.

по поводу «Роснефти». А поскольку в офисе у «Олмы» сейчас полный бардак, резкие оценки проскочили мимо менеджеров. Вот и получился скандал».¹

Думаю, что за этим скандалом стояло нечто иное. Уверен, что инициировали этот скандал конкуренты «Роснефти», которая в то время была у них как бельмо в глазу.

Тема дочерних компаний «Роснефти» имела свое продолжение в отношениях с миноритариями. Речь идет относительно IPO этого холдинга. Для этого прежде всего необходима транзакция акций дочерних компаний в рамках формирования общей для всех входящих в холдинг акции «Роснефти». А это предполагает конвертацию акций дочерних компаний (всего сейчас осталось 12 «дочек» «Роснефти»). Обоснованием коэффициентов конвертации занималась нанятая «Роснефтью» международная компания Deloitte. Полученные этой фирмой коэффициенты конвертации были одобрены российской оценочной фирмой «2К Аудит. Деловые консультации». Однако рассчитанные коэффициенты конвертации акций не понравились ряду миноритарных акционеров. Так, миноритарий Newport Capital, владеющий 1,5 % акций Комсомольского НПЗ посчитал оценку стоимости завода в 40 млн долл. заниженной, поскольку другой НПЗ «Роснефти» — Туапсинский был оценен в 373 млн долл., «хотя его мощность... почти вдвое меньше, чем у Комсомольского НПЗ».²

Оказались разочарованными представленными оценками миноритарии «Пурнефтегаза» и «Ставропольнефтегаза». По их мнению, стоимость первой компании занижена более чем на 20 %, а второй — в 4,1 раза (в сопоставлении с рыночными котировками их акций и производных от этого размеров капитализаций указанных компаний).³

Отметим, что в конце декабря 2005 г. было принято решение о консолидации дочерних компаний «Роснефти». Тогда были опубликованы предварительные оценки того, что могут получить миноритарные акционеры этих дочерних компаний. На долю всех миноритариев приходилось 7,87 % акций «Роснефти».⁴

Ликвидационная стоимость

Ликвидационная стоимость (Liquidation Value — LV) определяется как разница между валовой выручкой от продажи активов и затратами, связанными с ликвидацией и распродажей активов, т.е. это — стоимость чистой выручки от реализации активов ликвидируемого предприятия. Определение этого вида стоимости предполагает «прекращение или свертывание деятельности компании путем обращения активов в наличные средства с целью последующей выплаты этих средств кредиторам в порядке преимущественных прав, которыми они обладают. А остаток, если такой окажется, поступит собственникам компании пропорционально их участию в капитале».⁵

¹ Там же. Мы вернемся к указанной оценке «Олмы» в главе 10.

² // Ведомости от 23.12.2005.

³ Там же.

⁴ // Коммерсантъ от 29.12.2005.

⁵ Вулфел Ч. Энциклопедия банковского дела и финансов. М.: Корпорация «Федоров», 2000. С. 719.

Рассмотрим вопрос: когда необходима оценка ликвидационной стоимости? Ее следует проводить в следующих случаях:

- когда компания ликвидируется по причине банкротства;
- при добровольной ликвидации бизнеса;
- если прогнозируемые денежные потоки от продолжения деятельности компании оказываются ниже размеров ее чистых активов. Именно тогда LV может быть максимальной потенциальной оценкой такого бизнеса.

При определении LV нужны оценщики узкой специализации, т.е. умеющие профессионально оценить качественно разные активы ликвидируемого предприятия:

- недвижимость, в т.ч. земельные участки;
- машины и оборудование;
- нематериальные активы, в т.ч. клиентскую базу, лицензии на разработку отдельных видов полезных ископаемых и связанные с этим запасы, например, запасы нефти и газа;
- финансовые активы, в т.ч. дебиторскую задолженность, вложения в ценные бумаги.

Иногда требуются, как это произошло при оценке активов одного обанкротившегося банка, специалисты по оценке антиквариата и художественных ценностей (картин), принадлежавших этой организации.

Действительно, только достаточно узкие специалисты по оценке отдельных видов активов способны оценить, насколько их потенциальная продажная стоимость отличается от зафиксированных в бухгалтерской отчетности денежных показателей.

При оценке LV исходят из возможности ее определения в зависимости от временных условий продажи активов предприятия, а именно:

- или стоимость при форсированной распродаже активов; иногда, как уже отмечалось, такую LV называют аукционной стоимостью;
- или стоимость при упорядоченной, хотя и ограниченной по времени, продаже активов в расчете на получение возможно более высокой выручки. В Руководстве такой вид LV называют нормальной стоимостью (п. 705.11, с. 241), т.е. «стоимость активов при нормальном ликвидационном процессе» (там же).

Условия продажи всех активов предприятия определяются законодательством по банкротству. «В решении о продаже предприятия должно содержаться указание на минимальную цену... Начальная цена продажи предприятия... устанавливается... на основании рыночной стоимости имущества, определенной в соответствии с отчетом независимого оценщика...» (ст. 110 Федерального закона № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»).

По существу обоснование того или иного размера ликвидационной стоимости (или при аукционной распродаже, или при упорядоченной во времени продаже активов) — это задача достижения оптимальных размеров чистой выручки. Критерием же оптимизации выступает максимизация чистой выручки. Решить эту задачу без дисконтирования возможных размеров выручки и соответствующих затрат, т.е. без получения приведенной, текущей стоимости (PV), невозможно.

Покажем это на условном примере (табл. 22).

ТАБЛИЦА 22. Пример исходного баланса

Активы		Обязательства и собственный капитал	
Долгосрочные активы	500	Собственный капитал	300
Краткосрочные активы	500	Обязательства	700
Всего	1000	Всего	1000

Конкурсный управляющий представляет на выбор кредиторам следующие варианты продажи активов (без учета фактора инфляции):

- 1-й вариант — продать активы в течение 30 дней;
- 2-й вариант — продать все активы целиком через 12 месяцев;
- 3-й вариант — продать краткосрочные активы через 6, а долгосрочные активы — через 12 месяцев.

Ставка дисконтирования, к примеру, равна 40 % (размер ставки дисконтирования не влияет на выбор наиболее предпочтительного варианта).

Итак, 1-й вариант: активы могут быть проданы, учитывая сроки этих операций (30 дней), с высокой скидкой, допустим, в 50 %. Общая сумма продажи составит 500 (250 + 250), что достигает 71 % к общей сумме обязательств (500/700); здесь не нужна операция дисконтирования (срок меньше 1 месяца).

2-й вариант: есть возможность продать активы без скидки, однако за 12 месяцев фактор текущей стоимости при ставке дисконтирования в 40 % составит 0,675. В таком случае в реальной ценности денег можно выручить 675 руб. ($500 \times 0,675 + 500 \times 0,675$), что составляет 0,96 по отношению к обязательствам (675/700).

3-й вариант: за 6 месяцев фактор текущей стоимости будет равен 0,821, а за 12 месяцев — 0,675. Общая выручка будет равна 749 ($500 \times 0,821 + 500 \times 0,675$), а по отношению к обязательствам — 1,07.

Как видно, для кредиторов наиболее предпочтителен 3-й вариант действий. С учетом обесценения денег во времени, что отражают условия дисконтирования, они могут рассчитывать на полное погашение обязательств предприятия перед ними. В известной мере были бы удовлетворены этим вариантом и акционеры. Не исключено, что от распродажи активов кое-что останется и им (правда, не так уж и много).

Конечные результаты продажи активов в отношении к стоимости обязательств выглядят так (табл. 23).

ТАБЛИЦА 23. Конечные результаты продажи активов в отношении к стоимости обязательств

1-й вариант	2-й вариант	3-й вариант
0,71	0,96	1,07

Разумеется, этот расчет достаточно условный: мы исходили из единой по отношению ко всем активам ставки дисконтирования. На самом деле риски продажи отдельных видов активов неодинаковы, а значит, разными должны оказаться и ставки дисконтирования.

Замечу, что однажды я столкнулся с негативной оценкой возможностей применения ставок дисконтирования при определении условий продажи отдельных видов активов ликвидируемого предприятия. Один из слушателей проводимых мною курсов по оценочной деятельности заявил, что никакого дисконтирования вообще не нужно применять, поскольку погашение задолженностей все равно должно вестись по их номиналу. Но одно дело, отвечал я ему, получить в погашение задолженности 1 млн руб. уже завтра и совсем другое дело — через 12 месяцев. Поэтому установление сроков реализации отдельных активов ликвидируемого предприятия позволяет выбрать наиболее приемлемый для кредиторов вариант продажи активов.

В то же время я не вполне согласен с авторами «Руководства по оценке стоимости бизнеса» в том, что при определении LV «чистая выручка, получаемая после ликвидации (продажи. — В.Р.) активов компании и выплаты задолженности дисконтируется (приводится) к текущей стоимости» (п. 705.01, с. 237). Кредиторов вовсе не интересует то, что баланс ликвидационной стоимости можно представить с учетом обесценения денег во времени. Главным образом подобные расчеты нужны для того, чтобы обосновать наиболее приемлемые для кредиторов сроки продажи активов предприятия, имевшего перед ними обязательства. Ведь из этой выручки конкурсный управляющий должен рассчитаться с кредиторами. Поэтому дисконтирование выручки имеет, можно сказать, служебный характер. Но без дисконтирования чистой выручки, еще раз подчеркну, нельзя обосновать разумные сроки продажи разных активов.

Составлять же бухгалтерский баланс с учетом дисконтированных величин можно, но вовсе необязательно. Именно в этом пункте я расхожусь с авторами цитируемого мной Руководства.

Но вот в чем я с ними согласен, так это в том, что ставка дисконтирования для определения LV должна быть достаточно высокой. В примере соответствующих расчетов с помощью ставки дисконтирования при определении ликвидационной стоимости, на первый взгляд, эти авторы используют необычно значительную ставку — 48 % (п. 715.19, с. 252).

Как правило, при определении ликвидационной стоимости, указывается в Руководстве, «консультант (оценщик. — В.Р.) ... использует более высокую ставку дисконтирования, чем обычная норма для действующего предприятия... Ставки дисконтирования могут быть равны требуемой ставке окупаемости инвестиций венчурного капитала... Такие ставки могут достигать 35–60 % и более» (п. 715.15, с. 251).

Я полагаю, что здесь нужно одно уточнение, касающееся продажи отдельных видов активов, принадлежащих ликвидируемому предприятию: не всегда допустима одна и та же ставка для любых видов активов; относительно меньшие ставки дисконтирования должны применяться в отношении сравнительно более ликвидных активов. Но в отношении оцениваемых активов базовая ставка дисконтирования должна быть никак не меньше 36 %. Как можно обосновать эту величину? Минимальная величина ставки процентов, учитываемых в качестве элементов затрат, согласно НК РФ равна ставке рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, умноженной на корректировоч-

ный коэффициент 1,1. Сейчас такая ставка составляет 11,5 %, т.е. минимальная величина выгод от альтернативного использования денежных средств покупателем указанных активов составит 12,7 % ($11,5 \times 1,1$). К этому нужно добавить оценку уровня годовой инфляции. Лучше использовать индекс, рассчитанный применительно к тем активам, которые предполагается продавать при ликвидации предприятия. В современных условиях это приблизительно 11 % годовых. Итого 23,7 % ($12,7 + 11,0$). Следует также учесть риски, связанные с трудностями продажи отдельных видов активов, скажем 12 %. В таком случае ставка дисконта составит 357 % ($23,7 + 12,0$). А верхняя?

Наверное, не будет значительным преувеличением назвать ту цифру, которая приведена в Руководстве, — максимальная ставка дисконтирования при определении LV составляет 60 %.

Итак, мы назовем «вилку» ставки дисконта для оценки ликвидационной стоимости российских предприятий, которые вовлечены в процесс реализации конкурсной массы: 36—60 %. Замечу, что существует тенденция уменьшения этих ставок дисконтирования, что связано со снижением ставок рефинансирования и темпов инфляции.

Как правило, выручка от реализации активов оказывается существенно меньше той, которая зафиксирована в бухгалтерской отчетности. «В условиях рыночной экономики *типичной* является ситуация, когда при ликвидации предприятия выручают 40 % и менее учетной стоимости запасов»,¹ — сказано в учебном пособии, изданном Финансовой академией при Правительстве Российской Федерации. Еще сложнее складывается ситуация, когда дело касается оборудования, особенно специального назначения.

Отметим и влияние инфляции. Чем выше ее уровень, тем при прочих равных условиях для кредиторов важнее, чтобы активы обанкротившегося предприятия были проданы как можно скорее.

Представим схему определения ликвидационной стоимости.

При определении баланса ликвидационной стоимости исходят из реальных возможностей получения той или иной выручки от реализации отдельных видов активов. Именно таким образом формируется раздел «Актив» баланса ликвидационной стоимости.

В раздел «Обязательства и собственный капитал» («Пассив») также включаются и затраты, связанные с деятельностью конкурсного управляющего и его команды. Эти новые обязательства включают управленческие расходы, а также расходы на хранение активов до момента их реализации.

Разница между стоимостью активов (по цене их реализации) и обязательствами + собственный капитал может быть:

- положительной: эта разница приходится на долю акционеров (реально такое случается чрезвычайно редко);
- отрицательной: акционерам, можно сказать, ничего не остается; сохраняются неизменными обязательства перед конкурсным управляющим, и сжимается та часть, которая приходится на долю кредиторов.

¹ Оценка рискованных долговых обязательств на российских предприятиях: Учебное пособие. М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2001. С. 62.

Реструктуризация задолженности и реорганизация компании (выделение)

Затратный метод оценки стоимости весьма важен в случае структурных изменений в совокупном капитале компании — собственного и заемного капиталов. Речь идет о реструктуризации задолженности компании. Этот метод применяют при обосновании условий реорганизации той или иной компании. В этих случаях оценка стоимости активов может выступать в качестве решающего фактора при принятии решений, касающихся этих важных преобразований, осуществляемых в рамках той или иной компании.

Особо хочу остановиться на проблеме соотношения собственного и заемного капиталов. Как показано в главе 3 «Идентификация рисков» настоящей работы, заемные средства выступают в качестве эффективного ресурса развития любой компании. Поэтому речь должна идти об установлении оптимальной нормы заемного капитала, а вовсе не об исключении заемных средств из источников развития компании. Более того, ориентация только на собственные ресурсы развития по сравнению с расходованием заемных средств означает снижение уровня эффективности их использования. На это обращается внимание в монографии «Основы государственного регулирования финансового рынка»: «...Избегая внешнего финансирования, менеджеры избегают и того, чтобы подчинить реальные инвестиционные решения рыночной дисциплине и анализу со стороны рынка. Есть основания утверждать, что инвестиционные проекты, выбираемые компаниями, в основном полагающимися на *внутреннее финансирование*, существенно уступают проектам других компаний. Такая неэффективность наносит *вред* росту производительности в экономике».¹

Вначале рассмотрим условия реструктуризации задолженности. Речь идет об обмене требований на приемлемые для кредиторов ценные бумаги — акции, облигации, конвертируемые в акции, другие ценные бумаги. Такие действия имеют под собой вполне определенную законодательную основу. В статье 156 Федерального закона № 127-ФЗ сказано, что «мировое соглашение может содержать положения о прекращении обязательств должника путем обмена требований на... акции».

Как это можно сделать? Частично за счет собственного капитала, т.е. за счет акций, принадлежащих акционерам. В результате изменится отношение:

$$\frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Заемный капитал}}$$

Часть числителя, можно сказать, «перетечет» в знаменатель. При этом общая сумма собственного и заемного капиталов сохраняется практически неизменной.

Смысл таких действий вполне очевиден: в условиях затруднительного финансового положения это позволяет сократить объем обязательств с фиксиро-

¹ Рот А., Захаров А., Миркин Я., и др. Основы государственного регулирования финансового рынка. М.: Юстициформ, 2002. С. 74.

ванными объемами и сроками выплат. Тем самым снижается уровень финансового риска предприятия. А кредиторы (только если на это есть их безусловное согласие) взамен прежних ценных бумаг, подтверждающих обязательства компании перед ними, теперь уже получают новые ценные бумаги. Общая сумма номинальной стоимости полученных ценных бумаг должна полностью соответствовать сумме реструктурируемых обязательств; меняется лишь состав этой суммы.

В решении проблемы задолженности именно таким образом нередко заинтересованы и сами кредиторы. Почему? Это связано с тем, что стоимость бизнеса компании-должника как действующего предприятия может быть выше (а как правило, так почти всегда и бывает), чем та компенсация задолженности перед ними, которая (компенсация) формируется в результате распределения выручки от распродажи активов, точнее, конкурсной массы.

Так что можно утверждать, что реструктуризация задолженности компании, попавшей в затруднительное финансовое положение, выгодна как для ее владельцев, так и для кредиторов.¹ Важно, чтобы после подобной реструктуризации предприятие смогло выйти из такого положения и далее в условиях более эффективной деятельности оказалось в состоянии в будущем постепенно погасить структурно преобразованную задолженность.

Представим последовательность действий по реструктуризации задолженности.

Первый этап — оценка стоимости бизнеса компании. Эта оценка является своего рода ориентиром в сравнении с другой характеристикой компании — ее ликвидационной стоимостью. К этим измерениям, проводимым независимыми оценщиками, как правило, прибегают обе стороны — и собственники компании, и кредиторы. Предположим, что стороны пришли к соглашению о том, что более предпочтительно сохранить бизнес, реструктурировав сформировавшуюся задолженность. Тогда наступает следующая стадия совместных действий.

Второй этап заключается в формировании такой структуры совокупного капитала компании, которая бы позволила уменьшить объем ее обязательств с фиксированными по срокам и объемам платежами. При этом кредиторы заинтересованы в том, чтобы такого рода изменения имели определенное обеспечение — приемлемый уровень покрытия текущих платежей из прогнозируемой прибыли компании-должника.

Допустим, стороны пришли к соглашению о том, что обязательства можно будет обменять на следующие виды ценных бумаг:

- обыкновенные акции;
- привилегированные акции;
- простые векселя с залоговым обеспечением в виде дебиторской задолженности.

¹ Конечно, это возможно, если среди кредиторов не преобладает влиятельная группа лиц, заинтересованных в переломе собственности. В таком случае их мало интересует сама задолженность перед ними (с учетом выкупленных долгов). Кроме того, противниками такого компромисса могут быть, как пишет Дж. Ван Хорн, «просто мстительные люди, которые готовы пойти на все, лишь бы помешать делу закончиться добровольным решением». Хорн Дж. *Ван. Основы управления финансами*. М.: Финансы и статистика, 1996. С. 773.

Выплаты по двум видам указанных ценных бумаг, а именно по акциям, не являются строго фиксированными ни по размерам, ни по срокам. Предположим, что обе стороны также условились увеличить общие сроки погашения обязательств. Таким образом, автоматически уменьшаются размеры текущих платежей.

Третий этап — соглашение об очередности процедур обмена обязательств на новые ценные бумаги. При этом предполагается, что обязательства должны структурироваться в зависимости от значимости соответствующих ценных бумаг, то есть по их старшинству. «Обычно, — отмечает Дж. Ван Хорн, — соблюдается строгий порядок удовлетворения претензий, и претензии, удовлетворяемые во вторую очередь, не могут быть погашены до тех пор, пока не удовлетворены все первоочередные требования».¹ Такая схема является общепринятой.

Например, по отношению к держателям облигаций операция по структурированию задолженности должна быть проведена раньше, чем подобная операция будет выполнена по отношению к обладателям векселей. Облигации имеют более высокий ранг, чем векселя. Пример подобной реструктуризации приведен в *Приложении 3*.

Затратный метод оценки стоимости бизнеса приемлем для определения направлений реорганизации самой компании, в частности с помощью выделения общества. Согласно пункту 1 статьи 19 Закона об акционерных обществах «выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества *без прекращения последнего*».

В цитированной нами книге А. Грегори «Стратегическая оценка компаний» стоимость выделенной компании называется *break-up² values*. По мнению этого специалиста по оценке стоимости бизнеса, «компания как серия отдельных бизнесов стоит дороже, чем как единое целое»³. Это объясняется тем, что выделенные самостоятельные бизнесы могут генерировать относительно больший денежный поток, нежели в том случае, если бы они действовали в рамках единого комплекса (конгломерата). Это также объясняется тем, что у самостоятельно функционирующих бизнесов относительно больше стимулов для проявления полезных инициатив, объясняющихся свободой от выполнения централизованно принимаемых решений. В таких самостоятельных бизнесах, считает А. Грегори, более значительна возможность сотрудничества между менеджментом и работниками.

В названной работе автор формирует эту мысль несколько иначе, рассматривая вопрос «о продаже отдельных стратегических подразделений (компаний. — В.Р.) как сепаратных единиц». Это будет, по его мнению, «стоимость капитала компании в случае ее распродажи» в отличие от «ликвидационной стоимости», т.е. при «распродаже активов по частям».

А. Грегори предлагает следующую схему обоснования выделения отдельных видов бизнеса.

¹ Там же. С. 781.

² Break-up — разделение.

³ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 28.

Первое — необходимо определить стоимость каждой бизнес-единицы как изолированно функционирующего подразделения. Эта оценка должна быть сопоставлена с рыночной (а не балансовой) стоимостью активов SBU (Strategic Business Unit — стратегическая бизнес-единица). Это позволит установить, есть ли достаточно серьезные доказательства (*prima facie case*) для разделения общей деловой активности на отдельные относительно самостоятельные блоки.

Второе — нужно исследовать любую альтернативную комбинацию бизнес-единиц, имея в виду, что вполне может быть достигнута более высокая совокупная стоимость конкретного бизнеса при его соединении с некоторыми другими видами бизнеса.

В любом случае критерием выбора того или иного направления выделения самостоятельных бизнесов, а возможно, и сохранения прежней структуры, должна быть оценка на основе реальных рыночных измерений. Балансовые показатели стоимости здесь совершенно ни при чем. И особое значение при этом приобретает определение рыночной стоимости активов, т.е. применение затратного подхода.

Выводы

В заключение отметим, что оценка активов по их рыночной стоимости — это исходное условие организации бизнеса. Во многом решение этой проблемы зависит от государственных органов, регулирующих экономические процессы. Уже прошло достаточно много времени со времени публикации интервью бывшего заместителя министра финансов России Б. Златкис «...Плюс инвентаризация всей страны». Она утверждала следующее: «Мы поручили целому ряду органов исполнительной власти представить нам информацию обо всех активах и пассивах России в *реальной, рыночной оценке*... Правда, пока активы и пассивы... мы учитываем по их номинальной стоимости, но, естественно, надо было бы учитывать и по *рыночной стоимости*, что мы, безусловно, будем делать (пока, однако, не делают. — В.Р.)». «Мы надеемся, что знание состояния финансовых активов, — справедливо добавляет Б. Златкис, — позволит использовать их более рационально».¹

Еще раз повторю, это можно сделать только при условии принятия решения о такой оценке в общенациональном масштабе. Вряд ли можно говорить о сколько-нибудь рациональном использовании активов в российской экономике, если последние учитываются по их «номинальной» стоимости.

¹ // Рынок ценных бумаг. 2001. № 8 (191). С. 18.

Наверное, Б. Златкис знает, что никто так и не представил в Минфин индексированные данные обо всех активах и пассивах России «в реальной рыночной оценке». Этого никто и не собирался делать, несмотря на поручение «целому ряду органов исполнительной власти». Так что это утверждение имело, скорее, рекламный характер. Его трудно было сформулировать. Сама же Б. Златкис вскоре покинула Минфин, так и не дождавшись «реальных рыночных оценок» активов и пассивов.

Глава 6

Сравнительный (рыночный) подход

Общая характеристика

Применение сравнительного (рыночного) подхода прежде всего предполагает использование данных о компаниях-аналогах, что является наиболее сложным моментом в оценке стоимости бизнеса. Р. Рейли и Р. Швайс, рассматривая вопросы применения этого подхода при оценке нематериальных активов, говорят следующее: «Одна из причин, по которым аналитики неохотно используют рыночный подход, кроется в проблемах, связанных с получением и отбором релевантных данных».¹

Эти трудности отмечаются и в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса». Сравнивая условия продажи автомобилей одной и той же марки, одного года выпуска² с требованиями установления сопоставимых компаний в рамках сравнительного подхода, его авторы отмечают, что здесь «прежде всего значительно труднее выявить представительные компании-аналоги».³ Но, по мнению авторов, игра, что называется, стоит свеч. Это связано с тем, что «методы оценки, основанные на информации о компаниях-аналогах, могут обеспечивать весьма надежные оценки стоимости».⁴ Более того, «эти методы обеспечивают *наиболее прямую рыночную идентификацию стоимости акционерного капитала компании и, следовательно..., являются наиболее надежными методами оценки*».⁵

Подход к оценке стоимости бизнеса на основе компаний-аналогов предполагает использование соответствующих данных, формирующихся в рамках

¹ Рейли Р., Швайс Р. Оценка нематериальных активов. М.: Квинто-Консалтинг, 2005. С. 225.

² Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-консалтинг, 2000. С. 174.

По поводу определения сопоставимых условий продажи автомобилей одного года выпуска Д. Фишмен и его соавторы в указанном сочинении пишут: «Большинство примерно одинаково оборудованных автомобилей... на рынке будут иметь приблизительно одинаковую стоимость».

³ Там же.

⁴ Там же.

⁵ Там же.

рынка капиталов, на котором осуществляется купля-продажа акций действительно открытых российских компаний. Речь идет о компаниях, котирующихся на организованном рынке ценных бумаг как в России, так и на зарубежных фондовых площадках.

Этот же подход, основывающийся на использовании информации о компаниях-аналогах, также ориентируется и на использование сведений, формирующихся на рынке слияний и поглощений (согласно российскому законодательству термину «поглощение» соответствует иное название — «присоединение»).

Отмечу и третье направление рыночного подхода — оценка стоимости пакетов акций конкретного бизнеса на основе данных о предыдущих сделках по продаже акций той же самой оцениваемой компании.

И наконец, следует отметить, что сравнительный, или рыночный, подход также предполагает (и это четвертое направление) использование так называемых отраслевых коэффициентов (*подробнее см. главу 4 «Подходы, методы и модели»*).

Более подробно вопрос о том, какие условия следует учитывать при отборе компаний-аналогов, рассматривается в главе «Предмет оценки и показатели стоимости бизнеса». В *Приложении 2* сравниваются условия применения сравнительного (рыночного) подхода с другими подходами к оценке стоимости бизнеса — на основе активов (затратный подход) и в рамках доходного подхода.

Метод оценки, основывающийся на информации о компаниях-аналогах, акции которых котируются на организованном рынке ценных бумаг, используется достаточно широко для определения стоимости закрытых компаний — целиком или применительно к отдельным пакетам акций. Это условие зафиксировано в американском Положении о доходах 59-60 IRS (Службы внутренних доходов — Налогового ведомства). По этому поводу там говорится следующее: «В целом цены акций, продающихся в больших объемах на свободном и активном рынке..., наилучшим образом отражают согласованное мнение инвесторов о будущем... Когда речь идет о закрытой компании, акции которой продаются редко или продаются на неустойчивом рынке, то должны использоваться некоторые иные измерения стоимости... Измерение может быть найдено в ценах, по которым акции компаний, занятых в том же или аналогичном бизнесе, продаются на свободном и открытом рынке».¹

Мультипликаторы, необходимые для использования информации о компаниях-аналогах, представляют собой отношения цены продажи к следующим показателям доходов:²

- чистый объем продаж;
- чистый доход до и после уплаты налогов;
- валовой денежный поток;
- чистый денежный поток.

Помимо этого для оценки иногда также применяются мультипликаторы, рассчитанные в отношении к активам, используемым сопоставимым и оцениваемым бизнесом. При этом «в отличие от переменных отчетов о прибылях и убытках (эти переменные представлены выше. — В.Р.), переменные стоимо-

¹ Цитируется по Руководству по оценке стоимости бизнеса. П. 600.05. С. 175.

² Рейли Р., Шейс Р. Оценка нематериальных активов. М.: Квинто-Консалтинг, 2005. С. 229.

сти активов обычно измеряются только по состоянию на как можно более поздний момент времени».¹ Если учесть сегодняшнюю российскую специфику учета активов, то такой рекомендации все же недостаточно. Для правильного учета всей совокупности активов, используемых сопоставимым и оцениваемым бизнесом, нужно провести переоценку части активов (прежде всего основных фондов), учесть стоимость земельных участков, правильно определить ценность используемых нематериальных активов, по возможности переоценить обязательства (если используется категория чистых активов).

Основной набор требований к использованию компаний-аналогов для оценки стоимости бизнеса других фирм представлен и в российских стандартах оценочной деятельности.² Там, в частности, определено (п. 9), что «аналог объекта оценки — сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам объекту оценки другой объект, цена которого известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях». К сожалению, в стандартах не раскрыто, что подразумевается под «сходными условиями». Но, по-видимому, это как раз и есть требование адекватности используемых данных о сопоставимых компаниях, в некоторых случаях предполагающие проведение и ранее указанных мною корректировочных процедур.

Какие показатели следует учитывать в мультипликаторе?

В зарубежной литературе достаточно широко обсуждается вопрос о том, в расчете на какие показатели должны определяться мультипликаторы, характеризующие уровень капитализации компаний. В самой общей форме мы затронули этот вопрос в начале этой главы. Особенно существенное значение выбор этих показателей имеет при использовании данных международной статистики. Приведем для иллюстрации этих различий данные о двух мультипликаторах, каждый из которых в числителе имеет одинаковые оценки капитализации компании, а в знаменателе — разные характеристики доходов (обозначения А. Грегори):

- в одном случае — общий доход компании — *enterprise cash earnings*;
- в другом случае — доход на собственный капитал — *equity cash earnings*.

Различие между ними обусловлено особенностями учета выплаты процентов по кредитам компании и уплаты налогов, а также условиями начисления амортизации.

Общий доход компании для бизнеса в целом равен операционной прибыли плюс амортизация. Другими словами, это доход перед выплатой процентов, налогов и фиксацией амортизации или EBITDA. Обозначим эту категорию дохода как E (*earnings*).

Доход на собственный капитал представляет ту часть EBITDA, которая приходится на долю владельцев компании, и он равен общему доходу после уплаты налогов и процентов. Обозначим этот вид дохода CE (*cash earnings*).

¹ Там же.

² Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности.

И в том и в другом случае мультипликаторы определяются путем деления показателей капитализации компаний (Р) на указанные показатели дохода.

В работе А. Грегори¹ приведены следующие данные, характеризующие эти мультипликаторы по отдельным странам (табл. 24).

ТАБЛИЦА 24. Мультипликаторы в отдельных странах (на 29.12.2000)

Страна	Мультипликаторы	
	P/E	P/CE
Великобритания	21,0	10,6
Германия	21,1	10,2
Франция	19,3	18,4

Различия между этими показателями, которые обобщаются в рамках расчетов информационной фирмой Datastream, в существенной мере зависят от условий начисления амортизации, оценки и условий списания нематериальных активов. Поэтому в тех случаях, когда эти факторы оказывают существенное влияние на мультипликатор Р/СЕ, удобнее использовать более общий измеритель Р/Е. Правда, при этом нужно иметь в виду, что на величине последнего вполне естественно отражаются особенности возрастной структуры основных фондов оцениваемой и сопоставимой компаний, а также условия начисления амортизации.

Даже если страны используют одинаковые системы бухгалтерского учета, скажем GAAP или IAS (МСФО), все равно существуют особенности отражения в отчетности отдельных элементов затрат, в частности амортизации. Например, в Германии, отмечает А. Грегори, применяются существенно более высокие ставки амортизации основных фондов в рамках налогового учета. И здесь эти ставки должны быть идентичными системе бухгалтерского учета, что вовсе не обязательно делать в США. Следовательно, отношение Р/Е, исчисленное в отношении немецких компаний, будет не вполне сопоставимым с подобным мультипликатором, подсчитанным применительно к американским компаниям, занятым в той же самой отрасли. Тем не менее можно утверждать, что в отдельных странах различия в мультипликаторах Р/Е менее существенны, чем в мультипликаторах Р/СЕ.

В определенной мере эти различия объясняются не только межстрановыми особенностями бухгалтерского и налогового учетов, но и различиями в отраслевом составе компаний. Это хорошо видно при сравнении мультипликаторов, обобщающих соотношение указанных измерителей применительно к компаниям, занятым в отдельных секторах бизнеса в Великобритании (табл. 25).²

Следующая крупная проблема выбора показателей для сравнений связана с решением вопроса о том, как учесть влияние временного фактора при выбо-

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 19.

² Там же. С. 20.

Количеством эти мультипликаторы зависят от неодинаковой доходности в разных отраслевых комплексах. В России размах доходности, по-видимому, существенно выше, чем в других странах. Так, согласно оценкам главы Центрального банка Российской Федерации С. Игнатьева, рентабельность среднего российского банка — 23 %, тогда как «сырьевники», полагает он, зарабатывают до 50 %. При этом в экономике рентабельность в среднем составляет 8 % // Ведомости от 26.12.2005.

ре показателей доходов (earnings). Т.е. речь идет о том, использовать ли самые последние «исторические» сведения или средние исторические данные или, наконец, прогнозные характеристики на год вперед, а может быть, и на более отдаленную перспективу. Во многом обоснование принимаемых в конечном счете решений связано с отраслевой принадлежностью оцениваемой фирмы, наличием или отсутствием цикличности в ее развитии. «В целом, — отмечает А. Грегори, — чем меньше цикличность и больше возраст фирмы, тем меньше срок, на который нужно распространить прогноз».¹ Согласно его утверждению большей части крупных английских компаний доступны прогнозы на два года и более лет вперед.

ТАБЛИЦА 25. Мультипликаторы в отдельных секторах бизнеса в Великобритании (на 29.12.2000)

Сектора бизнеса	P/E	P/CE
Промышленность в целом	14,0	8,5
Производство потребительских товаров	23,8	17,7
Услуги	43,8	19,7
Финансовые институты	19,8	6,0

Как видно, в Великобритании для производства потребительских товаров характерны относительно высокие мультипликаторы P/E и P/CE. Этот сектор экономики является сравнительно более привлекательным для инвестирования и в других странах, в частности в России. «Сейчас в отраслях, связанных с производством потребительских товаров, — отмечает глава российского отделения компании Morgan Stanley в России Р. Симонян, — по существу присутствуют ведущие имена (имеются в виду зарубежные компании. — В.Р.). В этих условиях отсутствие (той или иной крупной зарубежной компании. — В.Р.) на российском рынке — это слишком большой риск».

Далее он замечает, что отрасли потребительского сектора «развиваются бешеными темпами в связи с ростом потребительского спроса не только в Москве, Петербурге, но и в других регионах» // Известия от 02.12.2005.

Обычно такого рода прогнозы представляют собой тренды, основывающиеся на обработке отчетных данных. А. Грегори называет такие прогнозы упрощенными, основанными, можно сказать, «на наивных (naïve) моделях временных рядов».² При этом анализ когда-то выполненных прогнозных оценок капитализации и доходов свидетельствует, что такие оценки оказываются более близкими к реальным характеристикам, когда прогнозы в большей мере ориентируются на повышательные тенденции в развитии бизнеса, чем на понижательные.

В целом же аналитики с определенным предубеждением и даже с опаской относятся к использованию прогнозных характеристик развития бизнеса для построения мультипликаторов, основывающихся на данных о доходах отдельных компаний. В такого рода сомнениях есть определенный резон. По нашему мнению, здесь предпочтительна следующая позиция: если оценщик располагает данными о компаниях-аналогах, которые позволяют построить мультипликаторы в денежной форме, допустим P/E, или в натуральной форме, скажем P/добыча нефти, то, конечно, лучше использовать последние. Почему? Они в существенно меньшей степени зависят от особенностей бухгалтерского и налогового учетов.

И наконец, представим наше мнение относительно возможностей использования прогнозных характеристик развития бизнеса. Мы полагаем, что при-

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 21.

² Там же.

менять их для построения мультипликаторов нужно крайне осторожно. Методы построения таких по существу трендовых оценок весьма уязвимы. Другое дело, когда речь идет об использовании прогнозных данных в отношении оцениваемой компании. Здесь их использование, напротив, желательно. Ведь они отражают или концепцию бизнес-плана, разработанного топ-менеджерами для оцениваемой компании, или представляют обоснованную самим оценщиком гипотезу развития этой компании, в т.ч. на основе прогнозов изменения ее клиентской базы (см. Приложение 5 «Применение характеристики клиентеллы компании для прогнозирования ее доходов [в рамках модели DCF (ДДП)]»).

Ф. Модильяни и М. Миллер, рассматривая «каналы влияния на рыночную стоимость фирмы... или, что то же самое, на цену отдельной акции...», пишут о том, что рыночная стоимость «зависит *только* от будущих, но не от прошлых событий...».¹ Отсюда вполне понятно, что оценщик, прибегая к мультипликаторам по компаниям-аналогам, должен в максимально возможной степени прояснить ситуацию относительно перспектив развития оцениваемой им компании.

С этой проблемой нам пришлось столкнуться при оценке стоимости российского АО «Норильский никель» (ОАО НН). Именно его 38 % акций, принадлежащих государству, были переданы в качестве залога под полученный кредит от залогодержателя. Не останавливаясь на всех деталях проведенных в связи с указанной оценкой расчетов, отметим одно обстоятельство, ориентируясь на которое мы пришли к выводу о его отрицательном воздействии на стоимость самой компании НН.

Дело в том, что спустя некоторое время после залоговой операции НН должен был решить проблему энергетического обеспечения. Это связано с заменой сильно истощившихся источников газоснабжения «Норникеля». Заметим, что специалисты, считавшие заниженной стоимость залога этого пакета акций, игнорировали возможность ухудшения внешних условий деятельности НН в самой ближайшей перспективе. Совершенно очевидно, что количественная оценка этого ухудшения должна была найти отражение в стоимости компании. Более подробно вопрос о рыночной стоимости ОАО «Норильский никель» рассматривается в главе 9.

Отметим особенности использования мультипликаторов применительно к анализу доходности портфелей акций. Одним из условий применения тех или иных мультипликаторов в части портфельных инвестиций является ориентация в изменениях их (мультипликаторов) поведения в зависимости от соотношения, в котором в формируемых портфелях акций находятся быстрорастущие акции (growth stocks) и устойчивые акции (value stocks). Оказывается, как показали исследования (Е. Фейма и К. Френча), доходность портфелей тем выше, чем значительнее величина фигурирующих в анализе мультипликаторов. В качестве объектов исследования были выбраны два мультипликатора: балансовая стоимость — рыночная стоимость (BV/MV) и доход/цена компании (E/P).

Соотношение BV/MV определяется, как написано в книге «Инвестиции», так: «Сначала на основе последних доступных данных по балансу определяет-

¹ Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма. М.: Дело, 1999. С. 89.

ся балансовая стоимость обыкновенной акции и подсчитывается общий объем акционерного капитала. Затем находится общая рыночная стоимость обыкновенных акций фирмы, находящихся в обращении, путем перемножения рыночного курса одной акции на количество акций в обращении».¹ Разделив одно на другое, получают мультипликатор BV/MV. Относительно небольшие значения этого мультипликатора характерны для быстрорастущих акций, а более высокие — для устойчивых акций.

Е. Фейма и К. Френч показали: чем выше это соотношение, тем значительнее доходность соответствующего портфеля. Это привело их к выводу о том, что «за период исследования устойчивые акции продемонстрировали более высокие показатели доходности, чем быстрорастущие акции».² Эту зависимость характеризуют данные *таблицы 26*.³

ТАБЛИЦА 26. Быстрорастущие и устойчивые акции

Показатели	Номера портфелей ¹											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Показатели, составленные на основе соотношения BV/MV												
Доходность	0,30	0,67	0,87	0,97	1,04	1,17	1,30	1,44	1,50	1,59	1,92	1,83
BV/MV	0,11	0,22	0,34	0,47	0,60	0,73	0,87	1,03	1,23	1,52	1,93	2,77
Показатели, составленные на основе соотношения E/P												
Доходность	1,04	0,93	0,94	1,03	1,18	1,22	1,33	1,42	1,46	1,57	1,74	1,72
E/P	0,01	0,03	0,05	0,06	0,08	0,09	0,11	0,12	0,14	0,16	0,20	0,28
Портфели, составленные на основе учета изменения размера компаний (по степени возрастания размеров)												
Доходность	1,64	1,16	1,29	1,24	1,25	1,29	1,17	1,07	1,10	0,95	0,88	0,90
M/V	1,98	3,18	3,63	4,10	4,50	4,89	5,30	5,73	6,24	6,82	7,39	8,44

¹ Портфели формировались на основе соответствующих финансовых характеристик акций в порядке от меньших показателей к большим; доходность представляет среднемесячную доходность (в %) за период с июля 1963 по декабрь 1990 г.

В *таблице 26* также сравнивается изменение доходности портфеля акций и мультипликатора E/P. Этот мультипликатор определяется путем деления дохода в расчете в среднем на одну акцию (прибыль после налогообложения) на рыночный курс акции. «Сравнительно небольшие значения этого отношения указывают на то, что эти акции относятся к быстрорастущим, а сравнительно высокие характеризуют устойчивые акции».⁴

Как видно из таблицы, чем выше отношение E/P, тем выше ставка доходности.

И наконец, рассмотрим характеристику еще одной особенности изменения доходности в зависимости от размеров компаний (последняя позиция в *таблице 26*). В отличие от рассмотренных зависимостей здесь складывается принципиально иная зависимость. Суть ее в том, что «акции более мелких фирм

¹ Шарп У. и др. Инвестиции. М., 1997. С. 522.

² Там же.

³ Там же. С. 523.

⁴ Там же.

дают большую доходность, чем акции крупных».¹ Любопытно, что примерно такую же по характеру зависимость нам удалось установить при рассмотрении изменения уровней доходности и размеров дочерних (до проведенной в последние несколько лет реорганизации) компаний «Связьинвеста». (Я уже отмечал это обстоятельство.)

Представленный анализ изменчивости мультипликаторов в зависимости от выделенных факторов свидетельствует о необходимости их (мультипликаторов) предварительной подготовки для оценки стоимости бизнеса той или иной компании. Подвижность самих мультипликаторов предполагает обоснование их выбора применительно к особенностям оцениваемой компании.

Мультипликаторы по зарубежным компаниям (метод рынка капиталов)

В главе 5 «Затратный подход, или подход, основанный на активах» на примере расчетов по оценке стоимости ОАО «Роснефть», проведенных в январе 1998 г., были представлены оценки, полученные одним из относящихся к затратному подходу методом. Напомним, что стоимость компании составила 2 603 220 долл. (см. «Особенности оценки активов в холдинге»; с. 154).

Разумеется, для формирования окончательного суждения о стоимости «Роснефти» этой оценки было недостаточно. В связи с этим были выполнены соответствующие оценки, в т.ч. с помощью данных рынка капиталов. Для этой цели были использованы мультипликаторы по зарубежным нефтяным компаниям.

В тот момент оценщики располагали мультипликаторами, полученными на основе денежных измерителей — капитализации, с одной стороны, объема продаж и размеров прибыли — с другой.

Выполняя эти расчеты, оценщики ясно отдавали себе отчет в том, что в тот момент стоимость российских компаний была существенно недооценена. Но такая недооцененность имела относительный характер. Она была связана с высокими рисками инвестирования в российскую экономику. Снижение таких ри-

¹ Там же.

Отсюда, между прочим, следует, что общее повышение (в перспективе) уровня капитализации экономики России в относительно большей мере связано с развитием не крупных фирм, а небольших компаний. Нужно, как мне кажется, создать более благоприятные условия их «выхода» на открытые рынки капиталов.

Складывающиеся в российской экономике тенденции подтверждают возможность более быстрого развития относительно небольших компаний. Отмечу в связи с этим рейтинговое исследование 200 крупнейших российских компаний, опубликованное в журнале «Эксперт» № 37 от 07.10.2002. Речь идет о том, что компании 2-й «двадцатки» подтягиваются к 1-й «двадцатке» — «отряду лидеров». «Раньше, — комментирует эти результаты генеральный директор «Эксперт-РА» Д. Гришанков, — отряд лидеров был сильно оторван от остальных компаний... Размеры бизнеса второго эшелона, конечно, еще несопоставимы с первым (эшелонам. — В.Р.). Но по-человечески эта тенденция... радует, ведь так и должно быть в нормальной экономике». *Осетинская Е.* Второй эшелон сокращает разрыв // *Ведомости* от 04.10.2002.

Это — постепенно складывающаяся ситуация, но все же вполне заметно, как подтягиваются второй и третий децили распределения 400 крупнейших предприятий России к первому децилю — самые крупные предприятия, отмечают Д. Гришанков и Д. Кабалинский и в отношении рейтингового исследования «400 крупнейших компаний России». Они пишут: «Тенденция постепенного снижения доли первого дециля мы отмечали несколько лет назад. Но тогда речь шла о долях процентного пункта. Сейчас (январь 2005 г. — В.Р.) удельный вес выручки первых 40 компаний (первый дециль. — В.Р.) в суммарной реализации по рейтингу в целом сократился сразу на 3,1 процентных пункта...» // *Эксперт*. 2005. № 38. С. 124.

сков способствовало активности зарубежных инвесторов. Что касается российских участников рынка капиталов, то в то время они обладали намного менее значительными инвестиционными возможностями. У зарубежных же инвесторов преобладали в основном спекулятивные интересы к акциям российских предприятий. Это проявлялось в стремлении к выгоде от последующей перепродажи приобретаемых активов. Этому как раз и способствовала недооцененность российских компаний, обусловленная внешними рисками реального инвестирования.

Стратегический интерес, безусловно, зависит от прибыльности инвестиций в тот или иной бизнес. Однако в то время уровень прибыльности вложений в российские ВИНК существенно отставал (примерно в 1,5 раза) от большинства зарубежных нефтегазодобывающих компаний.¹ Именно этим обстоятельством объясняется значительно больший уровень капитализации крупных зарубежных ВИНК, хотя разрыв в уровнях добычи и переработки нефти в зарубежных и российских компаниях не был столь же велик.

Итак, предстояло выбрать мультипликатор, основывающийся или на прибыли, или на выручке. Я выбрал мультипликатор, ориентированный на размеры продаж (sales). И этот выбор был связан с тем, что такой мультипликатор в гораздо меньшей степени, чем мультипликатор, основанный на прибыли, отражает влияние страновых особенностей бухгалтерского учета.

Особо следует отметить желательность формирования разных выборок даже в рамках одних и тех же компаний, но в разные периоды времени. Таким образом, в определенной мере можно учесть влияние цикличности в развитии того сектора экономики, к которому относится оцениваемая компания. Вместе с тем нужно иметь в виду, что более ранние выборки, допустим отстающие на 10 лет от периода оценки российской компании, обеспечивают получение результатов, в относительно большей степени соответствующие российским условиям функционирования оцениваемой компании. Это связано с относительно большей недооцененностью российских АО. Поэтому сравнительно давние выборки зарубежных компаний-аналогов более предпочтительны для расчетов, касающихся определения стоимости российских фирм. В этом случае фактор недооцененности последних имеет несколько меньшее значение.

Нельзя обойти стороной и проблему инфляционного влияния. Ясно, что это влияние по-разному сказывается на показателях, которые фиксируются в числителе и знаменателе выбранного мультипликатора, если рассматривать их (показатели) применительно к российским компаниям. Используя же мультипликатор, оцененный по данным зарубежных компаний, для оценки рыночной стоимости российской компании, оценщики предполагали, что условия инфляционного воздействия на показатели мультипликатора однопорядковы по отношению к тем же показателям российских компаний. Иначе говоря, при проведении расчетов мы исходили из того, что вектор воздействия инфляции на выбранные показатели зарубежных фирм не имеет принципиальных отличий от подобного вектора влияния применительно к российским компаниям. В этом, конечно, есть определенная условность: ведь вовсе не обя-

¹ Бюллетень «АК & М». 1997. № 238. С. 13.

зательно инфляция воздействует на показатели и капитализации, и выручки за рубежом так же, как и в российских условиях.

В свое время исходные расчеты по зарубежным компаниям были построены на основе обработки данных, представленных в журнале «Бизнес уик». Он ежегодно публикует достаточно подробные данные о 1000 самых крупных компаний мира. В таблице 27 приведены данные о состоянии нефтяных компаний во второй половине 1980-х гг.

ТАБЛИЦА 27. Основные характеристики зарубежных нефтяных компаний

Компани	Место в общем рейтинге	Капитализация, млн долл.	Объем продаж, млн долл.	Мультипликатор
Exxon (США)	5	75 917	99 161	1,31
Mobil (США)	30	32 252	63 744	1,97
British Petroleum (Великобритания)	31	31 781	52 795	1,66
Amoco (США)	38	29 226	28 622	0,98
Chevron (США)	43	28 339	32 123	1,13
Broken Hill Prop (Австралия)	66	22 490	11 759	0,52
Texaco (США)	106	16 414	34 071	2,08
Atlantic Rich field (США)	108	16 135	18 847	1,17
Total (Франция)	174	12 141	24 107	2,00
Toten (Япония)	238	9637	5914	0,61
Pepsol (Испания)	242	9471	16 350	1,73
Nippon Oil (Япония)	264	8930	24 652	2,76
Norsk Hydro (Норвегия)	319	7568	8742	1,16
Imperial Oil (Канада)	417	5959	6424	1,08
Shell (Канада)	725	3518	3392	0,96
Burmah Castro (Великобритания)	990	1535	4166	1,64
Всего	—	311 313	434 869	—

Если взвесить представленные значения мультипликаторов каждой компании по величине объема продаж ($1,31 \times 99161$; $1,97 \times 63744$... и т. д.), а затем сложить взвешенные таким образом результаты, то сумма составит 663 625. Если теперь эту величину разделить на сумму продаж (434 869), то полученная характеристика и есть средневзвешенный мультипликатор:

$$\frac{\text{Объем продаж}}{\text{Рыночная стоимость активов}}$$

¹ Разумеется, подобные данные приводятся и в других изданиях. Они были доступны мне. Но я пришел к выводу, что в тот момент целесообразнее использовать данные указанного весьма авторитетного журнала. Поэтому я никак не могу принять заявление одного малоискушенного оценщика стоимости бизнеса о том, что «во всем мире» используют другие источники, а не «Бизнес уик». Однако «весь мир» использует информацию, содержащуюся и в «Бизнес уик», и в других источниках.

Мультипликатор составил 1,53 (663 625 / 434 869). Назовем его коэффициентом K_1 .

Полученная оценка (1,53) нуждалась в проверке.

Первый проверочный расчет мы выполнили на основе информации о зарубежных нефтяных компаниях, представленной в бюллетене «АК & М».¹ Мы использовали данные о четырех американских нефтяных компаниях — Техасо, Chevron, Амосо, Mobil. На основе данных о продажах и капитализации было получено еще одно значение мультипликатора (K_2) — 1,44. Это значение, как полагали оценщики, оказалось весьма близким к полученной ранее оценке того же мультипликатора, но по более значительной выборке (учитывались 16 компаний, и не только американские) и за более ранний период (вторая половина 1980-х гг.).

Но все же эта близость оценок показалась мне недостаточной. Ведь оценка была получена по данным компаний, по существу находящихся в 1-й половине «большой» выборки. Чтобы «разводнить» этот состав, мы добавили к этим компаниям еще и относительно менее крупную французскую компанию Total (в том сборнике содержались данные только об этой компании). Полученный таким образом мультипликатор (K_3) оказался равным 1,54.

Итак, мы получили подтверждение правомерности использования ранее рассчитанного мультипликатора K_1 , равного 1,53. Это свидетельствует о достаточной устойчивости рассчитанного соотношения, значения которого были получены по разным выборкам нефтяных компаний мира и в разное время. Это говорит о принципиальной допустимости использования результатов оценки мультипликатора, характеризующего соотношение между объемом продаж зарубежными нефтяными компаниями и их капитализацией. Этот мультипликатор, полученный по большой выборке и равный 1,53, нам был нужен для оценки стоимости ОАО «Роснефть».

Но, для того чтобы выполнить эту операцию, следовало также определить объем выручки ОАО «Роснефть» за 1997 г. Согласно имевшимся в то время данным за 1-е полугодие 1997 г. объем выручки ОАО «Роснефть» (с учетом соответствующих долей дочерних компаний) составил 7,8 млрд руб. (с учетом произошедшей впоследствии деноминации). В целом же за год условно можно было считать размер выручки, равным 15,6 млрд руб. ($7,8 \times 2$). С учетом инфляции во 2-й половине 1997 г., которая была оценена по отношению к выручке в 7 % (за полгода), совокупный объем реализации ОАО «Роснефть» составил 16,4 млрд руб. ($7,8 + 7,8 \times 1,07$), а в долларах — 2,8 млрд (по тогдашнему курсу 1 / 5,830 с учетом деноминации).

Если взять за основу мультипликатор 1,53 и объем продаж ОАО «Роснефть», то можно получить оценку ее рыночной стоимости. Она составила 1830 млн долл. ($2,8 / 1,53$).

Этот показатель был определен на основе первичной информации, характеризующей количество акций зарубежных компаний и курсовую стоимость их миноритарных пакетов, обращающихся на фондовых рынках. Другими словами, здесь также требуется поправка — премия за контроль. Она была принята нами в размере 30 % (как и в расчетах в рамках затратного подхода —

¹ Бюллетень «АК & М». 1997. № 238. С. 14–15.

см. «Особенности оценки активов в холдинге»). В таком случае стоимость компании в целом составит 2379 млн долл. ($1830 \times 1,3$).

Сопоставление с российскими компаниями (метод рынка капиталов)

ПО ДАННЫМ ЖУРНАЛА «ЭКСПЕРТ»

В журнале «Эксперт»¹ были опубликованы результаты оценок рыночной стоимости 200 крупнейших российских компаний.² В качестве основных критериев составленного рейтинга этих компаний были выбраны 2 показателя:

- объем реализации продукции в 1996 г.;
- рыночная стоимость (капитализация) компании на 01.10.1997.

В таблице 28 приводятся основные характеристики представленных в указанном рейтинге нефтяных компаний.

ТАБЛИЦА 28. Основные характеристики российских нефтяных компаний

Компания	Капитализация компаний, млн долл.	Объем реализации, млн долл.	Соотношение объема реализации и капитализации
Лукойл	16 049,9	8588,3	0,54
ЮКОС	9267,8	4604,9	0,50
Сургутнефтегаз	6672,2	4589,1	0,69
Сиданко	6052,6	5183,8	0,86
Славнефть	4642,9	1973,5	0,43
ВНК	3176,9	2167,5	0,68
Татнефть	2318,6	3660,1	1,58
Башнефть	1375,8	2605,1	1,89
Коми ТЭК	1046,3	358,2	0,34
Онако	892,9	994,7	1,11

Средневзвешенная оценка мультипликатора K_z оказалась равна 0,83. Если, по нашей оценке, в 1997 г. объем реализации ОАО «Роснефть» составил 2,8 млрд долл., то стоимость компании без учета премии за контроль достигла 3,4 млрд долл. ($2,8/0,83$), а с учетом премии за контроль в 30 % – 4,42 млрд долл.

Была получена еще одна оценка, и за основу расчетов была взята информация, которая касается компаний, по размерам близких к «Роснефти». В представленном (табл. 28) списке — это сопоставимые по размерам компании, начиная с позиции ОАО «Славнефть». Средневзвешенный мультипликатор K_z был равен 1,21.

¹ // Эксперт. 1997. № 38.

² Эти оценки ежегодно публикуются в одном из осенних номеров журнала «Эксперт». Сейчас в рамках публикаций рейтингового агентства журнала «Эксперт» фигурируют 400 крупнейших компаний России.

Отмечу обобщающую эти исследования монографию «Крупнейшие компании России» под. Ред. Д. Гришанкова и Д. Кабалинского. М., 2005.

Стоимость ОАО «Роснефть» оказалось равной 2314 млн долл. (2,8 / 1,21) (без учета премии за контроль) и 3008 млн долл. с учетом премии за контроль (2314 × 1,3). Именно эта цифра (3008) и была использована в дальнейших расчетах.

ПО ДАННЫМ БЮЛЛЕТЕНЯ «АК & М»

В бюллетене «АК & М»¹ были представлены средние значения характеристик инвестиционной привлекательности российских нефтяных компаний (по состоянию на середину 1990-х гг.). Приведем подсчитанные в этих целях коэффициенты, в числителе каждого из которых — совокупные оценки капитализации российских компаний, а в знаменателе — другие характеристики, а именно:

- выручка;
- добыча нефти;
- запасы нефти.

Представленные мультипликаторы, точнее, отраслевые показатели (более подробно см. главу 4 «Подходы, методы и модели») имели следующие количественные значения:

- $\frac{\text{Капитализация}}{\text{Выручка}} = 1,77;$
- $\frac{\text{Капитализация}}{\text{Добыча нефти}} = 255;$
- $\frac{\text{Капитализация}}{\text{Запасы нефти}} = 4,32.$

Затем были подсчитаны характеристики капитализации на основе следующих показателей, зафиксированных в 1997 г. по ОАО «Роснефть»: выручка — 2,8 млрд долл.; добыча нефти — 13 033 тысячи тонн; запасы нефти — 925,7 млн тонн. Эти показатели оказались равными: 5,1 млрд долл.; 3,3 млрд долл.; 3,9 млрд долл. Для дальнейших расчетов мы выбрали медианное значение (3,3; 3,9; 5,1), т.е. то, что получено на основе данных о соотношении капитализации и запасов нефти, а именно 3,9 млрд долл.

Однако российские данные о запасах нефти следовало скорректировать с учетом требований международного аудита этих запасов. Согласно имевшимся на тот момент в нашем распоряжении данным запасы нефти «Лукойла» составляли, по российским оценкам, 2300 млн тонн. В то же время доказанные запасы нефти этой компании, согласно международному аудиту, составляли несколько меньшую величину — 1438 млн тонн.² Иначе говоря, соотношение международных и российских оценок запасов нефти этой компании составило 0,625. Распространив это соотношение на характеристики запасов нефти в принятом мультипликаторе, мы уточнили оценку капитализации «Роснефти». Она уменьшилась до 2438 млн долл. (3,9 × 0,625).

Еще одно уточнение касалось скидки за низкую ликвидность, поскольку приведенные оценки были получены применительно к большинству россий-

¹ Бюллетень «АК & М». 1997. № 238.

² Бюллетень «АК & М». 1997. № 238. С. 15.

ских нефтяных компаний независимо от того, котируются их акции или нет на фондовом рынке. Эта скидка была принята в несколько меньшем размере, чем та, которую мы использовали в расчетах в рамках затратного подхода. Там мы ее приняли в размере 40 % (см. «Однофакторные модели»). Здесь же, казалось нам тогда, размер скидки должен быть ниже. При этом мы исходили из того, что расчет производился по отношению к котирующимся и некотирующимся компаниям. Эту скидку оценщики установили в размере 35 %. Тогда стоимость «Роснефти» уменьшилась до 1585 млн долл. ($2438 \times 0,65$).

Сейчас я считаю, что мы должны были использовать одну и ту же скидку за недостаточную ликвидность: 35 или 40 %. Методологически неправомерно использовать неодинаковые скидки за низкую ликвидность в зависимости от того или иного подхода к оценке стоимости бизнеса. Во всех случаях такая скидка должна быть одинаковой в рамках совокупной оценки стоимости бизнеса конкретной компании на определенную дату. Я так подробно останавливаюсь на этом вопросе, руководствуясь желанием, чтобы никто не повторил такой, можно сказать, ошибочный прием расчетов.

Но нужно было еще учесть премию за контроль. Как и в других расчетах, она была принята одинаковой в размере 30 %. В таком случае подсчитанная посредством рассматриваемого метода стоимость «Роснефти» равнялась 2061 млн долл. ($1585 \times 1,3$).

Сравнение с проданными пакетами акций нефтяной компании-аналога (метод рынка капиталов)

В расчетах по оценке стоимости «Роснефти» был применен еще один вид информации о компании-аналоге: были использованы данные о состоявшемся накануне проведения описываемых расчетов денежном аукционе по продаже пакета акций Восточной нефтяной компании (ВНК). Он состоялся в декабре 1997 г., на нем был продан пакет акций — 50 % минус 1 акция. За этот пакет РФФИ выручил 870 млн долл.

Это означает, что общая рыночная стоимость ВНК по крайней мере составляла 1,74 млрд долл. ($0,870 \times 2$).

В эту оценку входила и премия за определенную степень контроля, связанная с обладанием блокирующим пакетом акций (25 % + 1 акция). Общая же премия за контроль была оценена на уровне 30 %. Тогда мы приняли премию за обладание блокирующим пакетом в 15 %. Это значит, что получение полной оценки стоимости ВНК предполагает проведение следующего расчета:

- $1,74 / 1,15 = 1513$ млн долл. (пропорциональная величина стоимости компании);
- $1513 \times 1,3 = 1967$ млн долл. (стоимость компании с учетом полной премии за контроль).

Теперь на основе этой оценки можно было получить оценку рыночной стоимости «Роснефти». Это вполне допустимо было сделать на основе соотноше-

ния добычи нефти в ВНК и «Роснефти». За 9 месяцев 1997 г. добыча нефти (с газовым конденсатом) в «Роснефти» составила 10,0 млн тонн¹, а в ВНК — 8,4 млн тонн.² Соотношение между этими показателями составило 1,19.

В таком случае характеристика рыночной стоимости ВНК должна была быть увеличена в 1,19 раза для того, чтобы оценить стоимость ОАО «Роснефть». Эта величина составила 2340 млн долл. ($1967 \times 1,19$).

Рынок слияний и поглощений (присоединений)

УСЛОВИЯ СОПОСТАВИМОСТИ

Получение данных о рынке слияний и поглощений является еще одним методом оценки стоимости бизнеса в рамках сравнительного подхода. При использовании этого метода особенно важно обеспечить как можно более высокую степень сопоставимости условий развития оцениваемой фирмы и компаний-аналогов. Представим использованную нами схему расчетов на примере оценки стоимости ОАО «Норси» (Нижегородского НПЗ).

НПЗ — ГЛАВНЫЙ АКТИВ ОАО «НОРСИ-ОЙЛ»

Ранее мы уже отмечали особенности оценки 85,36-процентного пакета акций ОАО «Норси-Ойл». Рыночная стоимость этой компании в решающей мере определялась тем, какую ценность имела самая крупная ее дочерняя компания — НПЗ «Норси». Помимо других методов обоснования его стоимости использовались данные о рынке слияний и поглощений (присоединений) применительно к тем ОАО, которые представляют отдельные НПЗ.

СОПОСТАВИМЫЕ ОБЪЕКТЫ

Предварительным условием, сформулированным в РФФИ, было то, что покупателями таких НПЗ целиком или их крупных частей (достаточно значительных пакетов акций) должны были быть не только российские компании. Таким образом, вовсе не исключалась возможность использования данных о зарубежных приобретениях как отдельных российских компаний, так и компаний других стран, в частности Казахстана. В соответствии с этим были отобраны два известных на момент оценки ОАО «Норси-Ойл» (июль 2001 г.) случая поглощения (присоединения): Херсонский НПЗ и Лисичанский НПЗ.

ХЕРСОНСКИЙ НЕФТЕПЕРЕРАБАТЫВАЮЩИЙ ЗАВОД

В конце 2000 г. были подведены итоги конкурса по продаже контрольного пакета ОАО «Херсоннефтепереработка».³ Победителем стало ЗАО «Торговый дом «Укрнефтепродукт». Этот торговый дом принадлежит «Казахойлу» (в его собственности находилось 99 % акций указанного торгового дома). За кон-

¹ Бюллетень «АК & М». 1997. № 234. С. 2.

² Там же.

³ // Нефть и капитал. 2000. № 12. С. 54–59.

трольный пакет ОАО «Херсоннефтепереработка» (51 % акций) было заплачено 35 млн гривен, или 6364 тысячи американских долл. (по курсу 1 доллар = 5,5 гривны).¹

На момент совершения сделки этот завод находился в предбанкротном состоянии. Перерабатываемая на нем нефть была давальческой. Для самостоятельных закупок сырой нефти НПЗ не располагал собственными ресурсами (оборотными средствами) в достаточной мере.

В 2000 г. Херсонский НПЗ переработал 1,1 млн тонн сырой нефти. Совокупная же производственная мощность завода составляла 8,6 млн тонн переработки сырой нефти. Другими словами, загрузка производственных мощностей составляла 12,8 % (в 1999 г. — 12,0%).

Если исходить из производственной мощности Херсонского НПЗ в сопоставлении с подобным показателем ОАО «Норси» (20 млн тонн), то возможную продажную цену последнего можно оценить следующим образом:

- напомним, что всего было продано 51% акций Херсонского НПЗ за 6354 тысячи долл.;
- стоимость 1-го процента акций будет равна 124,59 тысячи долл.;
- скидку за неконтрольный характер мы приняли в размере 30 %;
- тогда стоимость 1 % акций будет равна 87,213 тысячи долл. ($124,59 \times 0,7$);
- стоимость же всего НПЗ можно оценить в 8721,3 тысячи долл. (87213×100), а с учетом принятой премии за контроль в 40 % (т.е. больше чем за 51-процентный пакет) — 12,210 млн долл. ($8,7213 \times 1,4$);
- соотношение производственных мощностей ОАО «Норси» (20 млн т) и Херсонского НПЗ (8,6 млн тонн) равно 2,3 ($20 / 8,6$);
- в таком случае возможная продажная цена ОАО «Норси» по условиям рассматриваемой сделки могла бы составить 28,0 млн долл., что, в общем, соответствовало другим оценкам, полученным нами в рамках модели Блэка—Шоулза с учетом нематериального актива (31,13 млн долл.), связанного с дополнительными поставками нефти на этот российский НПЗ (см. главу 4 «Подходы, методы и модели», позиция 5 таблицы 19; годовая поставка — 9 млн тонн). Итак, условия сделки, совершенной в отношении Херсонского НПЗ, подтвердили правильность расчетов по оценке стоимости ОАО «Норси».

ЛИСИЧАНСКИЙ НЕФТЕПЕРЕРАБАТЫВАЮЩИЙ ЗАВОД

Лисичанский НПЗ — это старое название. На момент проведения расчетов завод уже назывался иначе — ОАО «Линос» (город Лисичанск Луганской области).

¹ В дальнейшем в числе собственников части акций ОАО «Херсоннефтепереработка» оказалась Казахская национальная компания «КазМунайГаз». В начале октября 2002 г. эта компания объявила о продаже принадлежащего ей пакета акций Херсонского НПЗ, а также о прекращении поставок казахстанской нефти на это предприятие. Об этом заявил президент казахстанской компании Л. Кюлинов: «Чтобы этот проект был экономически эффективным, необходимо вложить около 250 млн долл. в реконструкцию завода. Пока для Казахстана такие капиталовложения нерентабельны, тем более что мы (компания — В.Р.) владеем только 20,2 % акций Херсонского НПЗ» // Ведомости от 02.10.2002.

По-видимому, продажа акций Херсонского НПЗ новоявленным собственникам свидетельствует о некотором повышении цены прежде состоявшейся сделки по реализации 51-процентного пакета акций.

В июле 2000 г. 67,41 % акций этого ОАО, принадлежащих государству (Украине), были проданы за 50 млн гривен, или за 9,09 млн долл.¹

Производственная мощность «Линоса» составляла 18 млн тонн переработки сырой нефти.

Общая стоимость НПЗ, исходя из стоимости проданного пакета, составляла 13,48 млн долл. (9,09 / 0,6741).

Представим, что в эту стоимость входит (в расчете на пакет 67,41 %) 30 % премии за контроль. При оценке же всей компании (100 %) эта премия должна быть выше, допустим, 40 %. Это значит, что нужно увеличить стоимость компании на 1,0769 (1,4 / 1,3), т.е. до 14,517 млн долл.

Соотношение производственных мощностей «Норси» и «Линоса» равно 1,11 (20 / 18). Мы скорректировали стоимость «Линоса» на эту поправку и вышли на возможную продажную цену «Норси». Она составила 16,113 млн долл. Это достаточно близкая оценка к цифре, учтенной в окончательном расчете по ОАО «Норси-Ойл». Но все же эта оценка оказалась несколько ниже рассчитанных нами значений рыночной стоимости Нижегородского НПЗ. Почему? По-моему мнению, это, возможно, отражает недооцененность акций ОАО «Линос», которая объясняется несколько большими рисками инвестирования в украинский нефтеперерабатывающий комплекс, нежели чем в российский.

Метод «Предыдущие сделки по продаже акций оцениваемой компании»

УСЛОВИЯ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДА

Этот метод довольно редко используется при оценке стоимости отдельных российских компаний. Почему? Прежде всего потому, что до августа 1998 г. условия продажи российских акций принципиально нельзя сопоставлять с условиями их реализации в последующие годы. Дело в том, что последовавшее после резкого падения котировок акций их постепенное повышение отражало вполне естественную реакцию подъема рынка. Можно сказать, что цены на акции, существовавшие до августа 1998 г. и после этой даты, статистически несопоставимы.

В то же время представления о продаже акций компаний в более или менее сопоставимых условиях (т.е. после 1998 г.) вполне могут быть полезными для оценки стоимости бизнеса или его части (пакетов акций). Более того, мы полагаем, что анализ ранее состоявшихся сделок является *обязательным* при определении сегодняшних цен на акции конкретной компании.

Рассмотрим этот метод в рамках сравнительного подхода на примере выполнения одного заказа. Речь идет об оценке рыночной стоимости небольшого пакета обыкновенных акций (1,07 %) ОАО НК «КомитЭК». Этот пакет находился в федеральной собственности. И оценка рыночной стоимости пакета акций понадобилась для их последующей продажи.

¹ // Нефтяная торговля. 2001. Июнь. С. 42.

ДАТА ОЦЕНКИ

Самый важный вопрос, который пришлось решать оценщикам в ходе выполнения заказа, — установление даты оценки. Вопрос о дате оценки акций «КомитЭКа» имел существенное значение, потому что осенью 1999 г. произошло поглощение этого ОАО другим ОАО, а именно «Лукойлом». Оно (поглощение) обеспечивалось путем обмена акций «КомитЭКа» на акции «Лукойла». Обмен закончился 22.11.1999, однако я посчитал, что оценка пакета акций (1,07 %) ни в коем случае не должна ориентироваться на указанную дату окончания процесса конвертации почти 99 % акций «КомитЭКа».

Во-первых, само поглощение все же нельзя было считать окончательно состоявшимся — один, правда, небольшой, пакет акций по-прежнему сохранялся в федеральной собственности. С декабря 1999 по август 2000 г., когда я и мои коллеги приступили к оценке, отмечалось повышение мировых цен на нефть, что способствовало росту стоимости нефтяных компаний. Вот почему условия продажи пакета акций, принадлежащих государству, в той или иной мере должны были учитывать сложившуюся ситуацию, выгодную для всех владельцев акций нефтяных компаний. В отношении «КомитЭКа» таким владельцем пакета акций (1,07 %) было государство.

Во-вторых, нельзя было фиксировать соотношения в стоимости одной акции «КомитЭКа» применительно к стоимости акции «Лукойла» на дату окончания открытого тендера на покупку акций «КомитЭКа», т.е. на 22.11.1999, еще по одной причине. Дело в том, что бывшие владельцы акций присоединяемой компании были заинтересованы в последующем получении дивидендов на акции «Лукойла». Иначе говоря, тогдашние владельцы акций «КомитЭКа» были материально ангажированы в том, чтобы стать обладателями акций «Лукойла». И хотя их, конечно, интересовал меновой курс, но все же опосредованно — через оценку получения возможных дивидендов.

Исходя из масштабов обмена новые владельцы акций «Лукойла» могли получить, как об этом было объявлено заранее, 4,2 млн долл. в качестве дивидендов. В самом же «КомитЭКе» дивиденды никогда не выплачивались.¹

Понятно, что бывшие владельцы акций «КомитЭКа», по существу, не оказывали противодействия установлению, как мы считали, относительно заниженного менового отношения (заниженного, если исходить из интересов государства как собственника небольшого пакета). Ведь кроме этого они рассчитывали и на получение дивидендов после обмена. Однако что касается государства, то дело обстояло совсем не так. Государство могло рассчитывать только на выручку от продажи пакета, и у него не оставалось никаких прав на получение дивидендов в последующем.

Итак, условия продажи пакета акций «КомитЭКа» (1,07 %) должны были учитывать факторы повышения ценности всех без исключения российских нефтяных компаний после ноября 1999 г. Это обстоятельство как раз и отражала установленная нами дата оценки — 04.08.2000.

Оценка рыночной стоимости указанного пакета акций должна была проводиться в рамках сопоставления с ценами на акции «Лукойла» на дату оценки.

¹ // Эксперт. 2000. № 36. С. 95; Деньги 2000. № 34. С. 52.

По существу речь шла о продолжении процесса невраждебного поглощения (присоединения) «КомитЭКа».¹

Сравнение на основе стоимости акций создает условие для определения разумных пропорций обмена акций совершенно независимо от особенностей организационной и технологической структур компании-«охотника» («Лукойл») и компании-«мишени» («КомитЭК»). Стоимости акций, котируемых на организованном рынке ценных бумаг, отражают такого рода различия. Именно поэтому стоимость компании-«мишени» абсолютно нельзя представить как арифметическую сумму стоимостей ее отдельных структурных элементов, в т.ч. долгосрочных финансовых вложений (в акции других ОАО), и специфических нематериальных активов (например, лицензий на разработку полезных ископаемых).²

Для того чтобы представить возможную цену продажи пакета акций «КомитЭКа» (1,07 %) нужно было располагать информацией о стоимости акций как компании-«охотника», так и компании-«мишени».

СТОИМОСТЬ АКЦИЙ КОМПАНИИ-«ОХОТНИКА»

В период с осени 1999 по весну 2000 г. состоялись 3 продажи небольших пакетов акций «Лукойла». Согласно опубликованным данным³ эти сделки характеризуются следующим образом (табл. 29).

На основании этих данных можно было оценить стоимость 1-процентного пакета акций «Лукойла». По указанным сделкам (см. нумерацию в табл. 29) она составила:

- 48,993 млн долл.;
- 47,604 млн долл.;
- 82,967 млн долл.

ТАБЛИЦА 29. Характеристики продаж акций «Лукойла»

Дата сделки,	Покупатель	Пакет акций,	Цена сделки,
	год	%	млн долл. США
Октябрь 1999	Reforma Investment	9,0	440,4
Ноябрь 1999	ИБГ «НИКойл»	0,647	30,8
Май 2000	147 инвесторов	0,91	75,5

Представим условия оценки средневзвешенной стоимости 1-процентных акций по указанным сделкам. Оценщики придали каждой из них следующие веса:

- 0,2;
- 0,2;
- 0,6.

¹ Разумеется, такое сопоставление является совершенно излишним, когда присоединение (поглощение) происходит не в результате тендерного предложения на покупку акций присоединяемой компании, а вследствие покупки на открытых торгах активов предприятия-банкрота. Именно этим поглощение на основе тендерного предложения отличается от приобретения активов предприятия по ликвидационной стоимости.

² «КомитЭК» владел долями акций следующих подконтрольных ему компаний: «Коминнефть» (54,12 % голосующих акций), «Ухтанефтепереработка» (44,04 %), «Коминнефтепродукт» (38 %). «КомитЭК» также имел доли в имуществе различных ООО. Кроме того, эта компания обладала 11 лицензиями на разработку полезных ископаемых. Это и были специальные нематериальные активы «КомитЭКа».

³ См. статью Е. Хартукова в приложении «Коммерсантъ-Нефть» к газете «Коммерсантъ» от 06.07.2000.

Как видно, относительно больший вес был придан сделке, состоявшейся в марте 2000 г. Это объясняется динамикой средних цен покупки обыкновенных акций «Лукойла» за рассматриваемый период (в расчете на 1 акцию):

- 29.10.1999 — 7,587 долл.;
- 29.11.1999 — 8,849 долл.;
- 29.03.2000 — 14,548 долл.

Таким образом, по сравнению с октябрём 1999 г. в марте 2000 г. цены на акции «Лукойла» возросли в 1,9 раза, и информация о мартовских ценах покупки акций является более актуальной, чем данные об этих ценах в октябре-ноябре 1999 г.

Итак, средневзвешенная оценка 1-процентных акций «Лукойла» равнялась 72,8802 млн долл. ($48,993 \times 0,2 + 47,604 \times 0,2 + 82,967 \times 0,6$).

Согласно информации агентства «АК & М»¹ за 9 месяцев 1999 г. (т.е. на момент начала операции по поглощению) в «КомитЭКа» добыча нефти и газового конденсата составила 2,11 млн тонн, а в «Лукойле» — 31,03 млн тонн. Отсюда соотношение в уровнях добычи нефти (с газовым конденсатом) составило 14,706 (31,02 / 2,11).

Если распространить это соотношение в уровнях добычи нефти на оценку стоимости 1-процентного пакета акций «Лукойла», то можно представить и рыночную цену 1-процентного пакета акций «КомитЭКа». Стоимость этого пакета составила 4,959 млн долл. (72,8802 / 14,706).

Стоимость же пакета в 1,07 % будет равна 5,306 млн долл. ($4,959 \times 1,07$). Всего в этом пакете было 1777 764 обыкновенных акций. Отсюда стоимость 1 акции «КомитЭКа» будет равна 2,985 долл.

СТОИМОСТЬ АКЦИЙ КОМПАНИИ «МИШЕНИ»

Согласно опубликованной информации в результате операции по обмену акций «КомитЭКа» осенью 1999 г. 98,93 % его акций оказались в собственности «Лукойла». Руководители «Лукойла», надо отдать им должное, не делали никакой тайны из этой сделки. Всего было обменено 164 368 436 акций «КомитЭКа» на такое количество акций «Лукойла», которые в совокупности стоили 546 млн долл. Отсюда нетрудно подсчитать и рыночную стоимость пакета акций в 1,07 %, в который входили оставшиеся 1 777 764 акции, принадлежащие государству. Пакет акций в 1 % стоил 5,519 млн долл. ($546 / 0,9893$), а пакет в 1,07 % — 5,905 млн долл.

Стоимость же 1 акции «КомитЭКа» в оцениваемом пакете (1,07%), согласно представленным выше данным, оказалась равной 3,322 долл. ($5905 / 1 777 764$), или по курсу на 04.08.2000 (1 долл. = 27,8 р.) — 92,351 руб.

Эта оценка нуждалась в двух корректировках.

1-я корректировка связана с тем, что при обмене «Лукойлом» был поглощен контрольный пакет акций «КомитЭКа». Дело в том, что условия конвертации были согласованы с «группой контролирующих это ОАО акционеров, владеющих около 83 % акций «КомитЭКа».² В связи с этим следует уменьшить стои-

¹ Бюллетень «АК & М». 1999. № 334. С. 8.

² См. статью Е. Хартукова в приложении «Коммерсант-Нефть» к газете «Коммерсант» от 06.07.2000.

мость уже обмененного к тому времени пакета акций на скидку за неконтрольный характер пакета. Тогда эта скидка была принята нами в размере 46,72 %, и применительно к оцениваемому нами миноритарному пакету скорректированная стоимость 1 акции «КомитЭКа» составила 43,146 руб. ($92,351 \times 0,4672$).

2-я корректировка должна была учитывать происходящее с сентября 1999 г. повышение рыночной стоимости нефтяных компаний, а следовательно, и котировок их акций. По данным «АК & М»,¹ на 08.09.1999 самая высокая цена покупки 1 акции «Лукойла» в рамках биржевой торговли составила 7,571 долл. В то же время на 04.08.2000 цена покупки одной обыкновенной акции «Лукойла» была равна 13,621 долл.,² т.е. в 1,8 раза выше. Если увеличить скорректированную стоимость 1 акции «КомитЭКа» в этой пропорции, то она составит 77,663 руб. ($43,146 \times 1,8$).

Итак, стоимость 1 обыкновенной акции «КомитЭКа» в долларах будет равна — 2,794 (по указанному выше курсу), а в рублях — 77,663.

Стоимость пакета акций в 1,07 % составит 4,967 млн долл. ($2,794 \times 1\,777\,764$), или 138,083 миллиона рублей ($77,663 \times 1\,777\,764$).

ОБЪЯВЛЕННЫЕ УСЛОВИЯ КОНВЕРТАЦИИ

Согласно объявленным предварительно условиям обмена акций «КомитЭКа» на акции «Лукойла»³ эта конвертация должна была пройти в 2 этапа.

На *этапе 1* обыкновенные акции «КомитЭКа» обменивались на конвертируемые привилегированные акции «Лукойла» в соотношении 25,2 : 1.

На *этапе 2* обмененные таким образом обыкновенные акции «КомитЭКа» на привилегированные акции «Лукойла» в дальнейшем конвертировались в обыкновенные акции последнего в соотношении 1 : 6. В конечном счете 25,2 обыкновенных акций «КомитЭКа» обменивались на 6 обыкновенных акций «Лукойла». Иначе говоря, 1 обыкновенная акция «КомитЭКа» принималась равной 0,238 обыкновенных акций «Лукойла». По существу это было меновое соотношение.⁴

Мы уже указывали цену покупки 1 акции «Лукойла» на 04.08.2000 — 13,621 долл. Отмечались и более высокие (в отдельные дни) цены продажи, например: 14.04.2000 — 14,431 долл., 15.05.2000 — 14,217 долл., а уже после объявленной даты оценки (04.08.2000) — 16,13 долл. (31.09.2000). Все эти данные мы приводим с тем, чтобы показать, что на 04.08.2000 средняя цена покупки одной 1 акции «Лукойла» в 13,621 долл. вовсе не является сколько-нибудь завышенной.

Если взять за основу эту оценку, то согласно объявленным условиям конвертации можно вычислить стоимость 1 обыкновенной акции «КомитЭКа». Она составила 3,241 долл. ($13,621 \times 0,238$).

¹ Бюллетень «АК & М». 1999. № 334. С. 48.

² Там же.

³ Там же.

⁴ «При объединении двух компаний, — пишет Д. Ван Хорн, — большое значение имеет меновое соотношение, характеризующее относительный вес каждой из фирм в новом образовании... Целью любого слияния должна быть максимизация в долгосрочном периоде благосостояния акционеров, объединяющихся компаний. Таким образом, успешным следует считать слияние, позволяющее поднять рыночную цену компании до уровня, к которому нельзя достичь, не осуществив слияние». Хорн Д. Ван. Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 1996. С. 676.

Если рассматривать с этих позиций поглощение «КомитЭКа» «Лукойлом», то это поглощение, безусловно, было успешным и способствовало довольно заметному росту котировок акций «Лукойла».

Теперь систематизируем оценки, полученные посредством этого метода. Стоимость одной обыкновенной акции «КомитЭКа»:

- в долларах — 3,241;
- в рублях — 90,010 ($3,241 \times 27,8$).

Стоимость пакета акций в 1,07 %:

- в долларах — 5,762 млн ($3,241 \times 1777764$);
- в рублях — 160,017 млн ($90,010 \times 1777764$).

РЕЙТИНГОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Согласно рейтинговым исследованиям, проведенным журналом «Эксперт», по состоянию на сентябрь 1999 г. капитализация ОАО «КомитЭК» составила 286,6 млн долл., или 7110,6 млн руб.¹ Это значит, что стоимость пакета акций «КомитЭКа» в 1,07 % составила 3,07 млн долл., или 76,083 млн руб.

Согласно результатам другого рейтингового исследования на 30.06.1999 капитализация «КомитЭКа» составила 316,01 млн долл.² В таком случае стоимость пакета акций «КомитЭКа» (1,07 %) будет равна 3,38 млн долл. ($316,01 \times 0,0107$).

Итак, оценщики получили 2 оценки стоимости указанного пакета. Средняя оценка будет равна 3,225 млн долл. ($((3,07 + 3,38) / 2)$).

Затем по данным 2-го рейтингового исследования было установлено среднее увеличение стоимости нефтяных компаний за период с 30.06.1999 по 30.06.2000.³ По 10 нефтяным российским компаниям оно составило 2,1288 раза.

Далее мы использовали характеристику среднего темпа роста стоимости 10 нефтяных компаний в условиях предположительного изменения стоимости «КомитЭКа» к моменту оценки. В этом случае возможную стоимость «КомитЭКа» в расчете на пакет акций в 1,07 % можно оценить в 6,865 млн долл. ($3,225 \times 2,1288$).

Конечные результаты расчетов с использованием этого метода выглядят так (табл. 30).

ТАБЛИЦА 30. Стоимость акций «КомитЭКа»

Стоимость 1 акции «КомитЭКа»:	Стоимость пакета 1,07 % акций «КомитЭКа»
3,862 долл.	6,865 млн долл.
107,364 руб.	190,847 млн руб.

ИТОГОВАЯ ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПАКЕТА АКЦИЙ

В конечном счете были получены следующие показатели стоимости пакета акций «КомитЭКа» (1,07 %):

- 5,306 млн долл. (см. «Стоимость акций компании-«охотника»»;
- 4,967 млн долл. (см. «Стоимость акций компании-«мишени»»);
- 5,762 млн долл. (см. «Объявленные условия конвертации»);
- 6,865 млн долл. (см. «Рейтинговые исследования»).

¹ // Эксперт. 1999. № 37.

² // Деньги. 2000. № 34.

³ Там же.

Средняя оценка оказалось равной 5,725 млн долл. $((5,306 + 4,967 + 5,762 + 6,865) / 4)$.

Полученный результат нужно было скорректировать с учетом низкой ликвидности акций «КомитЭКа». Скидка за низкую ликвидность была принята в размере 35 %. Тогда стоимость пакета можно было оценить в 3,721 млн долл. $(5,725 \times 0,65)$, или в 103,444 млн руб. (по курсу 1 : 27,8).

В конечном счете именно эти оценки стали ориентирами при продаже РФФИ пакета акций «КомитЭКа» (1,07 %). Естественно, его покупателем оказалось ОАО «Лукойл».

СПОРЫ ОТНОСИТЕЛЬНО ОЦЕНОК СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

В последнее время оценки стоимости бизнеса становятся предметом ожесточенных споров и даже судебных разбирательств. Помимо уже отмеченного судебного иска ОАО «Роснефть» к ИФ «Олма», скажем также и о попытке офшорной фирмы Astian Group оспорить в судебном порядке условия «консолидации Тюменской нефтяной компании (ТНК)». Astian Group «подала иск против оценщика «Эрнст и Янг», который, по ее мнению, *втрое* занизил рыночную цену акций «Самотлорнефтегаза»¹ (часть этих акций до их конвертации в единую акцию ТНК принадлежала указанной офшорной компании).

Вернемся, однако, к иску «Роснефти». Я не буду останавливаться на правовой стороне дела. Меня интересует лишь полученная специалистами ИФ «Олма» оценка. Я думаю, что генеральный директор этой компании О. Ячник согласится с тем, что я, так же как и другие фондовые аналитики, вправе, повторю его слова, «свободно высказывать свою точку зрения по профессиональным вопросам».² Так вот меня заинтересовала полученная специалистами «Олма» оценка стоимости «Роснефти» на начало 2002 г., т.е. по состоянию на конец 2001 г. равная 1253 млн долл. Эту оценку указанные специалисты называют «расчетной стоимостью», «справедливой стоимостью компании».³

В то время эта оценка вызвала у меня сомнения. Я попытался оценить стоимость ОАО «Роснефть» на тот же период времени с помощью данных о компаниях-аналогах, т.е. используя соответствующие мультипликаторы.

Первый использованный мною мультипликатор — отношение:

$$\frac{\text{Капитализация}}{\text{Выручка}}$$

По расчетам аналитического отдела ФК «Интерфин Трейд», средняя характеристика этого мультипликатора по 7 нефтегазодобывающим компаниям («Лукойл», «Юкос», «Сургутнефтегаз», «ТНК», «Татнефть», «Сибнефть», «Башнефть») составила 2,28.⁴ Выручка же по ОАО «Роснефть» за 2001 г. оказалась равной 1517,04 млн долл.⁵ В таком случае стоимость «Роснефти» может быть оценена в 3,459 млн долл. $(1517,04 \times 2,28)$.

¹ Буцугева Ю. Спорная оценка // Ведомости от 12.10.2002.

² См. интервью О. Ячника // Рынок ценных бумаг. 2002. № 19. С. 38.

³ Паньшин О., Кобрин Т. Стоимость Роснефти снизилась вдвое // Нефтегазовая вертикаль. 2002. № 6. С. 71.

⁴ // Рынок ценных бумаг. 2002. № 18. С. 31.

⁵ Там же.

Второй мультипликатор:

$$\frac{\text{Капитализация}}{\text{Запасы нефти}}$$

По всем указанным компаниям этот мультипликатор составил в среднем 4,61.¹ Если умножить полученный показатель на характеристику запасов нефти (1200 млн тонн), в то время принадлежащих «Роснефти», то ее стоимость будет равна 5532 млн долл. ($4,61 \times 1200$).

Третий мультипликатор был определен на основании данных, приведенных в указанном источнике. Этот мультипликатор составил 218,57.

$$\frac{\text{Капитализация}}{\text{Добыча нефти}}$$

Умножив его на показатель добычи нефти «Роснефтью» в 2001 г. (15,15522 млн тонн),² получим еще одну оценку стоимости этой компании — 3312 млн долл. ($218,57 \times 15,15522$).

Таким образом, мы сформировали три оценки рыночной стоимости ОАО «Роснефть», полученные с помощью мультипликаторов по компаниям-аналогам, а именно:

- 3459 млн долл.;
- 5532 млн долл.;
- 3312 млн долл.

Средняя оценка равна 4101 млн долл. Она нуждается в двух корректировках:

- скидка за низкую ликвидность. Примем ее на сравнительно высоком уровне 40 %. В таком случае оценка уменьшится до 2461 млн долл. ($4101 \times 0,6$);
- премия за контроль. Как и в представленных ранее расчетах, она принята в 30 % (см. «По данным бюллетеня «АК & М»). Тогда окончательная оценка «Роснефти» будет равна 3199 млн долл. ($2461 \times 1,3$), что в 2,55 раз выше цифры, полученной специалистами «Олма» ($3199 / 1253$).

Мне кажется, что специалисты «Олмы», чьи оценки были приведены, существенно занизили стоимость «Роснефти» на тот период времени. Неслучайно ОАО «Роснефть» выиграло в суде дело о сознательном занижении этой оценки. «Олма» же впоследствии не подавала никаких исков, связанных с пересмотром указанного судебного решения. Тем самым эта консалтинговая компания, можно сказать, косвенно признала, что ею в оборот была запущена заведомо несправедливая оценка стоимости ОАО «Роснефть».

Почему это было сделано? На этот вопрос я не могу дать ответ. И прежде всего потому, что в компетенцию оценщика не входят разъяснения такого рода. Но к оценке «Олмы» я, как уже обещал, вернусь в главе 10.

¹ Там же.

² Там же.

Глава 7

Доходный подход

Общая характеристика

Смысл использования доходного подхода при оценке стоимости бизнеса заключается в установлении перспективных доходов от его функционирования, т.е. в определении FV (future value) и приведении их путем дисконтирования к текущей стоимости (PV — present value).

В рамках доходного подхода обычно используются два метода:

- метод капитализации дохода;
- метод дисконтированного денежного потока.

Применение метода капитализации предполагает преобразование дохода от конкретного бизнеса в его стоимость. Для получения оценки стоимости бизнеса годовой доход делится на ставку капитализации или, напротив, умножается на производную от нее величину мультипликатора. Существуют определенные условия взаимосвязи ставки капитализации (мультипликатора) и соответствующих характеристик текущих доходов от бизнеса. Эти условия мы рассмотрим чуть позже.

Метод (или модель) дисконтированных денежных потоков, генерируемых оцениваемым бизнесом, предполагает годовую (как правило) оценку будущих доходов в прогнозный период и капитализацию дохода в первый год постпрогнозного периода. Для того чтобы привести эти доходы к текущей стоимости, используется специально обоснованная применительно к конкретным условиям оцениваемого бизнеса ставка дисконтирования. При этом возможно применение разных категорий дохода, но чаще всего для этих целей применяют ту часть дохода, решение о распределении которой принимают акционеры, а именно чистый денежный поток.

Здесь также фиксируют достаточно определенные взаимосвязи между количественными характеристиками ставки дисконтирования и выбранными для расчетов стоимости бизнеса теми или иными категориями доходов от него.

Условиям применения доходного подхода вообще и модели дисконтированного денежного потока в частности посвящено множество книг. Например,

в книге Т. Коупленда и его соавторов «Стоимость компаний: оценка и управление»¹ использование модели дисконтированного денежного потока рассматривается как достаточно удобный инструмент «перехода от нынешних систем бухгалтерской оценки производительности к системам стоимостной оценки».² По мнению авторов, «фундаментальная исходная предпосылка» таких систем оценки заключается в том, чтобы «успешно управлять стоимостью», а значит, «уделять основное внимание (в работе менеджеров. — В.Р.) денежным потокам, создаваемым бизнесом, и доходности этих денежных потоков». При этом авторы особо подчеркивают, что «максимизация стоимости для акционеров является или должна быть главной целью всех предприятий». «Мы покажем, — добавляют авторы цитируемой книги, — что дисконтированный денежный поток *лучше* чем любой другой показатель отражает фактическую рыночную стоимость компаний».³ Книга Т. Коупленда и его соавторов действительно продемонстрировала преимущества этой схемы.

В книге А. Грегори модель дисконтированного денежного потока обозначается как DCF (discounted cash flow) — ДДП. Примем это обозначение и мы, излагая условия применения этой модели. А. Грегори провел самое общее сопоставление условий применения DCF со сравнительным методом, основывающемся на использовании мультипликаторов PE (price earnings ratio). Таким образом, он решает вопрос о том, какой из этих методов предпочтителен. «Предположим, — пишет он, — мы хотим оценить стоимость компаний как действующих предприятий (при этом стоимость активов не играет решающей роли). Возникает... вопрос, какой подход к оценке предпочтительнее — в рамках DCF или в рамках PE? С теоретической точки зрения DCF имеет все преимущества: оценка вычисляется в контексте рациональных экономических условий. Этот подход также имеет и преимущество, состоящее в том, что все предположения закладываются в оценочный процесс в *явной* форме... Напротив, в нашем распоряжении не существует рациональной экономической модели, которая могла бы быть использована для вычисления удовлетворительных мультипликаторов PE, и все прогнозные предположения о рисках, стоимости капитала и перспективах роста оказываются *неявными* элементами выбранного доходного мультипликатора».⁴

Кроме того, А. Грегори отмечает, что применение мультипликаторов PE основывается на показателях прибыли, вытекающих из бухгалтерских счетов. Но «это ненадежно, поскольку разные методы бухгалтерского учета могут приводить к разным показателям прибыли».⁵ И здесь автор формулирует вывод о том, что, несмотря на определенную жесткость требований бухгалтерских систем, принятых в США и Великобритании, все же сохраняются обстоятельства, при которых бухгалтерские прибыли являются более податливыми для манипуляций, чем денежные потоки. «Учет прибылей хотя и является более гибким, но все же не вполне надежным в сравнении с учетом денеж-

¹ Коупленд Т., Коалер Т., Мурин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 1999. В последующем книга несколько раз перенздавалась

² Коупленд Т., Коалер Т., Мурин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 1999. С. 17.

³ Там же. С. 20, 25, 51.

⁴ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 9.

⁵ Там же.

ных потоков... Во многих развивающихся экономиках... системы учета допускают еще больший произвол, чем США...».¹

Тем не менее до последнего времени подход к оценке стоимости бизнеса на основе мультипликаторов РЕ широко использовался и в США, и в Великобритании, но не так давно сформировавшаяся тенденция к использованию моделей «стоимости для акционеров» дала толчок к возрастающему применению моделей DCF.²

Объяснение оценочных стандартов № 2 (USPAP 2005)

В американских Единых стандартах профессиональной практики оценки³ отмечается, что «дисконтированный денежный поток (ДДП) — признанный аналитический инструмент и метод оценки в рамках доходного подхода к оцениванию, основанному на капитализации доходов».⁴ Это достаточно тонкий инструмент, «поскольку... зависит от анализа неопределенных будущих событий, он чувствителен к ошибкам и погрешностям в его применении» (с. 85).

В настоящее время «использование в анализе ДДП стало требованием... для лиц, действующих в инвестиционной сфере». В этом же документе говорится, что «эти пользователи оценочных услуг поощряют включение анализа ДДП как *управленческого инструмента* в прогнозы будущих денежных потоков..., в расчеты по обоснованию потребности в капиталовложениях, определению возможностей рефинансирования...» (с. 85).

Методология ДДП основана на принципе ожидания. Это значит, что «стоимость устанавливается на основе прогнозирования будущих выгод» (с. 85). Но такое прогнозирование требует учета ряда предпосылок: необходимо «включать в расчет некоторые эмпирические и субъективные... условия» (с. 85). Это, как мне кажется, самый уязвимый элемент расчетов с помощью ДДП. Я постараюсь представить определенные условия преодоления этого, можно сказать, ограниченного недостатка расчетов с помощью ДДП.

Вряд ли этот недостаток, однако, может быть преодолен, если согласно USPAP 2005 оценщику будет вменяться в обязанность «гарантировать, что исходные данные (в т.ч. и прогнозы денежных потоков. — В.Р.) согласуются с ситуацией и преобладающими тенденциями на рынке» (с. 85). Как можно гарантировать, что «преобладающие тенденции» обязательно проявят себя в прогнозном периоде? Думаю, что такого рода «гарантии» оценщика мало чего стоят.

¹ Там же.

² Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 9.

Во многих скандалах, о которых мы говорили, связаны с тем, что в рамках применяемой в США бухгалтерской системы (GAAP) показатели прибыли оказались, как сказал А. Грегори, более «гибкими» (malleable — это слово можно перевести как «податливые»). А именно на показателях прибыли основывается большинство мультипликаторов, применяемых для оценки стоимости бизнеса в рамках сравнительного (рыночного) подхода.

³ USPAP 2005 — Единые стандарты профессиональной практики оценки / Пер. с англ. А. Лопатникова. М.: АРМО, 2005.

⁴ Там же. С. 85 (далее ссылки на этот документ приводятся непосредственно в тексте).

Другое дело, что прогнозные расчеты оценщика должны «отражать ожидания и ощущения участников рынка» (с. 85). Оправдаются ли эти «ожидания и ощущения» через 5 лет, т.е. через годы, которые в свое время являлись прогнозным периодом? Трудно сказать. Скорее всего, оправдаются далеко не все из этих «ощущений». Но одно безусловное правильное требование здесь стоит отметить: USPAP считает, что «отчет об оценке, включающий результаты анализа ДДП, должен ясно указать заложенные в расчеты предпосылки, на которых и основывается анализ» (с. 85).

Тем не менее при использовании метода ДДП не всегда можно избежать ошибок «небрежного и невнимательного выполнения оценочных услуг, каждая из которых, взятая в отдельности, может не оказать существенного влияния на результаты оценивания, а в совокупности они способны повлиять на достоверность этих результатов... Вследствие взаимно усиливающихся эффектов даже небольшие ошибки входных величин могут разрастись и привести к неправдоподобным результатам» (с. 86). Поэтому USPAP 2005 требует, чтобы «прогнозы... доходов и расходов базировались на прозрачных и приемлемых фактах» (с. 86). Ведь «прогнозирование денежных потоков — это, как, может быть, несколько эмоционально для такого строгого документа, как USPAP, утверждают его авторы, представляет *сердцевину* анализа ДДП» (с. 86).

Существенное значение для прогнозирования оцениваемой стоимости имеют ставки дисконтирования. Этому посвящены следующие положения USPAP 2005: «Ставки дисконтирования, применимые к денежным потокам, и, следовательно, коэффициенты приведения к текущей стоимости должны вычисляться исходя из информации, полученной с рынков недвижимости, рынков ценных бумаг и ссудного капитала» (с. 86).

Особо хочу отметить рекомендацию USPAP 2005 относительно обоснования ставок дисконтирования. «При выборе ставок дисконтирования, — отмечается в этих стандартах, — полезны опросы инвесторов, и особенно в отношении предполагаемой ими доходности» (с. 86). Считаю, что используемые российскими оценщиками ставки дисконтирования будущих денежных потоков в используемых ими моделях ДДП (или DCF) должны основываться на базовых характеристиках, которые достаточно регулярно можно было получать в результате опросов инвесторов, как отечественных, так и зарубежных. Впрочем, об этом я уже писал (см. главу 2 «Премии и скидки»).

«Используемые ставки капитализации для расчета реверсии, — отмечается в USPAP 2005, — должны отражать ожидания инвесторов» (с. 86). Но такие ожидания фиксируются в ставке дисконтирования, базисную величину которой можно, как это представлено выше, оценить с помощью специальных социологических опросов инвесторов. Разница между ставкой дисконтирования и ставкой капитализации приходится, как известно, на среднегодовые темпы прироста доходов в прогнозный период. Вот почему, считают авторы USPAP, «хорошей практикой является проверка разумности *темпов* изменения денежных потоков и сравнение ставки капитализации для реверсии с рассчитанной ставкой дисконтирования, чтобы увидеть, разумно ли и объяснимо ли соотношение между этими ставками» (с. 86).

В заключение следует отметить, что американские USPAP исходят из тех же условий, что и российские стандарты оценочной деятельности, — обязательность одновременного использования разных подходов. Вот что по этому поводу говорится в USPAP 2005: «Метод ДДП является дополнительным инструментом, доступным оценщикам, и его *лучше всего* следует применять при выработке суждений о стоимости в контексте одного или большого числа других подходов» (с. 87).

Общее в двух методах: капитализации дохода и дисконтированного денежного потока

Самым общим требованием, выполнение которого необходимо для применения и метода капитализации дохода, и метода дисконтирования будущих доходов (DCF), является достаточная устойчивость перспектив развития оцениваемой компании. «Если компания слишком неустойчива, — справедливо отмечается в Руководстве по оценке стоимости бизнеса, — чтобы можно было прогнозировать ее будущую деятельность, то консультант (оценщик. — В.Р.) должен серьезно задуматься, применимы ли к ней оба рассматриваемых подхода. В последнем случае могут оказаться применимыми иные подходы, включая методы оценки чистых активов или ликвидационной стоимости».¹

Представление о такой устойчивости перспективного развития компании оценщик может составить на основе ее бизнес-плана. Нередко, однако, бизнес-планы в определенной мере имеют украшательский, рекламный характер. Так что обусловленные такими планами оценки должны быть «протестированы» самим оценщиком (в *Приложении 5 «Применение характеристики клиентеллы компании для прогнозирования ее доходов (в рамках модели DCF [ДДП])»*) к этой части Рекомендаций представлен несколько иной способ обоснования перспектив увеличения доходов компании в будущем, а именно на основе ее клиентской базы).

Зачастую оцениваемая компания не располагает набором реализуемых за счет инвестиций проектов, на основании которых можно было бы представить ее будущее развитие. В этом случае характеристики возможной траектории развития той или иной оцениваемой компании должны быть сформированы самим оценщиком. Если же он (оценщик) не в состоянии этого сделать, то оценщику, как мне кажется, следует отказаться от проведения соответствующей работы.

Но если же оценщик может достаточно уверенно определить перспективы развития компании, ему следует зафиксировать его же представления на этот счет в виде количественно обоснованных показателей темпов роста (прироста) доходов компании. И только после этого для оценки стоимости бизнеса можно выбрать или метод капитализации, или метод DCF.

¹ Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000. С. 109. П. 500.02 (далее ссылки на этот источник приводятся непосредственно в тексте).

Общее в применении указанных методов заключается в том, что существует уже отмеченная нами количественно определенная зависимость между ставкой дисконтирования и ставкой капитализации.¹ Однако установление такой зависимости возможно только после того, как в качестве исходной принята соответствующая гипотеза изменения по годам темпов роста (прироста) доходов оцениваемой компании в перспективном периоде.

Ставки дисконтирования и капитализации должны устанавливаться применительно к определенным категориям доходов:²

- чистого денежного потока;
- чистого дохода;
- по отношению к другим разновидностям доходов.

Отметим, что характеристики чистого денежного потока удобнее использовать применительно к методу DCF, а показатель чистой прибыли (доходы за вычетом процентов и налогов) — к методу капитализации.

Обычно стоимость бизнеса оценивается в расчете на собственный капитал.³ Определение чистого денежного потока и чистой прибыли для собственного капитала компании можно представить в виде схемы⁴ (модернизированная мною общепринятая система расчетов).

Схема:

- совокупный доход от реализации (total turnover) (1);
- денежные эксплуатационные затраты, в том числе (2):
 - переменные (variable costs) (2.1);
 - постоянные (fixed costs) (2.2);
- операционный денежный поток (operating cash flow) (3 = 1 – 2);
- обесценение и амортизация (4);
- операционный денежный поток/валовая прибыль (до уплаты процентов и налогов) (5 = 3 – 4);
- уплата процентов по кредитам (6);

¹ «...Коэффициент капитализации компании часто является производным от ставки дисконтирования и обычно меньше последней». *Филлипп Д., Прайт Ш., Гриффит К., Уилсон К.* Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000. С. 114. П. 505.07.

В Руководстве предлагается один из методов определения ставки дисконтирования — использование соответствующей характеристики компании-аналога. «Если представительная сравнимая цифра существует, ставка дисконтирования, — утверждается в Руководстве, — может быть определена по ее примеру» (с. 115, п. 505.09).

Речь идет о подходе, который я рассматривал в самой общей форме, т.е. CAPM (см. главу 3 «Идентификация рисков»). Однако было крайним упрощением применять ставку дисконтирования, полученную исходя из перспектив развития какой-либо конкретной компании по отношению к другому оцениваемому бизнесу. В рамках последнего всегда существуют специфические несистематические риски, присущие только этой компании. Отсюда необходимость особых корректировок результатов оценки ставок дисконтирования, полученных при обработке данных о развитии компаний-аналогов в прошлом.

² В «Руководстве по оценке стоимости бизнеса» по этому поводу сказано следующее: «Какой бы ни был выбран поток дохода (чистый денежный поток или чистые доходы), соответствующая ставка дисконтирования или коэффициент капитализации должны быть определены единообразно. Например, ставка дисконтирования чистого денежного потока не должна применяться к дисконтированию чистых доходов» (с. 115, п. 505.10).

³ Но вполне возможны оценки стоимости бизнеса в расчете на совокупный инвестиционный капитал, т.е. с учетом не только собственного, но и заемного капиталов. Такого рода оценки выполняются в том случае, «когда потенциальный покупатель предпочитает приобретение активов компании, а не акционерного капитала» (с. 121, п. 505.28).

На этой проблеме мы остановимся более подробно при характеристике WACC (Weighted Average Cost of Capital) — средневзвешенной стоимости капитала.

⁴ Такая система расчетов, в частности, приведена в монографии А. Грегори. См.: *Грегори А.* Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 52.

- прибыль до уплаты налогов ($7 = 5 - 6$);
- уплата налогов (8);
- чистая прибыль (чистый доход) ($9 = 7 - 8$);
- обесценение и амортизация (+) (10);
- прирост долгосрочной задолженности (11);¹
- сокращение оборотных средств (+) (12);¹
- фонд денежных ресурсов ($13 = 9 + 10 + 11 + 12$);
- инвестиции в основные фонды (-) (14);
- инвестиции в прирост оборотных средств (-) (15);¹
- уменьшение (погашение) долгосрочной задолженности (16);¹
- фонд инвестиционных ресурсов ($17 = 14 + 15 + 16$);
- чистый денежный поток ($13 - 17$).

Метод капитализации дохода

Допустим, мы получили характеристику ставки дисконтирования (23 %), исходя из которой в дальнейшем, возможно, будут проведены оценки стоимости бизнеса с помощью DCF. Но вначале мы рассмотрим, как использовать эту информацию для определения стоимости той или иной компании методом капитализации.

Для этого прежде всего нужно «конвертировать» ставку дисконтирования в ставку капитализации. И здесь необходимо представить возможные среднегодовые темпы прироста чистого денежного потока в прогнозном периоде. Скажем, они составляют 5 %.² Тогда схема расчетов, приведенная в Руководстве, выглядит так (с. 117, п. 505.14):

- ставка дисконтирования чистого денежного потока (ЧДП) – 23 %;
- среднегодовой темп прироста ЧДП (g) – 5 %;
- коэффициент (ставка) капитализации для ЧДП – 18 %.

Следующий шаг — установление количественной взаимосвязи между чистой прибылью (чистым доходом) (в схеме, которая представлена выше, это позиция «прибыль до уплаты налогов») и чистым денежным потоком (последняя позиция той же схемы). Примем приведенное в Руководстве отношение 1,22.

Теперь можно получить и оценку ставки (коэффициента) капитализации для чистой прибыли (чистого дохода). Она окажется равной $1,22 \times 18 \% \approx 22 \%$.

¹ Показатели «прирост долгосрочной задолженности» или «уменьшение (погашение) долгосрочной задолженности», а также «сокращение оборотных средств» или «инвестиции в прирост оборотных средств» присутствуют в схеме альтернативно — или тот или другой; вместе (допустим, «прирост долгосрочной задолженности» и «уменьшение (погашение) долгосрочной задолженности») они не могут быть учтены в расчетах, т.к. при характеристике соответствующих позиций используется сальдовая величина.

² Здесь, безусловно, требуется внимательное и тщательное обоснование перспектив развития компании. Весьма ответственно объявлять о том, что в перспективе развитие компании будет характеризоваться одинаковыми по годам темпами прироста. Прав Р. Ибрагимов, утверждая, что «ни одна компания не в состоянии бесконечно долго расти высокими темпами». Однако добавление цитируемого автора «поэтому значение параметра g (среднегодовые темпы прироста доходов. — В.Р.) не может превышать темпы роста экономики в целом» выглядит не столь убедительно // Рынок ценных бумаг. 2002. № 16. С. 71.

Почему «не может»? Вполне допустимо, что отдельные сегменты экономики будут развиваться быстрее, чем экономика в целом. В действительности именно так и происходит в любой растущей экономике.

Эта ставка на 4 процентных пункта отличается от коэффициента капитализации для чистого денежного потока.¹

Определим стоимость компании исходя из того, что стоимость чистой прибыли (чистого дохода) равна 30 000 долл. Стоимость бизнеса будет равна:

$$\frac{30\,000 \text{ долл.}}{0,22} = 136\,364 \text{ долл.}$$

Применение метода капитализации правомочно при одном непереносимом условии. Речь идет о том, что оценщик должен представить достаточно убедительные аргументы относительно того, что чистая прибыль оцениваемой компании будет расти ежегодно примерно одинаковыми темпами. Или, как сказано в Руководстве, ежегодный темп прироста незначительно изменяется в пределах «единственного прогнозируемого тренда, обозначаемого «g» (п. 505.21, с. 119).

Заметим также, что если ожидается, что дела компании пойдут на спад, или становится понятным, что по той или иной внешней причине она прекратит существование (например, это коснется, скажем, фирмы, производящей стройматериалы с использованием асбеста), «то подход, использующий коэффициент капитализации, оказывается неприменимым» (с. 121, п. 505.26).

Нужно остановиться и на проблеме учета ликвидности. Дело в том, что если расчеты основывались на соотношениях, характеризующих действительно открытые компании, а были применены по отношению к компаниям, акции которых не котируются на организованном рынке ценных бумаг, то необходима поправка на низкую ликвидность оцененной закрытой компании.

Существует мнение, что поправка на низкую ликвидность может быть учтена соответственно или в коэффициенте капитализации, или в ставке дисконтирования. По этому вопросу авторы цитируемого Руководства занимают отрицательную позицию, которую разделяю и я: «Скидка на низкую ликвидность... выступает как отдельная поправка к стоимости, независимо от расчета ставки дисконтирования или коэффициента капитализации» (с. 121, п. 505.27).

Обоснование ставки дисконтирования (CAPM)

Самой важной проблемой применения DCF является обоснование ставки дисконтирования. Я уже представлял свою точку зрения по поводу методов определения ставки на основе двух подходов — кумулятивного и с помощью модели оценки капитальных активов (Capital Assets Pricing Model). Здесь же я уделяю относительно большее внимание теоретическому обоснованию этих расчетов и их информационному обеспечению.

¹ Указанная разница находится в пределах, рекомендуемых в Руководстве: 3—6 % (с. 119, п. 505.20). Среднюю между ними разницу, как и в приведенных расчетах — 4 %, можно использовать для перехода от ставки дисконтирования для чистого денежного потока к ставке дисконтирования чистых доходов (см. схему 5-4 на с. 119 Руководства).

Современные подходы к оценке рисков основываются на результатах фундаментального анализа портфельных рисков, проведенного Г. Марковицем в 1950-х гг. Этот анализ позволил сформулировать несколько важных предположений, из которых в настоящее время исходят специалисты при оценке рисков, а именно:

- рациональный инвестор стремится к тому, чтобы принадлежащий ему портфель акций был разумно диверсифицирован;
- исходя из этого предположения риск отдельных инвестиций следует рассматривать не с позиции общего риска, а с точки зрения того дополнительного риска всего портфеля, который связан именно с конкретными инвестициями в те или иные акции;
- увеличивая набор акций в портфеле, инвестор может обеспечивать определенное снижение риска; вместе с тем невозможно путем диверсификации добиться полного устранения риска. От некоторых разновидностей рисков вполне можно избавиться, диверсифицируя состав инвестиций в акции. Но отдельные разновидности рисков могут рассматриваться как свойственные только той или иной компании специфические риски, например технические неудачи, связанные с организацией серийного производства заново разрабатываемого изделия, риски, вызванные судебными исками, и т.д. Портфельный инвестор вполне может избавиться от таких акций;
- в противоположность этому существуют такие виды рисков, которые не могут быть устранены посредством диверсификации портфеля акций; эти виды рисков имеют общеэкономическую природу и системный характер. Избавиться от них нельзя.

На основе этих предположений были разработаны модели оценки рисков. Они разделялись на диверсифицируемые риски, которые рассматривались как специфические или несистематические риски, так и недиверсифицируемые, систематические риски. Одной из таких моделей (ее следует рассматривать как однофакторную модель оценки систематических рисков) является CAPM. В рамках этой модели учитывается влияние лишь одного фактора (с помощью коэффициента β), который может быть применен для установления общерыночного риска. Кроме того, существуют многофакторные модели оценки рисков, в частности модель, основывающаяся на теории арбитражного ценообразования — АРТ (Arbitrage Pricing Theory). Среди учитываемых этой моделью факторов выделяют, к примеру, процентные ставки, темпы инфляции.

Ссылаясь на работы Е. Димсона и его соавторов, А. Грегори приводит следующие данные за достаточно длительный период времени о доходности акций, рассматривая ее (доходность) как сумму прироста стоимости акций и дивидендов.

Общая доходность (среднегеометрическая) акций (т.е. доходы от прироста рыночной оценки капитала плюс дивиденды) в среднем на одну акцию, % (в Великобритании в 1900—2000 гг.):

- 1900—2000 гг. — 5,9;

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 68.

- 1900—1950 гг. — 3,0;
- 1950—2000 гг. — 8,9.

Можно отметить, что во 2-м пятидесятилетии прошлого века в Великобритании средний доход на акцию (equities) оказался почти в 3 раза выше, чем в 1-м. Разумеется, пятидесятилетие — это слишком большой отрезок времени для таких сопоставлений, поэтому более разумно использовать в расчетах данные по десятилетиям указанного столетия (табл. 31).

ТАБЛИЦА 31. Данные о реальном среднегодовом доходе в расчете в среднем на одну акцию (т.е. прирост капитала плюс дивиденды) по отдельным десятилетиям, % (в Великобритании за 1900—2000 гг.)¹

Годы до/от	1900	1910	1920	1930	1940	1950	1960	1970	1980	1990
1910	1,8									
1920		-1,4								
1930			9,3							
1940				2,6						
1950					3,1					
1960						13,7				
1970							6,5			
1980								-4,1		
1990									15,4	
2000										11,2
Средняя	6,08									

Представленная средняя оценка (6,08 %) по существу является показателем среднерыночной доходности (R_m), которая характерна и для современного рынка капиталов в Великобритании. Этот показатель является элементом расчетов по CAPM.

Однако, для того чтобы применить эту модель для оценки доходности акций (r_i), нужно установить и другие ее компоненты, а именно:

- рыночную премию за риск — market risk premium (MRP);
- меру систематического риска — β (бета);
- безрисковую ставку (r_f).

При этих обозначениях формула CAPM примет следующий вид (она немного отличается от ранее приведенных формул):

$$r_i = r_f + (\beta_i \times MRP).$$

Как определить безрисковую ставку? Применительно к условиям Великобритании в качестве таковой А. Грегори рекомендует использовать доход по так называемым золотообрезным индексированным облигациям, распространенным в этой стране. Ссылаясь на расчеты Е. Димсона и его соавторов, он приводит среднегодовую ставку дохода по 15-летним облигациям (index linked gilts). Среднегодовой доход по этим облигациям, рассчитанный по десятилетним периодам прошлого столетия, составил 1,41 %.

Теперь можно определить и MRP как разницу между среднерыночной доходностью (6,08 %) и безрисковой ставкой (1,41 %). Она составила 4,67 % (6,08 – 1,41).

Представим, что оценщиком были использованы данные о компании-аналоге. Для этой сопоставимой компании коэффициент β составил, допустим, 1,36. Тогда стоимость собственного капитала (R_A) оцениваемой компании (А) будет равна:

$$R_A = 1,41 \% + 1,36 \times 4,67 \% = 1,41 \% + 6,35 \% = 7,46 \%$$

Этот уровень дохода и представляет ставку дисконтирования. Именно эта ставка может быть использована для того, чтобы конвертировать будущие доходы оцениваемой компании в текущую стоимость (PV).

Такой уровень доходности акций длительное время был достаточно привлекательным для инвесторов США и Западной Европы. Но все более яственной становится тенденция снижения такой привлекательности, к тому же падает доверие к акциям. По данным опроса одной социологической службы США, это происходит из-за нестабильности фондового рынка и роста цен на нефть. «Вследствие этого, — пишет С. Снайпс, — у жителей Старого и Нового Света все меньше средств для инвестирования и желания играть (на фондовом рынке. — В.Р.)... Отношение американцев к акциям становится все хуже... В США больше доверяют банковским вкладам...».

С. Снайпс приводит слова одного из респондентов: «ФРС (Федеральная резервная система) за три месяца трижды повышала ставки, так что инвесторы предпочитают депозиты акциям».¹

Стоит заметить, что в противоположность отмеченной тенденции в России постепенно возрастает интерес к использованию сбережений населения для покупки акций. Так, «впервые с весны 2003 г. респонденты отмечают, что инвестируют (акции) в ПИФы. Российские акции из-за роста цен показывают хорошие результаты».²

Г. Греф, глава Министерства торговли и экономического развития Российской Федерации, «сообщил в конце ноября 2005 г., что в разработанном под руководством его ведомства «пакете антиинфляционных мер» есть пункт о том, что население России сможет участвовать в приватизации пакетов акций госкомпаний. Например, в ходе первичного размещения акций».³ Но не только. Согласно правительственному решению с 2006 г. начнет создаваться сеть фондовых магазинов, где «каждый желающий сможет купить акции госкомпаний...».⁴ В частности, каждый желающий мог приобрести летом 2006 г. акции «Роснефти» (мы уже отмечали это примечательное явление).

Альтернативы CAPM и попытки усовершенствования модели

Сложились два типа альтернативных CAPM подходов к определению ставки дисконтирования.

¹ Снайпс С. Разочарование инвесторов. Акции теряют популярность // Ведомости от 08.12.2005.

² Там же.

³ // Известия от 28.11.2005.

⁴ // Компания. 2005. № 49. С. 37.

Первый тип альтернативного подхода заключается в том, чтобы, не затрагивая принципиальную схему CAPM, в модельном виде представить изменчивость коэффициента β в зависимости от набора отдельных факторов. Например, Фирсон и Шадт, как об этом пишет А. Грегори, в середине 1990-х гг. выделили ряд факторов, обуславливающих изменение β .¹ Установленный ими набор включал доходность казначейских векселей, временную структуру процентных ставок и прибыль на акции, учитываемых в рыночном индексе. «Однако проверка условной модели CAPM на данных промышленности Великобритании... показала, что условная модель мало что добавляет к исходной модели CAPM».²

Второй тип альтернативного подхода заключается в обосновании многофакторных моделей в отличие от однофакторных CAPM. Теоретической основой разрабатываемых в рамках этого альтернативного подхода моделей является теория арбитражного ценообразования — АРТ (Arbitrage Pricing Theory). Однако в рамках АРТ не представлено убедительное методическое обоснование условий выделения факторов, связанных с воздействием отдельных видов рисков (их набор включает от 5 до 7 видов рисков), фигурирующих в арбитражных моделях ценообразования.

В 1990-х гг. Е. Фейма и К. Френч предприняли попытку расширить набор условий применения CAPM за счет включения в расчет дополнительного фактора, связанного с соотношением показателей балансовой и рыночной стоимости компании, с одной стороны, и размеров самих компаний, с другой стороны. «Наши изыскания, — писали эти авторы, — не подтвердили основополагающую предпосылку модели оценки долгосрочных активов (CAPM. — В.Р.), согласно которой средняя доходность акций прямо пропорциональна рыночной бете».³ Как указывают Т. Коупленд и его соавторы, после выхода статьи Е. Фейма и К. Френча многие считали, что: «если бета еще не окончательно канула в Лету, то уже явно приближается к ладье Харона».⁴ Этого явно не произошло. Вместе с тем, без всякого сомнения, АРТ создала определенную основу для более углубленного обоснования оценок систематического риска. Не случайно в книге У. Шарпа и его соавторов (а именно У. Шарп разработал модель CAPM) есть специальный раздел, посвященный согласованному применению АРТ и CAPM.⁵

У. Шарп и его соавторы представили возможности синтеза CAPM и АРТ. Это, однако, было сделано после характеристики органических негативных свойств АРТ. «Несмотря на свои положительные свойства, — пишут они, — АРТ не слишком широко используется инвесторами. Главной причиной этого является основной недостаток АРТ: неопределенность относительно факторов, которые систематически влияют на доходы по ценной бумаге... АРТ... умалчивает о конкретных систематических факторах, влияющих на риск и до-

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 78.

² Там же.

³ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 1999. С. 288–289.

⁴ Там же.

⁵ Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1997. С. 325.

ходность ценной бумаги. Поэтому инвесторы должны надеяться на себя при определении этих факторов».¹

Замечу, что разница в оценках стоимости бизнеса с помощью CAPM и АРТ не является сколько-нибудь существенной в большинстве отраслей и видов деятельности (табл. 32). Приведем в связи с этим оценки стоимости капитала с использованием той и другой моделей, выполненные на основании данных, полученных за 1998 г.²

ТАБЛИЦА 32. Сравнение затрат на акционерный капитал, исчисленных с применением CAPM и АРТ

Отрасли и виды деятельности	Число компаний	Затраты на акционерный капитал, %		
		CAPM	АРТ	Расхождение
Брокерские услуги	10	17,1	17,4	-0,3
Коммунальная электроэнергетика	39	12,7	11,8	0,9
Производство пищевых продуктов	11	14,4	14,3	0,1
Лесное хозяйство	7	16,8	15,0	1,8
Крупные ссудосберегательные учреждения	18	15,8	19,6	-3,8
Добывающая промышленность	15	14,7	14,2	0,5
Банки	12	15,9	16,9	-1,0
Нефтедобыча с крупными месторождениями	12	14,4	19,1	-4,7
Страхование собственности и от несчастных случаев	13	14,6	13,7	0,9

Следует, однако, отметить довольно существенное различие в оценках стоимости капитала крупных ссудосберегательных учреждений и нефтедобычи с крупными месторождениями. Какой оценке отдать предпочтение — CAPM или АРТ? Мне кажется, что здесь лучше всего сослаться на У. Шарпа и его соавторов: «Вследствие упора на многообразные источники систематического риска АРТ представляет значительный интерес как инструмент для лучшего объяснения результатов инвестиций...».³ Я полагаю, что для специальных целей «работы по важным темам инвестиционного управления»⁴ более предпочтительна АРТ. Так, при анализе стоимости капитала ссудосберегательных касс устанавливается влияние совершенно специфических факторов формирования склонности отдельных групп населения к сбережениям (например, в старших возрастных группах такая склонность относительно выше). Влияние этих, можно сказать, социологических факторов не в состоянии уловить CAPM.

Это касается и условий инвестирования в нефтедобычу. Тут особенно важно представление о прогнозируемых запасах нефти. Именно их оценка выступает в качестве наиболее важного фактора оценки стоимости капитала. Без

¹ Там же. С. 326.

² Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 1999. С. 293.

³ Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1997. С. 326.

⁴ Там же.

всякого сомнения, знания зависимости ковариации доходности акций нефтедобывающих компаний от доходности представительного портфеля акций, а именно из этого исходит CAPM, здесь явно недостаточно.

Но все же если речь идет о получении результатов межотраслевого анализа условий инвестирования, то мне кажется, что CAPM более всего подходит для такого анализа. И это связано с тем, что в основе ее (модели) лежит «единственный систематический источник инвестиционного риска».¹ Именно это обеспечивает полную сопоставимость оценок стоимости капитала в разных отраслях и видах деятельности. В то же время в рамках АРТ набор систематических факторов в отношении отдельных отраслей и видов деятельности неодинаков, что негативно отражается на сопоставимости получаемых результатов оценок стоимости капитала.

Стоит заметить, что все попытки замены однофакторной CAPM многофакторными моделями в конце концов были отвергнуты практикующими оценщиками. «Очевидно, — пишет А. Грегори, — что модель CAPM страдает серьезными недостатками. Однако в Великобритании и континентальной Европе пока нет подходящей общедоступной статистики, которая позволила бы использовать альтернативную модель АРТ. Одним из подходов к решению проблемы была бы попытка такого расширения модели CAPM, чтобы она учитывала такой известный эмпирический факт, как влияние на доходность «эффекта малой фирмы»».²

Именно такую попытку предпринял А. Грегори. По его мнению, для этого нужно добавить к модели CAPM еще один компонент, превратив ее в двухфакторную модель, а именно учесть влияние эффекта размеров фирм. Этот эффект можно было бы оценить исходя из различий между результатами деятельности (доходностью) относительно небольших компаний с помощью индекса HGSCI (Hoare Govett Smaller Companies Index), с одной стороны, и доходностью, которая фиксируется индексом — FTASI (FT All Share Index определяемым «Файнэншл Таймс»), — с другой. В связи с этим А. Грегори приводит усовершенствованную им формулу CAPM:³

$$r_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f) + \gamma(r_{hg} - r_m)$$

где, помимо известных обозначений:

r_m — доходность по FTASI;

r_{hg} — доходность по HGSCI.

Первый коэффициент β — общеизвестный коэффициент бета, фигурирующий в CAPM, второй γ — гамма — по существу представляет премию за риск ведения бизнеса в относительно небольших компаниях.

Грегори получил следующие результаты, характеризующие взаимосвязи между коэффициентами бета и гамма (по данным за 1979—1997 гг.) (табл. 33).

Согласно расчетам, приведенным в книге А. Грегори, в 1979—1999 гг. в Великобритании в среднем разница $r_{hg} - r_m$ (см. приведенную формулу) составляла 2,5 %. Если рассматривать характеристики, представленные в 4-м дециле, как

¹ Там же.

² Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 80.

³ Там же.

«типичные», то можно определить «добавку» к CAPM, связанную с эффектом малого размера фирмы. Она составила примерно 2,8 % ($2,5 \% \times 1,118$). Если исходить из доходности фирмы XYZ, оцененной в 7,46 % (см. выше, с. 201), то, учитывая то обстоятельство, что эта фирма, условно говоря, является типичной небольшой компанией, общая оценка ее ставки дисконтирования должна быть «достроена» с учетом премии, связанной с ее относительно малым размером (2,8 %), и в целом ставка дисконтирования будет равна 10,26 % ($7,46 + 2,8$).

ТАБЛИЦА 33. Средние проявления «эффекта малого размера фирмы», измеренные по HGSCI (в Великобритании)¹

Децили (1–10)	Бета	Гамма
1 (самые крупные компании)	1,074	0,216
2	1,105	0,715
3	1,057	0,932
4	0,996	1,118
5	0,960	1,087
6	0,922	1,126
7	0,873	1,093
8	0,856	1,137
9	0,886	1,301
10 (самые малые компании)	0,684	1,313

По моему мнению, ставка дисконтирования зависит не только от размеров самой фирмы, но еще и от соотношения собственного и заемного капиталов. В главах 3 и 4 Рекомендаций на условном примере я пытался проиллюстрировать разделяемое мною положение о том, что с увеличением доли заемного капитала меняется β по отношению к собственному капиталу и увеличивается стоимость заемного капитала (расчеты выполнены в рамках схемы определения WACC). Тем самым повышается доходность в расчете на 1 акцию (EPS — earnings per share), растет и стоимость акций, но до определенного предела. Отсюда и возможность установления оптимальной доли заемных средств в рамках всего используемого капитала компании.

Во всяком случае можно считать доказанным, что при прочих равных условиях увеличение долговой нагрузки способствует повышению стоимости акций. В 1991 г. Т. Коупленд и В. Лин провели исследование, результаты которого позволили установить взаимосвязи между изменением долговой нагрузки компании и изменением EPS — прибыли на 1 акцию (табл. 34).¹

«В среднем операции, снижающие долговую нагрузку, — утверждается в книге, одним из авторов которой является участник описываемого исследования, — приводили к отрицательным изменениям цены (акции. — В.Р.) независимо от их воздействия на прибыль на акцию... Инвесторы истолковывают операции, изменяющие долговую нагрузку... чтобы усилить свои позиции собственников и воспользоваться преимуществами, которые дает им лучшее зна-

¹ Там же. С. 81.

ние будущих денежных потоков своих компаний». «Таким образом, — делают вывод авторы, — операции, повышающие долговую нагрузку, возможно, служат *сигналом* увеличения денежных потоков в будущем».¹

ТАБЛИЦА 34. Результаты исследования, проведенные Т. Коуплендом и В. Лини

Долговая нагрузка компании	Операции, повышающие прибыль на акцию, %	Операции, снижающие прибыль на акцию, %
Операции, повышающие долговую нагрузку	3,77	8,41
Операции, снижающие долговую нагрузку	-1,18	-0,41

Часто можно услышать утверждения о том, что одним из факторов, определяющих доходность акций, является динамика валового внутреннего продукта (ВВП). Тем самым подчеркивается взаимосвязь между показателями фондового рынка и ВВП. Но, как показал Дж. Риттер, профессор университета Флориды (в США), никакой связи между этими показателями нет. «Сопоставив темпы экономического роста и доходность вложений в акции в 16 странах, — пишет обозреватель газеты «Ведомости» Б. Грозовский, — он (Риттер) обнаружил, что бурный рост экономики ничего не дает инвесторам... По всем 16 странам корреляция между ростом экономики и рынка (фондового. — В.Р.) оказалась отрицательной. Для фондового рынка плохо, когда ВВП падает, но каким темпом он растет — не важно...».² Так считает американский профессор. Не все, однако, согласны с этой точкой зрения. Так, Е. Юрьев, президент «Атона», считает, что для «России вывод Риттера не годится».³ Правда, особые доказательства, обосновывающие спорное положение, им не были приведены.

Техника расчетов по модели DCF для собственного капитала

Мы уже отмечали, что при использовании модели DCF необходимо располагать соответствующей информацией о доходах оцениваемого бизнеса:

- за отчетный период (как правило, за 5 лет);
- на прогнозный период (как правило, на 5 лет вперед).

Кроме того, нужно представлять условия развития оцениваемой компании в первый год постпрогнозного периода. Соответствующее английское слово *residual* переведено в Руководстве по оценке стоимости бизнеса как терминальный.⁴

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 1999. С. 111.

² // Ведомости от 25.08.2005.

³ Там же.

⁴ Приведу ранее сформулированное мной объяснение, почему было принято использовать слово «терминальный», хотя на первый взгляд более уместным было бы употребить слово «остаточный». Год, следующий за прогнозируемым периодом, называется терминальным, и соответственно стоимость компании в этом году — терминальная стоимость. В этом случае в переводной литературе иногда также применяются термины «остаточный год» и «остаточная стоимость». Однако последний термин «занят»: им, как известно, обозначается стоимость основных фондов за вычетом износа, и это не может не приводить к недоразумениям (см. сноску к странице 111 Руководства по оценке стоимости бизнеса).

Я думаю, что подобные затруднения испытывала переводчица книги Т. Коупленда и его соавторов «Стоимость компаний: оценка и управление». Она перевела указанный термин как «упрощенная стоимость» (с. 154).

Общие результаты по модели DCF состоят из следующих компонентов:

- дисконтированных величин текущих доходов;
- дисконтированной величины терминальной стоимости.

Условия реверсии, т.е. преобразования FV в PV для текущих доходов и терминальной стоимости, должны быть неодинаковыми.

Для текущих доходов коэффициент PV' рассчитывается по следующей формуле:

$$PV' = 1 / (1 + r)^{n-0,5},$$

где r — ставка дисконтирования;

n — соответствующий год.

Иными словами, здесь коэффициент реверсии определяется исходя из предположения о достаточно равномерном поступлении чистых денежных потоков (NCF) в течение года.

Для терминальной стоимости коэффициент PV' определяется в расчете на последний год прогнозного периода (n) по формуле:

$$PV' = 1 / (1 + r)^n.$$

Различия в условиях дисконтирования текущих доходов и терминальной стоимости, казалось бы, имеют сугубо технический характер. Но игнорирование указанных различий и осуществление дисконтирования текущих доходов с помощью коэффициентов PV на конец года может привести к занижению совокупных результатов. Представим условно, что динамика NCF компании складывается следующим образом (в денежных единицах): 1-й период — 100, 2-й период — 110, 3-й период — 120, 4-й период — 130, 5-й период — 140.

Ставка дисконтирования, скажем, 30 %. Если суммировать продисконтированные показатели дохода по формуле на конец года, то получим сумму PV , равную 279,8, а при предположении о равномерном поступлении NCF — несколько выше, а именно 319,2, т.е. на 14 % больше. При этом ставка дисконтирования была одна и та же — 30 %.

Терминальная стоимость (TV) в отличие от текущих доходов определяется по модели Гордона условно в расчете на то, что прогнозный период определен в 5 лет:

$$TV = NCF_5 \times T / r - t,$$

где NCF_5 — чистый денежный поток последнего года прогнозного периода, условно 5-го года;

T — темп роста NCF в постпрогнозный период;

r — ставка дисконтирования;

t — темп прироста NCF в постпрогнозный период.

Отсюда видно, что эта схема соответствует модели капитализации.

Капитальные вложения для 1-го года постпрогнозного (терминального) периода принимаются равными амортизации основных фондов. Иначе говоря, в расчетах исходят из того, что капитальных вложений по крайней мере должно быть достаточно для обеспечения простого воспроизводства в оцениваемой компании.

Предварительно полученная оценка стоимости бизнеса как суммы дисконтированных величин текущих доходов и терминальной стоимости может нуждаться в корректировке:

- с минусом (например, на величину недостатка оборотных средств);
- с плюсом (например, на величину неоперационных активов, допустим, стоимости неиспользуемого земельного участка, принадлежащего оцениваемой компании).

Нужна ли здесь скидка за недостаточную ликвидность? Если расчеты проводились на основе данных о действительно открытых компаниях, акции которых котируются на организованном рынке ценных бумаг, то, конечно, не нужна. Но если данные об открытых компаниях как бы распространяются на закрытую компанию, то такая скидка необходима. Еще раз скажу, что методологически неправильно «прятать» такую скидку в ставке дисконтирования.

А как быть с премией за контроль? Поскольку в расчетах по модели DCF ориентируются на использование всех операционных активов компании, то предполагается, что премия за контроль имплицитно присутствует в стоимости компании.

В то же время когда от оценки исходной стоимости оцениваемой компании переходят к определению стоимости миноритарных пакетов, то, естественно, необходимо использовать скидки, связанные с недостаточным контролем.

Базисная часть ставки дисконтирования для закрытой компании может быть рассчитана с помощью CAPM. Но этого мало. К полученной величине нужно добавить по крайней мере 3 премии за дополнительные риски:

- связанные с малыми размерами оцениваемой компании (если это так);
- связанные с неблагоприятной структурой капитала (если это зафиксировано оценщиком);
- связанные с «закрытостью» компании.

В этом случае ставка дисконтирования получается как бы комбинированной из результатов, полученных с применением двух методов — CAPM и метода кумулятивного построения указанной ставки.

Остановимся на некоторых специальных вопросах.

1-й вопрос, относящийся, кстати сказать, и к технике расчетов по формуле капитализации, состоит в следующем: можно ли использовать модель DCF в том случае, если в отчетном периоде наряду с положительными характеристиками денежного потока отмечались и отрицательные значения?

Ответ на этот вопрос имеет сугубо практическое значение. Дело в том, что мне нередко приходилось представлять экспертные заключения относительно отчетов об оценке стоимости бизнеса на основе или модели капитализации, или модели DCF. Как правило, в базисном периоде показатели денежного потока имели положительные значения, и отмечалось их определенное возрастание из года в год. В таком случае использование этих моделей было вполне правомерным. Но попадались отчеты оценщиков, в которых в отчетном периоде наряду с положительными значениями фиксировались и отрицательные (по отдельным годам) показатели чистого денежного потока или чистой прибыли. Тогда, по моему мнению, применение указанных моделей, мягко го-

вора, не является бесспорным. Более того, я считаю, что в этом случае применение указанных моделей вообще неправомерно.

Сам подход исходит из прогнозирования доходов, а вовсе не убытков. Конечно, убытки можно как бы «спрятать» за средними показателями. Но и в этом случае полученные средние характеристики, учитывающие как доходы, так и убытки, несут на себе определенный отпечаток последних. Поэтому и оценки стоимости бизнеса отражают это исходное обстоятельство прогнозных расчетов. Такие расчеты в той или иной мере также отражают ситуацию убыточности бизнеса в отдельные годы отчетного периода.

Как сказано в Руководстве, «подходы, использующие капитализированные доходы и дисконтированные будущие доходы... применимы тогда, когда будущие доходы компании можно с определенными основаниями предвидеть» (п. 215.09, с. 18). Что же касается выбора потока доходов, то он (выбор) должен удовлетворять ряду условий. Среди этих условий выделяется одно неперенное требование применения указанных моделей. Речь идет о том, что «поток доходов (доходность) компании *не является отрицательным*... Консультант (оценщик. — В.Р.) нуждается в потоке доходов, который был бы ни отрицательным, ни «на пределе» положительным» (п. 220.26, с. 30).

Правда, авторы Руководства не обошлись без следующего дополнения: «Иногда бывает возможно использовать показатели доходности в среднем за ряд лет, хотя в текущем периоде он *не является положительным*» (п. 220.26, с. 30). Но, как далее разъясняется, это положение касается только сравнительного подхода, а вовсе не доходного: «это правило действительно как для оцениваемой компании, так и для ее аналогов» (п. 220.26, с. 30).

2-й вопрос: как прогнозировать динамику оборотных средств, если к началу прогнозного периода компания испытывает их недостаток?

Допустим, для нормальной организации бизнеса компании нужно иметь 150 тысяч рублей оборотных средств, а она использует только 100 тысяч руб. Что взять за основу прогнозов — 100 или 150 тысяч? По моему мнению, следует использовать характеристику обеспеченности предприятия оборотными средствами для его нормального функционирования (150 тысяч руб.). И уже после получения предварительной оценки стоимости бизнеса ее следует скорректировать на недостаток оборотных средств на начало прогнозного периода, то есть на 50 тысяч руб. (150 — 100).

Если же при прогнозных расчетах использовать величину действительно используемых средств (100 тысяч руб.), это может привести к завышению стоимости бизнеса в рамках модели DCF.

3-й вопрос: нужно ли определять терминальную стоимость или можно обойтись расчетами текущей стоимости (PV) потока доходов при сходящихся практически на нет коэффициентов текущей стоимости в рамках процедуры их (доходов) дисконтирования?

Именно с таким альтернативным измерением терминальной стоимости «угасающих» со времени оценок потока текущих доходов мне приходилось нередко сталкиваться. Так, при ставке дисконтирования в 20 % коэффициент текущей стоимости составит (на конец года) 0,0042 на 25-й год, 0,0092 при ставке дисконтирования 25 % — на 21-й год, 0,0089 при ставке 30 % — на

18-й год, 0,0090 при ставке 40 % — на 14-й год. Другими словами, при приближении к указанным временным характеристикам влияние показателей продисконтированных текущих доходов (PV) на общую стоимость бизнеса становится все менее значительным, а в конечном счете — совершенно ничтожным.

На мой взгляд, такие расчеты «угасания» дисконтированной стоимости текущих доходов существенно уменьшают информативность измерений стоимости бизнеса. И это связано с «угасанием» в расчетах терминальной стоимости. Дело в том, что доля последней в совокупной стоимости бизнеса характеризует перспективные условия его развития. Таким образом, чтобы рельефнее представлять условия получения дохода и формирования стоимости в постпрогнозный период, предпочтительнее определять терминальную стоимость.

«Показатель дальнейшей стоимости (имеется в виду терминальная стоимость. — *В.Р.*) имеет большое значение для анализа акционерной стоимости, поскольку обычно он превышает величины денежных потоков за период прогнозирования... Во многих отраслях дальнейшая стоимость составляет большую часть стоимости средней стоимости фирмы... Дальнейшая стоимость есть признание акционерами того факта, что в будущие годы... компания будет генерировать крупные свободные денежные потоки».¹

В качестве примера (табл. 35) в цитируемой книге П. Дойля приводится соотношение между суммой текущей стоимости в прогнозный период и текущей стоимостью в постпрогнозный период (терминальной стоимостью) в совокупной стоимости бизнеса в среднем в отдельных отраслях² (в процентах к итогу (100)).

ТАБЛИЦА 35. Соотношение между суммой текущей стоимости в прогнозный период и текущей стоимостью в постпрогнозный период в совокупной стоимости бизнеса в среднем в отдельных отраслях

Отрасли и виды деятельности	Сумма текущей стоимости в прогнозный период	Текущая стоимость в постпрогнозный период (терминальная стоимость)
Фармацевтика	11	89
Компьютерные сети	13	87
Издательское дело	14	86
Программное обеспечение	16	84
Мультибизнес	17	83
Розничная торговля	21	79
Коммунальные услуги	25	75

Наиболее существенное значение имеет обоснование терминальной стоимости в общей стоимости бизнеса для выбора направлений развития отдельных самостоятельных подразделений в рамках крупной корпорации

¹ Дойль П. Маркетинг, ориентированный на стоимость. СПб, 2001., С. 69–70.

² Там же. С. 69.

(конгломерата).¹ Речь идет об условиях перспективного функционирования их отдельных самостоятельных подразделений. Дело в том, что текущая стоимость капитала, пишет П. Дойль, «...не несет никакой информации о будущих доходах (а именно они определяют оценки инвесторов)... Менеджеры бизнес-единиц должны разрабатывать долгосрочные стратегии для своих предприятий... После согласований стратегий и денежных потоков можно рассчитать добавленную (терминальную. — В.Р.) стоимость и сравнить вклад в ее создание бизнес-единиц компании».² Те подразделения, которые обеспечивают относительно больший вклад в создание терминальной стоимости по корпорации (конгломерату) в целом, заслуживают особого внимания топ-менеджеров головной компании. В растущих компаниях подавляющая часть стоимости приходится именно на терминальную стоимость. Отсюда и предпочтение тем подразделениям совокупного бизнеса, которые обеспечивают относительно большее участие в формировании терминальной стоимости.

Представленные суждения исходят из концептуального положения о том, что повышение капитализации компании является важнейшей задачей ее топ-менеджеров. Однако с этим положением, кажущимся мне правильным, не согласен А. Голубович. По его мнению, «рост акционерной стоимости (капитализации) не может служить главным долгосрочным ориентиром для крупнейшей компании на несовершенном рынке».³

Этот вывод А. Голубович сделал на основании анализа эволюции одной компании — НК «Юкос», одним из топ-менеджеров которой он был в течение нескольких лет. Однако история «Юкоса» не может быть прообразом поведения для других крупных российских компаний. Это с одной стороны. С другой стороны, никак не доказана неправомерность использования показателя стоимости акционерного капитала в качестве мерила успешной деятельности компании на «несовершенном рынке». На мой взгляд, и на этом рынке (несовершенном) повышение капитализации компании за достаточно представительный период времени — свидетельство ее успешной экономической активности.

Промежуточная модель: модель Ольсона

В *Приложении 4* представлена модель Ольсона, которую мы условно в данной части отнесли к доходному подходу. Это приложение по существу представ-

¹ В «Энциклопедии банковского дела и финансов» Ч. Вулфела дается такое определение конгломератов:

«1. Разнородность образованных в процессе поглощения компаний, которые включают компании, действующие в различных отраслях, так что в числе активов, контролируемых материнской компанией, находятся разнородные отрасли, типы продукции или услуг.

2. Важной характеристикой является весьма активная политика приобретения активов как ключевой фактор роста...

3. Такая организационная структура, при которой материнская компания может осуществлять централизованную координацию, контроль, планирование и выделение ресурсов действующим дочерним компаниям...». Вулфел Ч. Энциклопедия банковского дела и финансов. М.: Корпорация «Федоров», 2002. С. 658.

² Дойль П. Маркетинг, ориентированный на стоимость. СПб., 2001. С. 95—96.

³ Голубович А. Дело «Юкоса» — показательный процесс или плата за ошибки? // Эксперт. 2005. № 46. С. 50.

ляет весьма краткое изложение написанной мною совместно с Н. Козловым и О. Егоровым брошюры на тему о подобных моделях оценки стоимости бизнеса, которые носят «гибридный» характер.¹

¹ См. нашу работу «Методические рекомендации по оценке стоимости бизнеса с применением моделей Ольсона и Блэка-Шоулза», М.: Библиотечка журнала «Имущественные отношения», 2005. С. 77.

Глава 8

Сопоставление результатов двух отчетов об оценке стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит»

Методология и результаты расчетов оценщиков и экспертов

ВВОДНЫЕ ЗАМЕЧАНИЯ

В апреле 2004 г. в Комитет по оценочной деятельности Торгово-промышленной палаты Российской Федерации обратился руководитель Российского фонда федерального имущества (РФФИ) (письмо исх. от 25.03.2004 № фи-9/4380) с просьбой провести сравнительный анализ двух отчетов о рыночной стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит».

Первый отчет-оценка, выполненный по заказу РФФИ сотрудниками независимой оценочной компании, был представлен 09.10.200., второй — отчет-заключение комиссионной оценочной судебной экспертизы — 19.08.2003.

Думается, что сравнительный анализ этих отчетов как с методологической, так и с методической точек зрения может представлять серьезный интерес для практикующего оценщика-профессионала.

Далее специалистов, выполнивших отчет-оценку, будем называть *оценщиками*, а специалистов, выполнивших отчет-заключение, *экспертами*.

Экспертам было поручено дать заключение, точнее, отчет-оценку, в котором бы содержались ответы на следующие вопросы:

- Какова рыночная стоимость 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» по состоянию на 01.06.1994?
- Какова рыночная стоимость 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» по состоянию на 01.10.2000 «в составе контрольного пакета»?

По поводу первого вопроса эксперты сообщили, что из-за отсутствия в полном объеме документов, необходимых для проведения экспертизы, они (эксперты) пришли к выводу о том, что невозможно дать заключение по вопросу определения рыночной стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» по состоянию на 01.07.1994, сформулированному в постановлении старшего следователя по особо важным делам Генеральной прокуратуры Российской Федерации, государственного советника юстиции 3 класса С.К. Каримова от 14.07.2003.

По этой причине в проведенном экспертами исследовании первый вопрос не рассматривался.

Как сообщается в *Заключении* комиссионной оценочной судебной экспертизы от 19.08.2003 (далее — *Заключение*), предметом рассмотрения экспертов являлась «рыночная стоимость 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» по состоянию на 01.10.2002 *в составе стоимости контрольного пакета*».

ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ ПРАВОМЕРНОЙ ПОСТАНОВКА ВОПРОСА ОБ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ЧАСТИ ПРИОБРЕТЕННОГО ПАКЕТА НЕ АВТОНОМНО, А В СОСТАВЕ КОНТРОЛЬНОГО ПАКЕТА?

Ставить вопрос, оговаривая единственное обязательное условие—оценка рыночной стоимости 20-процентного пакета акций в составе контрольного пакета, — совершенно неправомерно и ошибочно, т.к., по сути, это означает лишь одно — при оценке «уйти» от применения скидки за недостаточную степень контроля. Такое условие противоречит общепринятым правилам и методологии оценочной практики, поскольку позволяет необоснованно исключить все, что касается степени контроля оцениваемого пакета, т.е. возможности отчуждения его в условиях конкуренции.

Необходимость использования скидки за недостаточную степень контроля весьма убедительно обосновывается в специальной литературе. Это положение также отмечено в методических рекомендациях, утвержденных постановлением Правительства Российской Федерации. Так, в постановлении Правительства «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного и муниципального имущества»¹ определен ряд понятий, имевших существенное значение для обоснованного представления о неправомерности постановки исходного вопроса «Какова рыночная стоимость 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» по состоянию на 01.10.2002 *в составе контрольного пакета?*» перед комиссионной оценочной судебной экспертизой.

В указанном постановлении дано следующее определение *нормативной цены*: «*минимальная цена, по которой возможно отчуждение... имущества...*»

¹ Постановление Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369 «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» в редакции от 16.04.2003 № 222 и от 31.07.2003 № 466.

Именно это постановление действовало на момент проведения работы экспертов. Позднее вышло постановление Правительства Российской Федерации от 14.02.2006 № 87, которое признало «утратившим силу постановление от 31.05.2002 № 369». Однако в новом постановлении сохранены основные условия отмененного документа. Я рассматриваю положения сейчас уже не действующего постановления (№ 369), поскольку в момент проведения оценочных исследований, анализируемых в настоящей работе, оно (постановление) имело вполне реальную силу.

(п. 1 постановления). Таким образом, минимальная цена напрямую связывается с возможным *отчуждением* пакета акций. Произойдет или не произойдет реально такое отчуждение — не имеет никакого отношения к устанавливаемой минимальной цене пакета акций. Речь идет только о возможном отчуждении. Отсюда ошибочно ставить вопрос об оценке стоимости пакета акций в составе контрольного пакета, т.е. без учета условий возможного отчуждения, поскольку игнорируется исходный момент самой оценки пакета — предварительное условие его «возможного отчуждения». Именно поэтому оценка пакета акций должна как бы изолироваться от других акций рассматриваемого ОАО. Ведь речь идет, повторю, о *возможном* отчуждении. Ясно, что в этом случае нельзя ставить вопрос об оценке «в составе контрольного пакета». Это — серьезная методологическая ошибка.

Надуманность формулировки об оценке рыночной стоимости пакета акций «в составе контрольного пакета» становится особенно очевидной, если сопоставить ее с определением рыночной стоимости объекта оценки, приведенным в Федеральном законе от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (в редакции, принятой на дату оценки — 19.08.2003). Это определение приводится экспертами, и в нем сказано буквально следующее: «Рыночная стоимость есть наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть *отчужден* на открытом рынке в условиях конкуренции».

Итак, для определения рыночной стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» следовало исходить из таких условий, как:

- возможность отчуждения оцениваемого пакета, т.е. этот пакет должен оцениваться изолированно;
- такое отчуждение предполагает наличие открытого рынка, т.е. рынка, на котором складывается свободное взаимодействие между покупателем и продавцом, представляющих соответственно стороны спроса и предложения. Понятно, что такое «свободное взаимодействие» невозможно, если оцениваемый пакет является не автономным, а частью всего контрольного пакета;
- необходимость учета условий свободной конкуренции. Если такие условия не учитываются, то не может быть и речи об установлении рыночной стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит». Ведь условие надуманной принадлежности этого пакета к контрольному пакету акций нарушает принцип конкуренции. Потенциального приобретателя оцениваемого пакета акций, возможно, вовсе не интересует контрольный пакет целиком. Его спрос вполне может быть ориентирован только на 20-процентный пакет акций, который не отягощен принадлежностью к контрольному пакету. Иными словами, предмет конкурентных взаимодействий должен быть *непосредственно* 20-процентный пакет акций.

Сформулированное старшим следователем по особо важным делам Генеральной прокуратуры Российской Федерации С.К. Каримовым (далее — следователь С.К. Каримов) условие — обязательная «оценка пакета акций в составе контрольного пакета» — не соответствует перечню видов стоимости объ-

ектов оценки, зафиксированному в «Стандартах оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности»¹ (далее — Стандарты оценки). В Стандартах оценки также приведена характеристика рыночной стоимости объекта оценки: «наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции... а на величине цены сделки не отражаются какие-либо *чрезвычайные обстоятельства*». Именно условие «оценки рыночной стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит»... в *составе контрольного пакета*» может рассматриваться в качестве подобного «чрезвычайного обстоятельства». Но это обстоятельство по существу как раз и исключает возможность правильной оценки *рыночной стоимости* 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит».

В то же время вполне возможно определение рыночной стоимости рассматриваемого пакета акций ОАО «Апатит», если исключить указанное «чрезвычайное обстоятельство», а именно выдвинутое следователем С.К. Каримовым условие учета при такой оценке принадлежности оцениваемого пакета к контрольному пакету. Независимая оценка рыночной стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» возможна только в том случае, если указанное условие *не навязывается* экспертам.

От правильности постановки вопроса об оценке в составе контрольного пакета или вне его существенно зависит ее (оценки) конечный результат. Покажем это на простом примере. Допустим, что пропорциональная величина 20-процентного пакета акций (т.е. безотносительно к учету премии за контроль и значит без скидки за недостаточный контроль) составляет 20 денежных единиц. Согласно действовавшему в то время правилу (утвержденному постановлением Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369) эта величина должна быть скорректирована на величину скидки за недостаточную степень контроля в ОАО на 30 %, т.е. снижена на 6 денежных единиц (до 14 денежных единиц). В то же время согласно указанному правилу стоимость контрольного пакета должна быть взята с коэффициентом 1,0, тогда стоимость 20-процентного пакета акций составит 20 денежных единиц. Таким образом, стоимость 20-процентного пакета акций только за счет его отнесения к контрольному пакету возрастает в 1,428 раза (20 / 14). Такова цена условия обязательной «привязки» 20-процентного пакета акций к контрольному пакету. Но такая «привязка» совершенно неправомерна и не соответствует положениям действовавших нормативных документов.

Следует отметить, что повышение стоимости 20-процентного пакета акций в результате отнесения его к контрольному пакету происходит как бы независимо от того, как меняется стоимость всей компании в целом. Такое повышение складывается только в результате условной концентрации в руках одного собственника контрольного пакета акций (75 %), включая и приобретенный

¹ Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 06.06.2001 № 519.

² Такое же требование (по форме и по существу) установлено в Приложении I к Правилам определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества (постановление Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369 «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества»).

автономно 20-процентный пакет. Иначе говоря, разница в 1,428 раза всегда имеет место, если 20-процентный пакет учитывается «в составе контрольного пакета». Это и привело к искусственному завышению ценности 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит».

В то же время оценка рыночной стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» не должна зависеть от того, находится этот пакет в составе контрольного пакета (75 %) или нет. Именно обязательность игнорирования этого обстоятельства отражена в условиях определения рыночной стоимости пакета акций (см. выше). Если учитывать 20-процентный пакет акций «в составе контрольного пакета», то его стоимость также будет определяться и размерами не входящих в этот пакет других пакетов акций ОАО «Апатит». «Выход» совместно с этими дополнительными пакетами на размеры контрольного пакета (вместе с 20-процентным пакетом) будет иметь свою отдельную стоимость, а именно стоимость полного контроля над всем ОАО «Апатит». Следует отметить, что постановка задачи об учете 20-процентного пакета акций без денежной характеристики скидки за недостаточную степень контроля противоречит правилам определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества.¹ В этих правилах сказано о необходимости учета коэффициента контроля при определении стоимости пакетов акций неодинаковой размерности. Как сказано в пункте 6 этих правил, «коэффициент контроля отражает степень влияния акционера на принятие акционерным обществом решений в зависимости от доли принадлежащих ему акций этого акционерного общества». Ясно, что «влияние» 20-процентного пакета акций больше, чем, скажем, 5-процентного, но меньше, чем, допустим, 50-процентного пакета акций. Эту разницу во «влиянии» отражают неодинаковые коэффициенты контроля в зависимости от размеров пакетов акций.

Постановка задачи об учете стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» «в рамках контрольного пакета» по существу означает нарушение указанного пункта правил относительно обязательного учета коэффициента контроля, иными словами, учета скидки за недостаточную степень контроля в отношении любых пакетов акций меньше 75 %, т.е. меньше доли, обеспечивающей абсолютный контроль в ОАО.

К ЧЕМУ ПРИВОДИТ НЕПРАВОМЕРНОЕ И ОШИБОЧНОЕ ИГНОРИРОВАНИЕ ТРЕБОВАНИЙ УЧЕТА «КОЭФФИЦИЕНТА КОНТРОЛЯ»

В постановлении Правительства Российской Федерации «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного и муниципального имущества» установлены следующие коэффициенты контроля² (табл. 36).

Дифференциация коэффициентов контроля означает, что неодинаковые по размеру пакеты акций предоставляют их обладателям разные возможности

¹ Постановление Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369 «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» в редакции от 16.04.2003 № 222 и от 31.07.2003 № 466.

² Там же Приложение 1. Точно такие же коэффициенты представлены в Приложении I к Постановлению Правительства Российской Федерации от 14.02.2006 № 87.

контроля развития АО. Так, обладанию пакетом акций от 10 до 25 % соответствует коэффициент контроля, равный 0,7. Именно такой коэффициент контроля (0,7) должен приниматься при оценке стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит». Этого требуют указанные правила. Таково нормативное условие, которому противоречит установка следователя С.К. Каримова на учет 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» в составе контрольного пакета.

ТАБЛИЦА 36. Коэффициенты контроля

Количество акций (% уставного капитала)	Коэффициент контроля
От 75 до 100 %	1
От 50 % + 1 акция до 75 % - 1 акция	0,9
От 25 % + 1 акция до 50 %	0,8
От 10 до 25 %	0,7
От 1 акции до 10 % - 1 акция	0,6

Игнорирование необходимости учета коэффициента 0,7 при прочих равных условиях заведомо означает существенное *завышение* стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» в 1,428 раза (как показано на условном примере выше). Ни в одном российском нормативном документе не сказано о том, что оценка 20-процентного пакета акций может проводиться без учета указанного коэффициента контроля. Именно поэтому представляется абсолютно неправомерной данная экспертам установка, исходившая от следователя С.К. Каримова, не проводить корректировку стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» с учетом указанного коэффициента контроля.

Позиция экспертов относительно коэффициента контроля все же оказалась противоречивой. Они не учитывали этот коэффициент, когда оценивали стоимость 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» в рамках доходного и затратного подходов. В то же время они учитывали скидку за неконтрольный характер 20-процентного пакета при определении его стоимости в рамках сравнительного подхода. Так, в разделе, характеризующем условия применения сравнительного подхода, эксперты пишут о том, что в условиях сравнительного подхода ими учтены «поправки на степень контроля».¹

Это означает, что в отличие от расчетов в рамках затратного и доходного подходов в расчетах с применением сравнительного подхода эксперты вообще не учитывали стоимость 20-процентного пакета в составе контрольного пакета акций. Таким образом, возникает определенная *несовместимость* результатов, полученных в рамках затратного и доходного подходов, с одной стороны, и сравнительного подхода — с другой. Ведь 20-процентный пакет — это неконтрольный пакет, и здесь совершенно необходим учет скидки за недостаток контроля (или обратный показатель — коэффициент контроля).

¹ В этом разделе эксперты совершенно оправданно пишут о том, что «корректировка на степень контроля отражает преимущества, которые получает владелец 20-процентного пакета по сравнению с владельцем одной акции». Но почему же эксперты не учли эти «преимущества» при оценке 20-процентного пакета акций в рамках других подходов — доходного и затратного?

ПРОТИВОРЕЧИВАЯ ПОЗИЦИЯ ЭКСПЕРТОВ ОТНОСИТЕЛЬНО УЧЕТА СКИДКИ ЗА НЕДОСТАТОЧНУЮ ЛИКВИДНОСТЬ

Без каких бы то ни было объяснений при проведении оценки стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» в рамках затратного и доходного подходов эксперты вообще не учитывали условия недостаточной ликвидности оцениваемых акций. Иными словами, они абсолютно не учитывали скидку за низкую ликвидность этих акций. Суть дела в том, что, если бы акции продавались на организованном рынке ценных бумаг (например, на фондовой бирже), их цена была бы выше, чем при продаже на внебиржевом рынке, хотя именно это обстоятельство (продажа не на бирже, а на внебиржевом рынке) характерно для реализации акций ОАО «Апатит». Именно поэтому акции рассматриваемого ОАО отнесены в исследовании рейтингового агентства журнала «Эксперт» к самой низкой категории ликвидности — категории Е.¹

В то же время при определении рыночной стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» с использованием сравнительного подхода эксперты учитывали необходимость корректировки стоимости этого пакета акций в зависимости от их недостаточной ликвидности.² Более того, объясняя причину такого подхода, эксперты пишут: «Корректировка на ликвидность отражает разницу в ликвидности акций компаний, торгующих на фондовой бирже (акции ОАО «Апатит» там не присутствовали. — В.Р.), и ликвидностью акций российской компании, не прошедшей листинг на бирже» (в то время ОАО «Апатит» не проходило такой листинг. — В.Р.).

Однако в рассматриваемом мной отчете не объясняется, почему эксперты учитывали скидку за низкую ликвидность акций ОАО «Апатит» при определении рыночной стоимости 20-процентного пакета в рамках *только* сравнительного подхода, но не провели подобной операции при определении рыночной стоимости этого же пакета в рамках затратного и доходного подходов. Отсюда и отмеченная *несопоставимость* результатов расчетов, выполненных экспертами с использованием затратного и доходного подходов и при применении сравнительного подхода.

Скидку за низкую ликвидность нужно было обязательно учитывать в рамках любого метода оценки при установлении рыночной стоимости акций, которые не котируются на организованном рынке ценных бумаг. И совершенно недопустимо применять эту скидку в рамках только одного какого-либо подхода (в данном случае — сравнительного) и не использовать ее в рамках других подходов (в данном случае — доходного и затратного).

Как уже отмечалось, для акций ОАО «Апатит» характерна их продажа вне рамок организованного рынка ценных бумаг. Согласно исследованиям, проведенным специалистами рейтингового агентства журнала «Эксперт», незначительные по масштабам акты купли-продажи акций этого ОАО складывались только на внебиржевом рынке и они (акции) относятся к самой низколиквидной группе Е.

¹ // Эксперт. 2004. № 37. С. 181.

² Вот что эксперты пишут по этому поводу: «При расчете стоимости оцениваемого пакета акций ОАО «Апатит», составляющего 20 % от уставного капитала, были внесены поправки на степень контроля и уровень ликвидности оцениваемого объема».

Эксперты считают, что в рамках сравнительного подхода (только!) скидку за недостаточную степень ликвидности следует считать в размере 20 %. Они пишут следующее: «В соответствии с методикой компании Deloitte & Touche скидка за недостаточную ликвидность пакета акций в *составе контрольного пакета* составляет 20 %».¹ Это не вполне точно. Получается, что вне зависимости от того, относится пакет акций к контрольному или нет, скидка за низкую ликвидность будет неодинаковой. На самом же деле такая дифференциация скидки за низкую ликвидность в зависимости от принадлежности к «контрольному пакету» практикующими оценщиками не проводится. Не упоминается подобная дифференциация и в специальной литературе по оценке стоимости бизнеса.

Имеющаяся в нашем распоряжении специальная литература и международные стандарты оценки свидетельствуют о следующем:

- не существует каких-либо обоснований дифференциации скидки за низкую ликвидность в зависимости от размеров оцениваемого пакета акций;
- размер такой скидки должен быть несколько выше уровня 20 % (далее мы покажем, каким должен быть этот уровень, ссылаясь на специальную литературу);
- нельзя сказать, как это утверждают эксперты, что компания Deloitte & Touche пользуется методикой, в соответствии с которой скидка за низкую ликвидность *всегда* устанавливается на уровне 20 %. Известно, что таких методик нет вообще, поскольку размер такой скидки устанавливается на основе эмпирических исследований;
- все отмеченные в специальной литературе скидки за низкую ликвидность, выше 20 % и варьируются от 23 до 45 %, в частности в Руководстве по оценке стоимости бизнеса.²

Мы выбрали из этого диапазона среднюю скидку на наименьшем уровне — 23 % (а не 20 %, как это установили эксперты. 20 % — это абсолютно нереальная цифра; это, как говорят юристы, «ниже низшего предела»).

ОШИБОЧНЫЙ ВЫБОР ЭКСПЕРТАМИ МЕТОДА ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА В РАМКАХ ДОХОДНОГО ПОДХОДА

В рамках доходного подхода экспертами были выполнены расчеты на основе модели дисконтированного денежного потока (ДДП). Использование указанного метода предполагает проведение необходимых прогнозных исследований. Как считают общепризнанные специалисты по оценке стоимости бизнеса, «...метод дисконтированных будущих доходов может применяться, когда будущая деловая активность компании может быть обоснованно спрогнозирована и, во-вторых, предполагается, что ее результаты будут существенно отличаться от существующих».³

Как правило, указанные условия применения метода дисконтированного денежного потока для обоснования стоимости бизнеса складываются далеко не всегда. Поэтому этот метод не может рассматриваться как универсальный.

¹ А как же тогда быть с исходной установкой — «оценка стоимости пакета акций в составе контрольного пакета»?

² Флашмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000. С. 292.

³ Там же. С. 145.

В Руководстве по оценке стоимости бизнеса об этом говорится следующее: «Теоретически подход, основанный на дисконтировании будущих доходов, является одним из лучших подходов к оценке стоимости компании. Однако он не может приниматься некоторыми судами (в США. — В.Р.), поскольку опирается на события, которые только *ожидаются в будущем*. Стоимость, полученная с применением этого подхода, настолько же точна, насколько точен прогноз будущих доходов и денежного потока, а эти будущие условия не могут прогнозироваться с достаточной достоверностью, делающих их применимыми в расчетах».¹

Отмечу, что в материалах экспертов (в Заключении комиссионной оценочной судебной экспертизы) отсутствуют какие-либо обоснования прогнозов «будущих доходов и денежного потока». Приведены ничем не обоснованные цифры относительно развития ОАО «Апатит» до 2020 г. Это значит, что совершенно недопустимо использовать *квазипрогнозные* оценки экспертов для получения стоимости 20-процентного пакета акций этого ОАО. Такие оценки абсолютно недостоверны и нереалистичны.

Эксперты выбрали экстраординарно растянутый во времени период прогнозирования чистого денежного потока — с 2003 по 2020 г. Они пишут, что выполнили «прогнозирование параметров денежного потока до 2020 г., т.е. прогнозный период равен восемнадцати годам». 18-летний период — это непомерно растянутый во времени срок прогнозирования. В практике оценки стоимости бизнеса такой период не используется.

Надо сказать, что на самом деле экспертами так и не было проведено реальное прогнозирование параметров денежного потока. И сколько-нибудь обоснованно представить изменения этих параметров на 18 лет вперед практически невозможно, особенно если прогнозные оценки касаются таких сложных агрегатных показателей, учитываемых в рассматриваемых расчетах на 18 лет вперед (до 2020 г.), как:

- рост ВВП в России;
- индекс инфляции;
- изменение курса доллара к рублю;
- изменение среднемировых цен на апатитовый концентрат;
- изменение средних по России цен на апатитовый концентрат.

Эксперты ограничились тем, что составили таблицу, в которой привели числовые значения указанных параметров на 18 лет вперед, начиная с 2003 г. Эти числовые значения ни в коем случае нельзя назвать полноценным прогнозом. Так, темп прироста ВВП России принят одинаковым для всего 18-летнего периода — по 4 % ежегодно. Возникает вопрос, на основании каких расчетов определен этот уровень. Складывается впечатление, что подобные цифры ничем не обоснованы. Об этом свидетельствует, в частности, то, что обсуждаемые сегодня показатели темпов прироста ВВП на 3–5 лет вперед² довольно

¹ Там же. С. 145

² На заседании Правительства Российской Федерации, состоявшемся 02.03.2006, Г. Греф, глава Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации, представил расчеты, ориентированные на удвоение ВВП в перспективе — «в 2006-м и последующих годах» // Коммерсантъ от 03.03.2006.

Такому развитию экономики России соответствует темп прироста ВВП чуть больше 7 % в год.

существенно отличаются от установленной экспертами цифры — по 4 % увеличения ВВП в среднем за год на период до 2020 г.

ОШИБКИ ЭКСПЕРТОВ В ПРОГНОЗЕ ИНФЛЯЦИИ И ВАЛЮТНОГО КУРСА

Абсолютно неправомерны утверждения экспертов о возможной динамике инфляции в России. По их расчетам, в период с 2003 по 2010 г. инфляция растет с 1,2 до 5,5 %, затем, в 2011 г., снижается до 5,2 %, в 2012 г. она увеличивается до 5,5 %, а потом уменьшается: в 2013 г. — до 5 %, в 2014 — до 4,5, в 2015 — до 3,7 % и сохраняется на этом уровне вплоть до 2020 г.¹ Эти цифры никак не учитывают реальных инфляционных процессов в России и выглядят совершенно надуманными.

Указанные колебания индексов инфляции весьма существенны. Но имеют ли под собой какую-либо почву такие представления о динамике инфляции? В Заключение экспертов отсутствуют какие-либо материалы, подтверждающие правомочность принятых характеристик инфляции. Складывающиеся в настоящее время (2003–2006 гг.) показатели инфляции существенно превышают прогнозы экспертов. И я полагаю, что доверять прогнозам экспертов относительно инфляционных процессов в период до 2020 г. ни в коем случае нельзя.

Особо следует выделить прогнозы экспертов относительно курса рубля к доллару. Вот каким этот курс (руб./долл.) представлен в их заключении (табл. 37).

ТАБЛИЦА 37. Прогнозы экспертов относительно курса рубля к доллару

2003	2004	2005	2006	2007	2008 и далее до 2020
33,0	34,5	36	37,5	39	39

Понятно, что эти соотношения рубля к доллару получены более трех лет назад (в августе 2003 г.). И конечно, нет смысла углубляться в рассмотрение этих соотношений сейчас. Замечу, что согласно прогнозам тех, кого мы называем экспертами, в 2006 г. доллар должен был бы стоить 37,5 руб., т.е. в 1,4 раза больше, чем на 04.10.2006 (26,77 руб. за доллар). Я даже не стал бы приводить указанные показатели, если бы не одно важное обстоятельство: большинство расчетов, и прежде всего измерения выручки, выполнены в долларах по указанному «скользящему» курсу в отношении к рублю. Безусловно, это существенно модифицирует (завышает) все расчеты, а следовательно — и стоимость бизнеса. Вряд ли реалистично исходить из соотношения рубля к доллару, по расчетам экспертов в 2007 г. и в последующие годы равного 39,0 руб.

В конечном итоге принятое экспертами изменение курса рубля к доллару существенно завышает расчеты выручки ОАО «Апатит», а следовательно — и стоимость его бизнеса.

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОШИБКИ ЭКСПЕРТОВ В РАСЧЕТАХ С ПОМОЩЬЮ МОДЕЛИ ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА. СЕМЬ ОШИБОК ЭКСПЕРТОВ

Первая ошибка — выбор неоправданно значительного периода прогнозирования.

¹ По расчетам Г. Грефа, «озвученным» на заседании Правительства Российской Федерации 02.03.2006, вполне возможно достижение «плановой» инфляции в 8,5–9 %. При этом вполне возможно, как считает Министр финансов Российской Федерации А. Кудрин, что «уровень инфляции в России в 2008 г. удастся снизить до 5,5 %...» // Коммерсантъ от 03.03.2006.

Я уже отмечал сомнительность выбора периода прогнозирования: 2003—2020 гг., т.е. 18 лет. Любому квалифицированному оценщику известно, что увеличение периода прогноза чревато неизбежной потерей достоверности прогнозных расчетов. Чем больше этот период, тем менее достоверными окажутся прогнозные оценки. Ведь, как правильно отмечают известные специалисты, признанные всем российским оценочным сообществом, «при увеличении продолжительности периода возникает сложность в прогнозировании конкретных показателей объемов производства, выручки, расходов, темпов инфляции и т.д., возникает *субъективность* в прогнозе потоков денежных средств».¹ Именно *субъективность* характерна для выбора всех без исключения параметров, использованных для оценки стоимости ОАО «Апатит» в рамках доходного подхода. Ни один из этих параметров *не имеет* хоть какого-нибудь обоснования.

Какой же все-таки период прогнозирования *уместен* для расчетов стоимости бизнеса? «Западные консультанты, — добавляют уже цитированные авторы, — предлагают использование примерного периода для оценки компании... от 5 до 10 лет. В странах с переходной экономикой (в т.ч. в России. — В.Р.), где велик элемент *нестабильности* и адекватные долгосрочные прогнозы *особенно затруднительны*, допускается сокращение прогнозного периода до 3 лет».²

Таким образом, эксперты произвольно установили период прогнозирования в 3—6 раз больший, чем это принято практикующими оценщиками в России. Это, естественно, не могло не сказаться отрицательно на качестве самих расчетов, отличающихся вполне очевидным субъективизмом.

Особенно такой субъективизм становится явным при установлении цен на апатитовый концентрат (АК). Цена в долларах за 1 тонну, по прогнозу экспертов, возрастает:

- на внутреннем рынке — с 43,70 долл. в 2003 г. до 52,79 долл. в 2020 г., т.е. на 20,8 %;
- на внешнем рынке — с 44,0 долл. в 2003 г. до 61,61 доллара в 2020 году, то есть на 40 %.

Какого-либо обоснования такому неординарному росту цен на один и тот же продукт за 18 лет (20 и 40 %) не дается. Вместе с тем принятая экспертами динамика цен на перспективу приводит к завышению общих оценок стоимости выручки ОАО «Апатит», а значит — и к завышению стоимости 20-процентного пакета его акций.

Отмечу полное отсутствие обоснований тенденций изменения соотношения внутреннего и внешнего рынков при реализации АК. Совершенно не объяснено снижение доли реализации на экспорт с 25 % в 2003 г. до 20 % в 2020 г. Нет объяснения и тому, почему так должно происходить. Это — *субъективная*, сугубо умозрительная характеристика изменения структуры реализации.

Отмеченные недостатки расчетов являются следствием ошибочного выбора периода прогнозирования — наиболее существенной ошибки экспертов в расчетах по оценке 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» с помощью модели ДДП.

¹ Грязнова А.Г., Федотова М.А. и др. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). М., 2003. С. 117.

² Там же. С. 117—118

Вторая ошибка связана с неправильным использованием схемы определения стоимости бизнеса, применяемой в отношении оценки стоимости бизнеса в расчете как на собственный, так и заемный капиталы, т.е. в расчете на весь инвестированный в бизнес капитал. Согласно принятым среди оценщиков методологическим условиям, для этой цели (в расчете на весь инвестированный капитал) должна использоваться несколько иная схема, чем при определении стоимости бизнеса в расчете *только* на собственный капитал. Именно это и не было учтено экспертами.

Применение разных схем оценки стоимости бизнеса в зависимости от учета собственного капитала или всего инвестированного капитала — элементарное требование проведения расчетов с помощью модели ДДП. Оно (это требование) достаточно подробно описано в учебной литературе по оценке стоимости бизнеса. Так, оценка стоимости бизнеса в расчете на собственный капитал основывается на следующей схеме:¹

- чистая прибыль после уплаты налогов;
- + амортизационные отчисления;
- + (–) уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала;
- + (–) уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства;
- + (–) прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности;
- итог = чистый денежный поток.

Именно такую схему правомерно использовать при определении стоимости 100-процентного пакета акций ОАО «Апатит» в расчете на собственный капитал с целью последующего выделения стоимости его 20-процентного пакета.

Однако методологически ошибочно использовать точно такую же схему при определении стоимости бизнеса в расчете на весь инвестированный капитал (собственный + заемный).² Отсюда полученная оценка стоимости бизнеса ОАО «Апатит» — 288 806 тысяч долл. не может представлять стоимость всего инвестированного капитала. Эта оценка получена в результате того, что в расчетах экспертами была допущена серия ошибок.

Этого не было сделано в расчетах по оценке всего инвестированного капитала ОАО «Апатит». Нельзя было распространять схему определения стоимости бизнеса для собственного капитала на расчеты, ориентированные на весь капитал — как собственный, так и заемный.

Третья ошибка, производная от второй ошибки: эксперты для оценки всего инвестированного капитала, подсчитанного по схеме, применяемой только для собственного капитала, используют характеристику средневзвешенной стоимости капитала (WACC), равную 18,87 %. Но если в схеме прогнозирования чистого денежного потока (NCF) не учтены выплаты процентов по задолженности и влияние налогов, то нельзя применять оценку WACC для получения текущей стоимости (PV) NCF по годам с целью последующего получения стоимости бизнеса компании.

¹ Грязнова А.Г., Федотова М.А. и др. Оценка бизнеса: Учебник. М.: Финансы и статистика, 1998. С. 107.

² «Применяя модель денежного потока для всего инвестированного капитала, мы, — пишут авторы популярного учебника, — считаем совокупный денежный поток. Исходя из этого мы прибавляем к денежному потоку выплаты процентов по задолженности...». «При этом, — добавлено в цитируемом учебнике, — ...следует уменьшить их сумму (выплат процентов — В.Р.) на величину налога на прибыль. Итогом расчета является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия». (там же. С. 107).

Четвертая ошибка — экспертами абсолютно неправильно определена величина WACC (18,87 %). Для получения этой величины эксперты использовали вовсе не прогнозы привлечения заемных средств по ОАО «Апатит»¹, а сугубо условную конструкцию соотношения собственных и заемных средств, сложившегося в конце 1990-х гг. в химической промышленности США.² Согласно отчетным данным на 01.10.2002 ОАО «Апатит» располагало заемными средствами на сумму 1000 млн руб. (т.е. 37 563 тысячи долл.). На указанную дату эта величина заемных средств составляла всего 9 % от общей суммы инвестированного капитала. Таким образом, соотношение собственного и заемного капиталов в ОАО «Апатит» в процентах составляло 93 : 7.

Эксперты, однако, считают это соотношение нерациональным. «Мы считаем, — пишут эксперты, — что в прогнозном периоде установится структура капитала, характерная в среднем для рынка», а именно:

- собственный капитал — 66 %;
- заемный капитал — 34 %.

Это сугубо умозрительное, не базирующееся на оценке обоснованной потребности в заемном капитале для перспективного (до 2020 г.) развития ОАО «Апатит» предположение. Применение получаемой в результате этой операции ставки дисконтирования (18,87 %) ведет к непомерно значительному завышению стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит».

Пятая ошибка экспертов: они абсолютно не учли выплаты процентов по заемным средствам в модели ДДП в расчете на весь инвестированный капитал. А эти выплаты, по мнению самих же экспертов, составляют 9,12 %.

Шестая ошибка заключается в том, что эксперты, использовав не имеющее касательства к ОАО «Апатит» соотношение собственного и заемного капиталов (66 % и 34 %), сложившееся в 90-х гг. прошлого столетия в американской химической промышленности, тем не менее в последующем неправомерно применяли в расчетах данные только о собственном капитале этой компании. Где же заемные средства — 34 % от общей суммы инвестированного капитала? А их нет — они понадобились экспертам лишь для того, чтобы представить заниженную ставку дисконтирования и тем самым существенно завысить стоимость акций ОАО «Апатит».

¹ Использование фактических данных относительно заемных средств по оцениваемому предприятию является элементарным методологическим требованием при определении WACC. Так, А. Дамодаран, рассматривая условия применения WACC, пишет, что при определении этой ставки нужно «отталкиваться от позиции всех обладателей требований к фирме». Только при этом условии — выявлении фактических требований — можно дисконтировать «ожидаемые денежные потоки фирмы по ставке, равной средневзвешенной стоимости капитала (WACC)». Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. С. 32.

Это значит, что нельзя было подменять фактические данные о структуре капитала ОАО «Апатит» условными оценками, характеризующими соотношение собственных и заемных средств в химической промышленности США в конце 1990-х гг. Методологически такой подход является совершенно неправильным.

² Эксперты указывают и источники данных: «...данные агентства Yahoo Finance (www.Finance.yahoo.com)» выданы по компаниям химической промышленности». Но я бы весьма осторожно относился к использованию данных о высокой доле корпоративных долгов в общем составе используемого капитала, в частности, в химической промышленности США (по данным экспертов, это 34 %). Дело в том, что высокий уровень накопленной корпоративной задолженности становится все более тормозящим фактором развития самих корпораций. Вот что по этому поводу говорит Робин Брю, — главный экономист лондонского исследовательского центра Economist Intelligence Unit: «Американские корпорации аккумулировали столько долгов, что они не смогут создавать много новых рабочих мест. Поэтому пока корпоративный долг не начнет уменьшаться, сложно ожидать, что что-то изменится... Корпоративные долги препятствуют новым инвестициям» // Эксперт. 2004. № 39. С. 68.

Шестая ошибка обуславливает отсутствие расчетов по изменению долгосрочной задолженности, связанной с инвестициями. В Заключении комиссионной оценочной судебной экспертизы полностью отсутствуют сведения о погашении (приросте) долгосрочной задолженности, которая исходно была «навязана» (в размере 34 % от всего инвестированного капитала оцениваемой компании — ОАО «Апатит»). В последующем использованы лишь данные об изменении собственного капитала.

Все это методологически недопустимо.

Но самая удивительная *ошибка*, уже *седьмая* по счету, допущена экспертами в расчетах при переходе от общей величины совокупного (продисконтированного) капитала к собственному (акционерному) капиталу. По оценкам экспертов, полная стоимость инвестированного капитала составила 288 806 тысяч долл. И из этой величины они вычитают не сумму заемного капитала, соответствующего *умозрительно* установленной ставке в 34 % (в общей сумме всего капитала), а величину, равную 31 563 тысячам долл. Как я отмечал, на конец отчетного периода эта сумма соответствовала сумме долгосрочных заимствований, равной 1 000 000 тысяч руб., что, составило всего 7 % от общей суммы активов ОАО «Апатит» на 01.10.2002. Это методологически неправильно. Ведь в расчетах учтена доля заемных средств в 34 % от общей суммы инвестированного капитала, а вычитается из совокупной массы инвестированного капитала, чтобы «выйти» на собственный капитал, величина, соответствующая 7 %. Такая доля (7 %) не имеет никакого отношения к выполненному экспертами расчету на основе соотношения собственных и заемных средств — 66 % и 34 %.

ОБЩЕЕ (ПЕРВИЧНОЕ) УТОЧНЕНИЕ РАСЧЕТОВ ЭКСПЕРТОВ

Постараюсь внести общие, можно сказать совершенно очевидные, первичные уточнения в расчеты экспертов. Глобальная корректировка расчетов целиком по существу требует их проведения заново. Иными словами, необходимо новое оценочное исследование.

В модели ДДП эксперты ошибочно использовали заниженную ставку дисконтирования WACC, равную 18,87 %, применив ее в отношении собственного капитала. Эта ошибка привела к завышению стоимости всего пакета акций ОАО «Апатит» по крайней мере на 16,8 % (288 806 тысяч долл.). По моим же расчетам, выполненным на основе ставки дисконтирования для собственного капитала (23,9 %), выведенной самими же экспертами, эта сумма составила 247 357 тысяч долл. Таким образом, полученная экспертами оценка на 16,8 % выше той, что выведена мной на основании их же собственных расчетов. Представленную в заключении ставку WACC (18,87 %) совершенно неправомерно использовать в отношении собственного капитала ОАО «Апатит». Методология расчетов по модели ДДП требует обязательного использования ставки дисконтирования для собственного капитала. Экспертами она установлена на уровне 23,9 %. Примем ее без корректировки для последующих измерений стоимости акций ОАО «Апатит». При этом мы без всяких изменений взяли и рассчитанные экспертами показатели чистого денежного потока (NCF). Это было сделано сознательно для того, чтобы показать, что после устранения такой яв-

ной ошибки, как неправомерное применение WACC, стоимость всех акций ОАО «Апатит» составит не 288 806, а 247 357 тысяч долл.¹

Приведем соответствующие расчеты (табл. 38).

ТАБЛИЦА 38. Расчеты экспертов

Год	Денежный поток, тыс. долл.	Коэффициент текущей стоимости при ставке дисконтирования для собственного капитала 23,9 %	Текущая стоимость, тыс. руб.
2003	72 129	0,89840	64 801
2004	66 268	0,72511	48 052
2005	69 005	0,58575	40 385
2006	51 513	0,47236	24 333
2007	49 513	0,38125	18 877
2008	40 412	0,30771	12 435
2009	43 283	0,24836	10 750
2010	46 301	0,20046	9281
2011	37 424	0,16179	6055
2012	21 510	0,13058	2809
2013	20 582	0,10540	2169
2014	15 684	0,08507*	1334
2015	21 902	0,06866	1504
2016	27 247	0,05542	1510
2017	24 854	0,04473	1112
2018	20 946	0,03610	917
2019	25 396	0,02914	610
2020	17 967	0,02352	423
Сумма	—	—	247 357

Теперь частично воспроизведем расчеты экспертов с учетом представленных поправок:

- текущая стоимость собственного капитала (100 % акций) — 247 357 тыс. долл.;
- стоимость заемных средств — 31 563 тыс. долл.;
- минус избыток оборотного капитала — 24 884 тыс. долл.;
- минус стоимость привилегированных акций — 47 312 тыс. долл.;
- стоимость собственного капитала, соответствующего стоимости обыкновенных акций, — 143 598 тыс. долл.;
- пропорциональная стоимость 20-процентного пакета обыкновенных акций — 28 719,6 тыс. долл.

¹ Это — самое общее, можно сказать грубое, уточнение расчетов экспертов. Более точная и всесторонняя корректировка требует проведения целиком всех расчетов и полного устранения указанных ошибок.

Но даже это, безусловно, грубое уточнение позволяет представить масштаб завышения стоимости 20-процентного пакета акций. Это, как оказалось, существенное завышение явилось результатом всех совершенных ошибочных действий экспертами.

Учтем нормативную скидку на недостаток контроля 20-процентного пакета акций на уровне 30 % и получим новую цифру его оценки — 20 103,72 тыс. долл. ($28\,719,6 \times 0,7$). Далее учтем примененную нами скидку на недостаточную ликвидность в 23 % (а не 20 %, как не вполне обоснованно рекомендуют эксперты) и получим 15 479,9 тыс. долл. ($20\,103,72 \times 0,77$).

Таков результат оценки с использованием доходного метода при устранении явных ошибок. Именно эту цифру оценки 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» (15 479,6 тыс. долл., или округленно 15 480 тыс. долл.), полученную в рамках доходного подхода (в расчете на собственный капитал), мы и используем в дальнейшем.

РАСЧЕТЫ ЭКСПЕРТОВ В РАМКАХ ЗАТРАТНОГО ПОДХОДА

Оценка совокупной ценности обыкновенных акций в рамках затратного подхода проводилась по общепринятой схеме определения капитала ОАО «Апатит» как разницы между уточненными характеристиками активов и обязательств. Получаемый в результате этого остаток представляет собственный капитал компании.

Выполненные экспертами расчеты (в тысячах руб.) выглядят следующим образом:

- активы — 13 236 851;
- обязательства — 4 416 156;
- собственный капитал — 8 820 695, или 278 407 тыс. долл. США (по курсу на дату определения стоимости — 1 / 31,56).

Полученная оценка нуждается в обязательных уточнениях. *Первое* уточнение, выполненное самими экспертами, заключалось в исключении из общей величины собственного капитала ОАО «Апатит» стоимости *привилегированных акций*. Эксперты вычли ранее использованную в рамках доходного подхода величину стоимости привилегированных акций. По мнению экспертов, стоимость привилегированных акций равна 47 312 тысячам долл.

Из стоимости собственного капитала компании также следует исключить избыточные активы в виде излишне накопленных запасов оборотных средств. Эта величина исключалась экспертами при расчетах в рамках доходного подхода. Вполне естественно следует исключить ее величину и в расчетах с использованием затратного подхода. Она составила 24 884 тысячи долл. Это *второе* уточнение.

В схеме итоговых расчетов экспертов отсутствуют неоперационные активы компании, т.е. не участвующие в производственной деятельности компании. Эти неоперационные активы эксперты называют непроизводственными активами. В Заключении экспертов по поводу их учета написано следующее: «Непроизводственные активы ОАО «Апатит» включают: спортивно-оздоровительные и социально-культурные объекты, магазины и жилые здания», и далее: «Так как ОАО «Апатит» является градообразующим предприятием, объекты, относящиеся к непроизводственным активам ОАО «Апатит», не являются избыточными». Независимо от того, относится это предприятие к градообразующим или нет, методологически абсолютно неправомерно относить указанные объекты к операционным активам, т.е. считать их участвующими

в генерировании доходов ОАО «Апатит». Напротив, эти непроизводственные активы, не участвуя в создании доходов предприятия, существуют за счет их обязательного расходования.

Мы полагаем, что при определении стоимости собственного (акционерного) капитала стоимость «жилых зданий», «спортивно-оздоровительных и социально-культурных объектов», а также «магазинов» должна исключаться из стоимости основных средств ОАО «Апатит». Деятельность этих объектов не имеет непосредственного отношения к стоимости акций АО.

Мы не располагали данными об указанных неоперационных активах ОАО «Апатит». В то же время в нашем распоряжении имелись данные за 2003 г. о внереализационных расходах, которые, как мы полагаем, условно представляют сумму расходов на содержание неоперационных активов ОАО «Апатит». В 2002 г. сумма внереализационных расходов составила 795 980 тысяч руб.¹ Если умножить эту величину на соответствующий мультипликатор,² то можно получить условную оценку стоимости основных непроизводственных фондов, которая составит 1 591 960 тысяч руб. ($795\,980 \times 2,0$), а по курсу рубля к доллару (31,56) — 50 442 тысячи долл. Эту величину следует исключить из стоимости собственного капитала ОАО «Апатит», оцененного в рамках затратного подхода. Это — *третье* уточнение.

Теперь подведем итог:

- общая сумма собственного капитала, оцененная экспертами в рамках затратного подхода — 278 407 тыс. долл.;
- минус стоимость излишка оборотных средств — 24 884 тыс. долл.;
- минус стоимость привилегированных акций — 47 312 тыс. долл.;
- минус стоимость основных непроизводственных фондов (жилые дома, магазины, социально-культурные объекты и т. п.) — 50 442 тыс. долл.;
- итого совокупная стоимость обыкновенных акций — 155 769 тыс. долл.

РАСЧЕТЫ ЭКСПЕРТОВ В РАМКАХ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

Эксперты выполнили расчеты в рамках сравнительного (рыночного) подхода, используя соответствующую информацию, касающуюся лишь одной иорданской компании — Jordan Phosphate Mines Company (JPMC). Именно эту компанию эксперты рассматривают «как наиболее подходящую под определение компании-аналога для ОАО «Апатит». Однако использование данных лишь об одной компании-аналоге — явное нарушение общепринятых условий применения метода компаний-аналогов для получения рыночной стоимости оцениваемой компании. В рамках сравнительного подхода указанный

¹ Отчет о прибылях и убытках ОАО «Апатит» за 2003 г. Колонка — «предыдущий год».

² Эта схема выбрана не случайно. Я рассматриваю такие внереализационные расходы, связанные с неоперационными непроизводственными основными фондами, в качестве возможных дискреционных доходов, которое имело бы ОАО «Апатит», если бы оно не несло затраты на содержание соответствующих социальных объектов, прежде всего жилых зданий. Обычно такого рода дискреционные доходы умножаются на соответствующий мультипликатор, «который, как правило, варьируется от 1 до 3. Данный множитель используется для определения искомой величины стоимости путем умножения на него дискреционных доходов». Уэст Т., Джонс Д. Пособие по оценке бизнеса / Пер. с англ. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 45.

Я выбрал промежуточное значение мультипликатора между 1 и 3, а именно — 2,0. Тогда оценка стоимости основных непроизводственных фондов составит 1 591 960 тысяч руб. ($795\,980 \times 2,0$).

метод можно применять для этой цели лишь при одном непременном условии, а именно, как пишут американские специалисты по оценке стоимости бизнеса, лишь «при наличии *достаточно большой выборки* компаний-аналогов».¹ Одну компанию в качестве аналога использовать ни в коем случае нельзя. Существует неизбежная опасность получить случайные соотношения. Квалифицированные оценщики так не поступают. Чтобы результаты расчетов применительно к оцениваемой компании признать достаточно достоверными, требуются по крайней мере три-четыре компании-аналоги. Во всяком случае проведенные экспертами расчеты следует уточнить (мы уже не говорим о том, что нужно было обязательно использовать большее число компаний-аналогов).²

Мы уточнили расчеты, выполненные экспертами, лишь относительно одной компании-аналога. В *таблице 39* показаны уточненные расчеты, основные показатели для выполнения которых приведены экспертами. Наши уточнения начинаются со строки «премия за контроль — 35 %».

Теперь переходим к оценке рыночной стоимости 20-процентного пакета обыкновенных акций³ ОАО «Апатит» в рамках сравнительного подхода.

Сначала найдем среднюю стоимость собственного (акционерного) капитала по двум представленным нами схемам. Средняя стоимость будет равна 114 184 126 долл. Пропорциональная величина 20-процентного пакета акций будет равна 22 837 тысячам долл. Здесь необходимо учесть только коэффициент контроля, равный 0,7 (скидка за низкую ликвидность учтена в самой схеме). В таком случае стоимость 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит», полученная в рамках сравнительного подхода, составит 15 986 тысяч долл. (22 837 Ч 0,7). Эта цифра, повторим, учитывает и скидку за низкую ликвидность акций ОАО «Апатит», равную 23 %. Именно эту величину (15 986 тыс. долл.) мы будем использовать в дальнейших расчетах.

СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ РАСЧЕТОВ СТОИМОСТИ 20-ПРОЦЕНТНОГО ПАКЕТА ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ ОАО «АПАТИТ», ПОЛУЧЕННЫХ НА ОСНОВЕ ДАННЫХ, ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ЭКСПЕРТАМИ, С УЧЕТОМ МОИХ УТОЧНЕНИЙ

Итак, мы располагаем результатами трех оценок (с учетом моих уточнений) рыночной стоимости 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» в рамках трех подходов (*табл. 40*).

¹ Десмонд Г.М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса / Пер. с англ. М.: Российское общество оценщиков, 1996. С. 113

² Справедливости ради надо сказать, что этот недостаток ощущали и сами эксперты. Они отмечали, что «данный подход (сравнительный или рыночный. — В.Р.) использовался индикативно, т.е. его результаты не учитывались при итоговом согласовании величины стоимости оцениваемого объекта» (20-процентного пакета акций ОАО «Апатит». — В.Р.).

Но тогда возникает вопрос, зачем вообще нужно было применять этот подход, если для проведения расчетов в его рамках не было подходящей информации? Тем не менее расчеты были проведены и представлены в выводах *наряду с результатами*, полученными с применением других подходов.

³ Стоимость привилегированных акций была автоматически исключена при установлении средней доли собственного капитала предприятий химической промышленности (66 %). В оставшуюся долю заемного капитала (34 %) входит и стоимость привилегированных акций.

ТАБЛИЦА 39. Уточненные расчеты, основные показатели для выполнения которых приведены экспертами

Основные показатели	Единица измерения (мои измерения)	MVPS/Volume of phosphate production (стоимость инвестированного капитала / годовой объем производства), млн долл.	MVPS/Asset (стоимость инвестированного капитала / активы), млн долл.
Данные оцениваемой компании		8 872 000	447 823 607
Оценочный мультипликатор		29,24	0,66
Предварительная стоимость инвестированного капитала	Долл. США	259 373 271	294 060 418
Премия за контроль	35 %	90 780 645	102 921 146
Предварительная стоимость инвестированного капитала с учетом премии за контроль		350 153 916	396 981 564
Скидки за низкую ликвидность	23 % ¹	80 535 401	91 305 760
Предварительная стоимость инвестированного капитала с учетом скидки на низкую ликвидность 23 % (а не 20 %, как у экспертов)		269 618 515	305 675 804
Предварительная стоимость капитала, (собственного по средней) доля по предприятиям химической промышленности, приведенной экспертами	66 % ²	177 948 220	201 746 031
Минус стоимость оцененных непроизводственных фондов (жилые здания, магазины, социально-культурные объекты) ³	Мои уточнения	75 663 000	75 663 000
Стоимость собственного капитала (мои оценки)		102 285 220	126 083 031

¹ Именно эту величину скидки за низкую ликвидность мы также использовали в расчетах с использованием других подходов. Повторим, что в Заключении экспертов применение скидки за низкую ликвидность оговорено только лишь в отношении уточнения результатов в рамках сравнительного подхода. Именно там применяется неподходящая величина скидки в 20 %.

² Полагаю, что именно в таком усредненном расчете уместно использовать выдвинутое экспертами как рациональное соотношение собственных и заемных средств: 66 и 34 %.

³ Ясно, что в состав активов (основных фондов) иорданской фирмы не входит стоимость этих активов (непроизводственных основных фондов), учитываемых в балансе ОАО «Апатит».

ТАБЛИЦА 40. Результаты трех оценок рыночной стоимости 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит»

Подход	Уточненные (мной) оценки экспертов, тыс. долл.
Доходный	15 480
Затратный	16 738
Сравнительный	15 986

Согласно правилам определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного и муниципального имущества¹ «определение средневзвешенного значения величины... осуществляется путем сложения этих величин, умноженных на весовые коэффициенты в следующем порядке:

а) при наличии всех трех величин к наибольшей из них применяется весовой коэффициент 0,6, к средней — 0,3, к наименьшей — 0,1» (п. 8 указанного постановления).

Замечу, что точно такие же соотношения представлены в пункте 6а постановления Правительства Российской Федерации от 14.02.2006 № 87.

В таком случае применительно к уточненным мной расчетам экспертов средневзвешенная величина 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» составит:

$$16\,738 \times 0,6 + 15\,986 \times 0,3 + 15\,480 \times 0,1 = \\ = 10\,042,8 + 4\,795,9 + 1\,548,0 = 16\,386,7 \text{ тыс. долл.}$$

Расчеты оценщиков ООО «ВС-оценка»

ОБЩЕЕ СОПОСТАВЛЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ РАСЧЕТОВ ЭКСПЕРТОВ И ОЦЕНЩИКОВ

Отчет оценщиков — работников ООО «ВС-оценка» (далее — оценщики) был подготовлен по договору с РФФИ на оценку рыночной стоимости 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» по состоянию на 01.10.2002. Конечным результатом этих расчетов стало объявление рыночной стоимости акций ОАО «Апатит», а именно 15 130 тыс. долл.

Как видно, эта оценка ненамного отличается от результатов скорректированных мной расчетов, проведенных экспертами. Цифра, полученная мной на основе расчетов экспертов в отношении 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит», составила 16 386,7 тыс. долл., цифра, полученная ООО «ВС-оценка», — 15 130,0 тыс. долл. Разница менее 8 % вполне допустима в подобных расчетах, выполненных независимо друг от друга.²

¹ Постановление Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369.

Точно такая же схема определения средневзвешенной цены приведена в постановлении Правительства Российской Федерации от 14.02.2006 № 87.

² Специально хочу обратить внимание на то, что оценщики применяют более высокую, чем эксперты, скидку за низкую ликвидность акций ОАО «Апатит», а именно 37 против 20 %. Если распространить на итоговые расчеты экспертов эту разницу в применяемых скидках ($37 - 20 = 17\%$), то можно получить иную оценку, применительно к расчетам экспертов равную 13 601 тыс. долл. ($16\,386,7 \times 0,83$). Иначе говоря, результаты расчетов экспертов при применении одинаковых скидок за неконтрольный характер (30 %) и недостаточную ликвидность (37 %) оказываются даже ниже результатов расчетов оценщиков ООО «ВС-оценка» — не менее чем на 9 % ($13\,601 : 15\,130,0$).

Замечу, что при корректировке расчетов экспертов я применял скидку за низкую ликвидность, равную 23 %. В этом случае разница в оценке экспертов и оценщиков составляет не 9, а 7 %.

Отсюда можно сделать вывод о том, что между расчетами экспертов и оценщиков по определению рыночной стоимости 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» на 01.10.2002 *не существует сколько-нибудь серьезной разницы*.

Следует отметить, что это сопоставление представляет собой сравнение лишь конечных результатов. В отчете оценщиков применяются несколько иные, чем принятые нами при корректировке расчетов экспертов, показатели скидок на недостаточную степень контроля и ликвидности оцениваемого пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит». И для достижения достаточной сопоставимости скорректированных мной расчетов экспертов и результатов оценочных процедур оценщиков следует использовать одинаковые характеристики этих скидок. В связи с этим полагаю целесообразным вернуться к сопоставлению результатов оценки 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит», полученных, с одной стороны, экспертами, а с другой — оценщиками.

Моя корректировка расчетов ООО «ВС-оценка»

Затратный подход. В основе расчетов оценщиков в рамках затратного подхода лежала методика оценки стоимости чистых активов.

Стоимость 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит», установленная в рамках затратного подхода, составила 7 510 005 тыс. руб.

Но этот результат получается, что называется, «напрямую». Его, по мнению оценщиков, следовало бы уточнить в связи с выявленным ими расхождением в бухгалтерской отчетности ОАО «Апатит». С учетом выполненной оценщиками корректировки стоимость ОАО «Апатит» составляет несколько меньшую величину — 6 852 521 тыс. руб.

Пропорциональная величина 20-процентного пакета составит 1 370 504 тыс. руб. ($6\,852\,521 \times 0,2$).

Далее оценщики используют скидку (40 %) за недостаточную степень контроля указанного миноритарного (20-процентного) пакета акций.

Оценщики должны были использовать менее значительную скидку (в 30 %), соответствующую (так должно было быть согласно действовавшим в то время правилам) оцениваемому пакету акций. Скидку в 40 % применяют в отношении меньшего (по абсолютному размеру) пакета акций (см. табл. 36).

Именно такая скидка (30 %) за недостаточную степень контроля (или 0,3), равно как и обратная величина — коэффициент контроля (70 %, или 0,7), используется мной при корректировке расчетов экспертов. Я применю этот же коэффициент контроля и при корректировке расчетов оценщиков.

Оценщики применяют скидку за недостаточную степень ликвидности оцениваемого ими 20-процентного пакета обыкновенных акций в размере 42,5 % (0,425).¹

¹ Это оценка существенно выше скидки в 23 %, используемой мной применительно к расчетам экспертов (у них же эта скидка, еще раз повторю, составляла 20 %)

Они полагают, что вполне возможно снизить скидку за недостаточную ликвидность с 42,5 до 37,5 %, и объясняют это тем обстоятельством, что, будучи российским монополистом на рынке фосфатных удобрений, ОАО «Апатит» испытывает относительно меньшее давление конкуренции. В таком случае обратная величина коэффициента недостаточной ликвидности имеет значение (с округлением), равное 63 %, или 0,63.

Необходимо отметить, что в России размеры скидок за недостаточную ликвидность не регламентируются какими-либо законодательными нормами. Выбранный оценщиками эмпирический размер скидок вполне допустим. Во всяком случае он не выходит за рамки диапазона применяемых скидок за низкую ликвидность — от 23 до 45 %.

Итак, пропорциональная величина 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит», рассчитанная оценщиками в рамках затратного подхода, составляет 1 370 504 тыс. руб. В *таблице 41* показано, к каким оценкам приводит применение указанных двух скидок.

ТАБЛИЦА 41. Влияние применения скидок на оценку

Скидки	Расчеты оценщиков, тыс. руб.	Мои расчеты (уточнение), тыс. руб.
Применение коэффициента контроля	0,6 822 302,4	0,7 959 352,8
Применение коэффициента недостаточной ликвидности	0,63 518 050,5	0,63 604 392,3

Если перевести эти оценки в рублях в долларовые эквиваленты по существовавшему тогда (на 01.10.2002) курсу (1/31,56), то получим следующую цифру: расчеты оценщиков с моими уточнениями — 19 150,5 тыс. долл. (604 392,3 / 31,56).

Доходный подход. Согласно расчетам оценщиков в рамках доходного подхода по методу ДДП стоимость ОАО «Апатит» на 01.10.2002 составила 159 525 тыс. долл. Ни сами расчеты, ни примененная оценщиками ставка дисконтирования не вызывают сомнений.

Из полученного результата оценщиками предлагается убрать стоимость недостатка оборотного капитала, равного, по их расчетам, 25 795,97 тыс. долл.

В таком случае стоимость ОАО «Апатит» уменьшится до 133 729 тыс. долл. (159 525 – 25 796).

Применив такую же, как и в прежнем расчете, скидку за недостаточную степень контроля (40 %) и совершенно *иную* (?) скидку за низкую ликвидность (10 %), оценщики рассчитали стоимость 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит».

Пропорциональная величина этого пакета составит 26 745,8 тыс. долл. (133 729 × 0,2). Далее оценщики применили коэффициент контроля, принятый ими в 60 % (скидка — 40 %), и получили скорректированную стоимость пакета акций, равную 16 047,48 тыс. долл. (26 745,8 × 0,6).

Затем оценщики учли принятую ими скидку за низкую ликвидность (10 %) и получили зафиксированную в отчете цифру стоимости 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» в размере 14 442,7 тыс. долл. (16 047,48 × 0,9).

Полагаю *не вполне правомерным* исключать недостаток оборотного капитала в размере 25 795,97 тыс. долл. Расчеты экспертов демонстрируют избыток оборотного капитала (24 844 тыс. долл.); но этот избыток появляется при принятии экспертами соотношения выручки и объема капитала в целом.¹ Так что наличие или избыток оборотного капитала являются следствием принятого соотношения выручки и оборотного капитала. Оценщики, однако, не представили убедительные доказательства существования недостатка оборотного капитала на момент оценки. Поэтому в качестве основы расчета мы рекомендуем использовать результат, полученный оценщиками в рамках ДДП, — 159 525 тыс. долл. (без вычета недостатка оборотного капитала).

Однако мы не рассматривали условия такой реконструкции и самое главное — не анализировали ее последствия. Вместе с тем ясно, что вследствие такой реконструкции балансов ОАО «Апатит» не удалось добиться полной согласованности расчетов экспертов и оценщиков.

На мой взгляд, такого рода реконструкции баланса никак не позволяют оценить реальную рыночную стоимость компании применительно к фактическим условиям ее существования.

Неправомерно применять разные скидки за низкую ликвидность: при использовании затратного подхода — 37, а доходного — 10 %. Это грубейшая ошибка. Всегда нужно использовать одну и ту же оценку ликвидности в рамках разных подходов: в данном случае — 37 % или обратную величину коэффициента ликвидности — 63 %.

При этом пропорциональная величина 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» в рамках метода ДДП составит 31 905 тыс. долл. ($159\,525 \times 0,2$). С учетом принятого оценщиками коэффициента контроля 0,6 эта величина уменьшится до 19 143 тыс. долл. ($31\,905 \times 0,6$), а с учетом коэффициента ликвидности 0,63 — до 12 060 тыс. долл. ($19\,143 \times 0,63$).

Приведу мои *уточнения* этих расчетов. Они необходимы для того, чтобы добиться определенной сопоставимости с расчетами экспертов:

- стоимость ОАО «Апатит» по методу ДДП, полученная оценщиками, составила 159 525 тыс. долл.;
- пропорциональная величина стоимости 20-процентного пакета — 31 905 тыс. долл.;
- величина пакета с учетом коэффициента контроля 0,7 — 22 333,5 тыс. долл. ($31\,905 \times 0,7$);
- величина пакета с учетом коэффициента ликвидности 0,23 (этот коэффициент используется мной при корректировке расчетов экспертов) — 17 196,8 тыс. долл. ($22\,333,5 \times 0,77$).

Согласование полученных оценщиками результатов осуществлялось с помощью установленных ими же «весов», а именно:

¹ Возможно, это соотношение явилось следствием реконструкции бухгалтерского баланса ОАО «Апатит». Эксперты имели дело уже с реконструированными балансами, в которых затраты на услуги посредников были устранены, соответственно увеличивалась чистая прибыль. Так что эксперты по существу работали с условными балансами, а оценщики — с вполне реальными балансовыми таблицами. Отсюда, вероятно, разница в оценке оборотного капитала: у оценщиков он со знаком «минус», а у экспертов — со знаком «плюс». Но это является результатом малооправданной реконструкции балансовых таблиц ОАО «Апатит».

- доходный подход — 0,64;
- затратный подход — 0,36.

Средневзвешенная скорректированная мной оценка получена на основе оценок:

- в рамках затратного подхода — 19 150,5 тыс. долл.;
- в рамках доходного подхода — 17 196,8 тыс. долл.

Эта средневзвешенная величина составила:

$$(19\,150,5 \times 0,64) + (17\,196,8 \times 0,36) = 12\,256,3 + 6\,190,8 = 18\,447,1 \text{ тыс. долл.}$$

Оценщики, как видно из приведенных расчетов, использовали свои веса для взвешивания. Считаем, что оценщикам следовало бы воспользоваться действовавшими уже в то время весовыми коэффициентами (согласно постановлению Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369 (без последующих уточнений): «вес» доходного — 0,7; затратного — 0,3.¹ В таком случае средневзвешенная стоимость 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» составит:

$$13\,405,35 (19\,150,5 \times 0,7) + 5\,159,04 (17\,196,8 \times 0,3) = 18\,564 \text{ тыс. долл. (округленно).}$$

Таким образом, если внести уточнения в расчеты оценщиков, то итоговая величина составит 18 564 тыс. долл.,² что несколько превышает окончательную величину — 16 386,7 тыс. долл. (с учетом проведенных мной корректировок). Так что ни в коем случае нельзя формулировать далеко идущий вывод о том, что оценщики ООО «ВС-оценка» занизили стоимость 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит». Напротив, их результат при сопоставимых условиях расчетов оказался даже выше результата, полученного экспертами (с учетом моих уточнений), ненамного, но выше — на 13 % (18 564 / 16 386,7). Заметим, однако, что эта разница в основном обусловлена применением разных величин скидки за низкую ликвидность: 23 % у экспертов, 37 % у оценщиков.

Оценка журнала «Эксперт»

В начале октября 2004 г. в журнале «Эксперт» было опубликовано очередное исследование — таблица рейтинга 400 крупнейших компаний России. Это, можно сказать, юбилейное, 10-е, исследование рейтингового агентства журнала «Эксперт» получило одобрение одной из влиятельных международных консалтинговых компаний «ПрайсвотерхаусКуперс Аудит» (ЗАО «ПвК Ау-

¹ В постановлении Правительства Российской Федерации от 14.02.2006 № 87 установлены несколько иные коэффициенты: «к наибольшей (величине. — В.Р.) применяется коэффициент 0,8, к наименьшей — 0,2» (п. 66).

² Эта цифра несколько выше окончательного результата (15 130 тыс. долл.), зафиксированного в отчете ООО «ВС-оценка». Но это в основном объясняется использованием сопоставимых с экспертами размеров скидок. Это во-первых. А во-вторых, изменились сами нормативные условия взвешивания результатов оценки пакетов акций, полученных разными методами.

дит»). В письме «ПвК Аудит» сказано: «Мы убедились в правильном применении методики (речь идет о методике составления рейтинга 400 предприятий. — В.Р.) путем проведения на выборочной основе сравнения данных, полученных от компаний, из базы данных Госкомстата и, когда это было необходимо, из других источников (например, базы данных РТС)...». «Мы полагаем, — добавляют работники «ПвК Аудит», — что методика, используемая рейтинговым агентством «Эксперт РА», является приемлемой...».¹

Рассмотрим более подробно методику составления рейтинга российских предприятий по размерам капитализации. Часть методического материала приводится в журнале «Эксперт» по результатам рейтинга 400 крупнейших предприятий; дополнительно используемые методические условия указаны в предыдущих изданиях журнала «Эксперт», в которых были представлены рейтинги только 200 предприятий.

В рейтинге капитализации (специально подчеркну это. — В.Р.) приводятся данные о рыночной стоимости компании, в т.ч. о рыночной стоимости ОАО «Апатит». По мнению составителей рейтинга, «о рыночной стоимости ценных бумаг имеет смысл говорить только в том случае, если ими *торгуют*» (с. 102).

Далее они добавляют, что включение в рейтинг той или иной компании обеспечивалось только в том случае, если ее акции «относились к одной из следующих категорий ликвидности» (с. 102):

1) *категория А. Высокая ликвидность.* С ценными бумагами регулярно совершаются сделки на российских и (или) иностранных биржах...;

2) *категория В. Средняя ликвидность.* Сделки с ценными бумагами на российских и (или) иностранных биржах совершаются нерегулярно...;

3) *категория С. Удовлетворительная ликвидность.* Ценные бумаги допущены к обращению хотя бы на одной российской или иностранной бирже...;

4) *категория Д. Низкая ликвидность.* Ценные бумаги котируются на внебиржевом рынке. В течение года, предшествующего дате расчета, с ценными бумагами зафиксирована хотя бы одна сделка, а число котировок на покупку в день расчета было не менее трех...;

5) *категория Е. Минимальная ликвидность.* Ценные бумаги котируются на внебиржевом рынке. В течение года, предшествующего дате расчета, с ценными бумагами зафиксирована хотя бы одна сделка, а число котировок на покупку в день расчета было не менее двух». (Акции ОАО «Апатит» относились к категории Е.)

Отметим еще одну методологическую особенность составленного рейтинга. Вначале капитализация компаний, включенных в рейтинг, опубликованный в журнале «Эксперт», «определялась как сумма рыночной стоимости обыкновенных и привилегированных акций. Рыночная стоимость — произведение количества акций на их цену. Последняя определялась как полусумма средних цен скупки и продажи. Если акции не покупаются или не продаются на внебиржевом рынке, то соответствующая стоимость равна нулю».²

¹ // Эксперт. 2004. № 37. С. 103. Далее ссылки на это издание будут приводиться непосредственно в тексте.

² // Эксперт. 1996. № 33. С. 38.

Так составлялся рейтинг по размерам капитализации 200 крупнейших российских предприятий до тех пор, пока методики расчетов рейтинга не стали согласовываться с консалтинговой компанией «ПрайсвотерхаусКуперс Аудит».

Впервые такое согласование произошло при составлении рейтинга за 2000 г. Об этом сказано в меморандуме об оценке «методики составления рейтинга «ПрайсвотерхаусКуперс Аудит».¹

Как указано в методике рейтингового агентства журнала «Эксперт», «капитализация — произведение цены обыкновенной акции на их количество».² Специально подчеркиваем, что начиная с рейтинга 2000 г., привилегированные акции не учитывались при определении капитализации компаний.

Оценка 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» на основе данных рейтингового агентства журнала «Эксперт»

В журнале «Эксперт», в котором опубликован интересующий нас рейтинг³, приведена оценка капитализации ОАО «Апатит» на 01.09.2004. Она составила 109,1 млн долл. (с. 181). При этом в сноске указано, что «капитализация — произведение обыкновенных акций на их количество. Пересчет рублевых цен и котировок осуществлен по курсу Центрального банка Российской Федерации на 01.09.2004 — 29,2591 руб./долл.» (с. 182).

По сравнению с 2001 г. в 2002 г. объем реализации ОАО «Апатит» составил 108,7 %.⁴ Можно сделать обоснованные, на наш взгляд, предположения, что в 2004 и 2003 гг. темпы прироста реализации были примерно такими же.

Распространим эти темпы ($1,087 \times 1,087 = 1,18$) на установленную величину рыночной стоимости обыкновенных акций ОАО «Апатит» по состоянию на 01.09.2002 — 109,1 млн долл. В этом случае рыночная стоимость ОАО «Апатит» на 01.10.2004 будет равна 92,5 млн долл. ($109,1 / 1,18$).

Что касается пропорциональной величины 20-процентного пакета обыкновенных акций, то она составит 18,5 млн долл. Коэффициент контроля для этого пакета исходно составлял 0,6 (пакет от 1 акции до 10 % акций — 1). Этого недостаточно для объективной оценки пакета. В отношении этого пакета нужно применить коэффициент контроля, равный 0,7. Разница в коэффициентах составляет 1,167 ($0,7 / 0,6$).

В таком случае исходная величина рыночной стоимости 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» составит 21,6 млн долл. ($18,5 \times 1,167$), а с учетом принятой нами для сопоставимости расчетов с оценщиками и экспертами скидки за низкую ликвидность 0,23 — 16 632 тыс. долл. ($21,6 \times 0,77$).

¹ // Эксперт. 2000. № 37. С. 56 Меморандум об оценке «методики составления рейтинга «ПрайсвотерхаусКуперс Аудит» опубликован в этом же номере журнала на с. 68.

² // Эксперт. 2000. № 37. С. 68.

³ // Эксперт. 2004. № 37.

⁴ // Эксперт. 2003. № 36. С. 107.

Напомним, что окончательные скорректированные нами расчеты экспертов составили соответственно 16 86,7 тыс. долл., а расчеты оценщиков — 18 564 тыс. долл.

Таким образом, в результате всех этих сопоставлений получены достаточно близкие результаты. Причем особенно важно подчеркнуть, что речь идет о близости результатов, один из которых получен совершенно изолированно на абсолютно независимой основе — на базе оценок, сформулированных работниками рейтингового агентства журнала «Эксперт».

Окончательные расчеты

Получены следующие скорректированные нами оценки 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» на 01.10.2004:

- расчеты экспертов — 16 386,7 тыс. долл.;
- расчеты оценщиков (ООО «ВС-оценка») — 18 564 тыс. долл.;
- расчеты на основе данных, опубликованных в журнале «Эксперт»,¹ — 16 632 тыс. долл.

Выводы

Расчеты экспертов, представленные в «Заключении комиссионной оценочной судебной экспертизы», противоречивы и непоследовательны. Применяв в рамках сравнительного подхода коэффициент контроля и скидку за низкую ликвидность, эксперты не провели такие же операции при расчетах в рамках доходного и затратного подходов. Это означает внутреннюю несопоставимость полученных результатов в рамках всех трех подходов. Строго говоря, внутренне несогласованные результаты нельзя было сопоставлять друг с другом для определения величины итогового результата, учитывающего промежуточные оценки, полученные в рамках трех подходов — доходного, затратного и сравнительного. Отсюда окончательная оценка экспертов 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» в 62 млн долл. представляется методологически недостоверной. Нужно было привести этот результат к методологическому единству и внести соответствующие коррективы в расчеты. Это не было сделано экспертами.

В рамках применения сопоставимых характеристик скидок за недостаточную степень контроля (30 %) и нашей собственной оценки скидки за низкую ликвидность (23 %) результаты расчетов ООО «ВС-оценка» 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» оказались несколько выше оценок, полученных экспертами с учетом устранения нами явных ошибок в их расчетах.

Расчеты экспертов во многом ошибочны и недостоверны.

Эти расчеты не в полной мере соответствуют принятым профессиональным оценочным сообществом условиям и правилам оценки стоимости бизне-

¹ // Эксперт. 2004. № 37.

са (например, в отношении набора компаний-аналогов, использования условных, а не реальных соотношений собственного и заемного капиталов). Зачастую эксперты игнорируют эти общепринятые правила и условия, используя ошибочные, неправильные схемы. Сами результаты расчетов представляются заранее ангажированными и в известной мере предвзятыми. Завышение оценки 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» является вполне очевидным. Стоимость этого пакета экспертами завышена в 3,8 раза ($62\,000 / 16\,386,7$).

Особо следует отметить неправомерность постановки следователем С.К. Каримовым перед экспертами исходной задачи: «Какова рыночная стоимость 20-процентного пакета акций... в составе контрольного пакета». Попытка экспертов ответить на неверно сформулированный вопрос привела к получению ими ошибочного результата оценки. Его ошибочность заключается в игнорировании ими обязательного требования учета коэффициента контроля или иначе — скидки со стоимости пакета в связи с недостаточной степенью контроля.

В противоречии с большей частью оценочных измерений экспертов в рамках доходного и затратного подходов, систематизированных в «Заключении комиссионной оценочной судебной экспертизы», находятся присутствующие в этом же документе расчеты 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит», выполненные в рамках сравнительного подхода. В его рамках были учтены скидки за недостаточную степень контроля указанного пакета акций и за его низкую ликвидность. Именно этого не было сделано при проведении расчетов в рамках двух других подходов — доходного и затратного.

Правильность полученных оценок 20-процентного пакета акций ОАО «Апатит» после наших уточнений (и оценщиков, и экспертов) подтверждается близкими результатами, выведенными на основании рейтинговых исследований, опубликованных в журнале «Эксперт».

Устранение, хотя и неполное, совокупности указанных ошибок позволяет подтвердить в целом достаточно достоверный характер отчета ООО «ВС-оценка» относительно рыночной стоимости 20-процентного пакета обыкновенных акций ОАО «Апатит» на 01.10.2002. Нужно отметить, что и в расчетах оценщиков присутствуют ошибочные элементы. При корректировке этих расчетов неправильные положения по возможности были устранены.

Оценка рыночной стоимости РАО «Норильский никель»: 1995—1996 гг.¹

Общая характеристика

По поводу залоговых аукционов было сказано немало. Не только в момент проведения, но и позже. Мне пришлось достаточно тщательно разбираться в сути этих аукционов. Это было связано с тем, что А.Р. Кох попросил меня написать экспертное заключение относительно оценки стоимости «Норильского никеля», выполненной по просьбе следователей, и провести самостоятельную оценку. А.Р. Коху Московская прокуратура предъявила обвинение в связи с проведением такого аукциона в отношении компании «Норильский никель». Проведенная мною совместно с Л.К. Русановым работа по оценке рыночной стоимости компании легла в основу статьи, опубликованной нами в 2000 г.

К тому времени оценка результатов этих аукционов приобрела определенную остроту. Сейчас такой остроты, конечно, нет. Но все же время от времени по поводу залоговых аукционов высказываются отдельные авторы. Так, например, давно и искренне уважаемый мною А. Привалов в книге «Любитель Отечества» пишет по этому поводу следующее: «Мне, например, очень нравится недавнее (написано это в апреле 2004 г. — В.Р.) предложение А.Н. Шохина: запретить победителям залоговых аукционов продавать свои компании без выполнения законодательно установленного набора требований. Детали, разумеется, нужно уточнять, но подобный подход позволил бы конкретизировать волнующий общество вопрос и перевести его из сферы безответственных и зачастую вредных компаний в сугубо практическую плоскость».² А.Н. Шохин и его полный тезка А.Н. Привалов исходят из презумпции «неполной ле-

¹ Глава написана на основе материалов статьи, опубликованной в соавторстве с Л.К. Русановым в сб. «Междисциплинарные вопросы оценки стоимости». М.: «Квинто-Консалтинг», 2000.

² Привалов А. Любитель Отечества. СПб.: Амфора, 2006. С. 260.

гитимности собственности на некий (весьма ограниченный) круг компаний»,¹ участвовавших в залоговых аукционах.

Я, однако, не считаю, что здесь была «неполная легитимность». Напротив, все происходило в соответствии с требованиями нормативных и законодательных актов. Такая уверенность сформировалась у меня в результате детального анализа сути этих залоговых аукционов и подробной оценки рыночной стоимости самого «яркого» их участника — компании «Норильский никель».²

Залоговые аукционы: российское изобретение

Залоговые аукционы проходили в 1995 г. Схема их очень проста: государство в лице Госкомимущества передавало в качестве залога принадлежащий ему пакет акций приватизированных объектов. Под этот залог выдавался кредит. Этот кредит распределялся среди различных видов бюджета — федерального, регионального и местного.³ Если, однако, государство оказывалось не в состоянии вернуть кредит, то залогодержатель (он же комиссионер) вправе организовать аукцион, на котором выставлялся для продажи этот пакет акций, ранее выступавший в роли залога. Залогодержателю из полученной суммы, в результате успешного аукциона, должен был быть возвращен кредит.

Но это схема. В действительности же пакет акций в результате аукциона оставался у прежнего залогодержателя. Правда, он передавал бывшему собственнику — государству дополнительную сумму денег как разницу между уже окончательно установленной рыночной ценой и первоначальной суммой, отданной за пакет акций.

За полученный же кредит заемщик должен выплачивать вполне определенный процент. Он устанавливался в ЭКЮ «по ставке ЛИБОР плюс 0,5 процента годовых для трех месячных депозитов, действующей на день заключения договора».⁴ В дополнение было сказано, что «начисление процентов по кредиту начинается с даты зачисления кредитором всей суммы кредита на счет заемщика в Центральном банке Российской Федерации и завершается 01.01.1996». «В дальнейшем, — следует еще одно добавление, — проценты по кредиту не начисляются».⁵

И что очень важно, в утвержденных документах-приложениях к Указу Президента РФ определено, что «датой уплаты процентов по кредиту является дата погашения кредита».

Что отсюда следует? Указ о проведении залогового аукциона подписан 31.08.1995. Вместе с ним утверждены и основные документы технического обес-

¹ Привалов А. Любитель Отечества. СПб.: Амфора, 2006. С. 260.

² Законность приватизации «Норникеля», — пишет газета «Ведомости» дважды проверяла Счетная палата и со второй попытки признала ее законной. Московская прокуратура пыталась оспорить приватизацию «Норникеля» в арбитраже, но суд отклонил иск. // Ведомости, от 29.08.2003.

³ Согласно Приложению 4 к Указу Президента РФ от 31.08.1995 № 889, устанавливались следующие нормы распределения доходов, поступающих от использования путем передачи в залог акций, находящихся в федеральной собственности (в %): местные бюджеты — 5, региональные — 15, федеральный — 80.

⁴ Это условие сформулировано в п. 4 «Правил проведения аукционов на право заключения договоров кредита, залога находящихся в федеральной собственности акций и комиссион», утвержденных Указом Президента РФ № 889 от 31.08.1995.

⁵ Это положение зафиксировано в Приложении № 1 к упомянутому Указу Президента РФ от 31.08.1995 № 889.

печения этого аукциона. В Указе установлен срок проведения аукционов — IV квартал 1995 г. В утвержденных же документах к Указу установлено, что период начисления процентов за кредит оканчивается в том же IV квартале («до 01.01.1996» — сказано в «Обязательных условиях кредита»), т.е. при организации залоговых аукционов заведомо предполагалось, что на полученные по результатам их проведения кредиты проценты начисляться не будут.

Так, Впрочем, и произошло на самом деле в отношении выплат государством, процентов по кредиту, предоставленному ОНЭКСИМ банком — победителем залогового аукциона по РАО «Норильский никель». Согласно разъяснениям Минфина РФ, «при передаче в залог акций РАО «Норильский никель», находившихся в федеральной собственности, в федеральный бюджет в декабре 1995 г., были перечислены денежные средства в размере кредита, предоставленного Российской Федерации, в сумме 771,74 млрд руб.».¹ Добавим, что по соответствующему валютному курсу (1 : 4,537) это составило 170,1 млн долл. США.²

Ясно, что при таком временном раскладе никаких процентов за предоставленные средства ОНЭКСИМ банк вообще не получал. Не правда ли, странный кредит, не имеющий своей цены. Ведь норма процента и есть цена кредита. Скорее всего, это не кредит, а своеобразная субсидия. Ее отличие от обычной безвозмездной передачи денег в данном случае заключается в следующем: залогодержателю были предоставлены фактически преимущественные права в приобретении на новом аукционе выставляемого уже на продажу пакета акций. Мы рассматриваем эти преимущественные права в качестве своеобразной компенсации за беспроцентное получение денег — субсидии. Слово «кредит» здесь не совсем уместно, поскольку кредитные отношения обязательно подразумевают и выплату процентов. Сами же условия залоговых аукционов, установленные Указом Президента РФ, заранее исключали выплату таких процентов. Отсюда между должником (в данном случае — государством) и ОНЭКСИМ банком возникали новые правоотношения, регулируемые обязательственным правом. В статье 308 «Стороны обязательства» ГК РФ, действующего с 01.01.1995, сказано: «Каждая из сторон по договору несет обязанность в пользу другой стороны, она считается должником другой стороны в том, что обязана сделать в ее пользу...».

Это общепризнанное требование. Вот комментарий Я. Шаппа по поводу неисполнения одной из сторон обязательственного договора в рамках современного гражданского права Германии: «Лицо, не исполняющее свои договорные отношения, не оправдывающее доверие своего партнера по договору, в известной степени «виновное» перед ним... Отсюда возникает вопрос об аналогии с уголовным правом, где назначение наказания связано с виной преступника».³ К сожалению, данной виновной стороной в договоре с ОНЭКСИМ

¹ Письмо Минфина от 30.04.1998 № 5-3-04. Это письмо было подписано тогдашним зам. министра О. Вьюгиным.

² Довольно странная оценка этих дополнительных источников бюджетных средств прозвучала в Постановлении ГД № 442-11 Государственной Думы от 07.06.1996 «О ходе приватизации РАО «Норильский никель» и вызванные этим социально-экономические проблемы»: «Передача в залог... акций РАО НН... обременила федеральный бюджет новыми финансовыми долговыми обязательствами в размере 170,1 млн долл. США...». Если эти средства не нужны были, никто бы, мы думаем, не организовал их поступления. Без всяких сомнений, залоговые аукционы — вынужденная мера государства. Вынужденная — по причине нехватки бюджетных ресурсов.

³ Шапп Я. Основы гражданского права Германии: Учебник. М.: Бек, 1996 С. 39.

банком было государство, которое не выплачивало никаких процентов за взятый у банка кредит.

Тем самым оно (государство) было обязано что-то «сделать в пользу» ОНЭКСИМ банка. Каким образом, если не деньгами? Предоставлением преимущественных прав банку в приобретении пакета акций, переданных ему в залог. Но эти права могли появиться только в одном случае, а именно: если государство оказывалось не в состоянии вернуть кредит.¹ Нельзя сказать, что заранее все было распланировано так, чтобы 38-процентный пакет акций достался ОНЭКСИМ банку. Нет никаких сомнений в том, что государство все же пыталось найти средства, чтобы возратить ОНЭКСИМ банку субсидию (кредит) в 170,1 млн долл. США и вернуть залог — пакет акций. На этот счет было специальное поручение Правительства Минфину.

Попытки вернуть пакет акций и организация действий комиссионера

Правительство поручило вести большую часть дел по залоговым аукционам Минфину, и ему же пришлось отвечать на появившуюся впоследствии критику. Критика была сконцентрирована в заключении Счетной палаты. Это — «Отчет о результатах проверки производственно-хозяйственной и финансовой деятельности Российского акционерного общества «Норильский никель» (далее — НН. — В.Р.) и использование этим предприятием бюджетных средств, а также отсрочки налоговых платежей в 1996 г.». Этот отчет был подписан аудитором Счетной палаты М.И. Бесхмельницким.

Можно сказать, что Правительство пыталось вернуть заложенный пакет акций. Пыталось, но для этого не нашлось соответствующих средств. Минфину Правительство дало задание «найти источник для исполнения обязательств, возникших в Российской Федерации в связке заключенными в 1995 г. договорами кредита (повторим, их вряд ли можно назвать таковыми из-за отсутствия выплат процентов. — В.Р.) под залог акций, находящихся в федеральной собственности».²

Что же сделал Минфин? Он предложил дополнить статью 17 ФЗ «О федеральном бюджете на 1996 г.» в части направления дополнительных средств, которые можно было получить в 1996 г., на выкуп акций, переданных в залог. Законопроект с этим дополнением статьи 17 поступил в ноябре 1996 г. в Государ-

¹ Эти «преимущественные права» в определенной мере связаны с тем, что РАО «Норильский никель», как и АКБ «ОНЭКСИМ банк», входили в одну финансово-промышленную группу «Интеррос» (см. Указ Президента РФ от 28.10.1994 № 2023 «О выработке мер государственной поддержки создания и деятельности финансово-промышленных групп на базе финансово-промышленной группы «Интеррос»). Вполне естественно, что ОНЭКСИМ банк стремился сохранить в составе ФПГ «Интеррос» партнера — РАО «Норильский никель». Тем более что Указ предусматривал «возможность... передачи в коммерческое или доверительное управление предприятию — представителю интересов финансово-промышленной группы временно закрепленных за государством пакетов акций предприятий — участников группы». Именно таким представителем интересов всей ФПГ «Интеррос» был ОНЭКСИМ банк.

² Цитируется письмо О. Вьюгина.

ственную думу.¹ Этот поправочный законопроект был одобрен профильным комитетом Думы. Но все же слишком поздно. На рассмотрение Думы он поступил в январе 1997 г., когда уже закончилось исполнение бюджета 1996 г. Правительству ничего не оставалось делать, как отозвать запоздавший законопроект о погашении полученных средств для возврата заложенных пакетов акций.

Что касается контроля за движением средств, связанных с залогом пакета акций РАО НН, то по этой линии был открыт специальный (блокированный) счет Минфина в ОНЭКСИМ банке, средства с которого перечислялись на вновь открытый лицевой счет доходов федерального бюджета. Так что в конечном счете средства от залоговых аукционов, безусловно, поступили в федеральный бюджет и «прошли» по исполнению бюджета 1996 г.

Таким образом, залогодатель (государство) не смог погасить полученные на время денежные средства. Тогда залог-пакет акций был продан. Согласно Указу Президента № 889 (п. 7) «продажа комиссионером (применительно к пакету акций РАО НН им был ОНЭКСИМ банк. — В.Р.) находящихся в федеральной собственности акций, переданных в залог, осуществляется любым из способов, установленных законодательством Российской Федерации о приватизации, по выбору комиссионера, кроме инвестиционных торгов. Формы реализации, выбранные комиссионером, определяются им самостоятельно...». Аукцион продажи залога — 38-процентного пакета акций РАО НН состоялся 5 августа. Продажная цена пакета акций составила примерно 250 млн долл., превысив сумму залога (170,1 млн долл.) на 80 млн долл.

Но комиссионеру полагается вознаграждение. Это, естественно, было отмечено в документах, утвержденных президентским Указом. Эта сумма установлена (п. 8 Приложения № 3 к отмеченному Указу) «в размере 30 (тридцати) процентов от разницы между суммой выручки от продажи акций и суммой обязательств Российской Федерации...». В конечном счете федеральный бюджет получил еще 457,8 млрд руб., «которые были получены сверх размера предоставленного кредита...». Но к этой величине нужно добавить сумму вознаграждения комиссионера. Эта сумма никогда не учитывалась ни сторонниками, ни противниками проведенного аукциона. Почему? Чем объяснить столь пренебрежительное отношение к оценке одного из элементов формирования рыночной цены проданного в конце концов пакета акций РАО НН?

На наш взгляд, все дело в том, что реально эта величина никогда не фигурировала в указанных расчетах. И связано это с тем, что ОНЭКСИМ банк, будучи организатором аукциона по продаже пакета акций РАО НН, естественно, не устанавливал продажную цену с учетом 30 % от разницы между суммой выручки и суммой обязательств государства по залогу. Зачем платить как бы самому себе? Поэтому реальная продажная цена 38-процентного пакета акций была в действительности занижена с учетом поступления этой 30-процентной разницы комиссионеру. Но все дело в том, что и комиссионер, и покупатель 38-процентного пакета акций — это было одно и то же юридическое лицо —

¹ Любопытно, что наряду с этим шагом Президент РФ ранее подписал Указ от 02.11.1995 № 1067, согласно которому «право реализации акций, находящихся в федеральной собственности и переданных в залог... возникает у комиссионера с 01.09.1996».

ОНЭКСИМ банк. Если бы это были разные юридические лица, то продажная цена этого пакета должна была бы включать и оплату услуг комиссионера (30 % разницы между продажной ценой и залоговой стоимостью пакета), т.е. была бы больше общей суммы выручки, зафиксированной 06.08.1997 на 196,2 млрд руб., т.е. на сумму вознаграждения комиссионеру $((457,8 : 0,7) \times 0,3)$.

Таким образом, общая сумма продажи 38-процентного пакета акций РАО НН составила: 771,74 млрд руб. + 457,8 млрд руб. + 173,64 млрд руб. (невыплаченные проценты за пользование кредитом, из расчета 15% в год, т.е. за 1,5 года с 01.01.1996 по август 1997 г. — $771,74 \times 0,15 \times 1,5$) + 196,2 млрд руб. (сумма вознаграждения комиссионеру — ОНЭКСИМ банку) = 1599,38 млрд руб.

Расчет в долларах выглядит несколько по-иному:

$771,74 : 4,537 + 457,8 : 5,722 + 173,64 : 5,722 + 196,2 : 5,722 = 170,1 + 80,0 + 30,3 + 34,3 = 314,7$ млн долл. США.

Заметим, что эта оценка 38-процентного пакета акций РАО НН означает, что стоимость 100-процентного пакета, т.е. рыночная стоимость всей компании, будет равна 828,2 млн долл. США. Забегая вперед, скажем, что по отношению к 38-процентному пакету акций мы использовали премию за контроль в размере 30 %. По отношению к 100-процентному пакету премия за контроль должна быть выше — 40 % (оценка), т.е. новая рыночная цена будет равна 911 млн долл. США ($828,2 \times 1,1$).

Соотношение залоговой стоимости и рыночной цены пакета акций

Основной спор разгорелся по поводу определения залоговой стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН. В заключении Счетной палаты подвергалась сомнению цифра в 170,1 млн долл. США (771,74 млрд руб. : 4,537 — курс доллара на тот момент). Утверждалось, что эта цифра занижена, и на самом деле 38-процентный пакет, считали аудиторы, стоит существенно выше. В исходном договоре нужно было, написано в указанном заключении, установить существенно более высокую цену. То обстоятельство, что эта цифра оказалась «заниженной», привело к тому, что бюджет якобы недополучил по договору залога значительную сумму денег. На этом, собственно говоря, и основывалось утверждение о нанесении ущерба государству: в результате занижения залоговой стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН.

Но так можно рассуждать только исходя из позиции заранее предусматриваемого невозврата кредита — залоговой стоимости. Как мы уже показали, попытки вернуть ее предпринимались. Так что нет никаких оснований считать, что залоговую стоимость государство вообще не собиралось возвращать ОНЭКСИМ банку. Просто в той конкретной ситуации 1996 г. для этого в бюджете просто не было денег. Таким образом, если исходить из безусловного стремления государства возратить залоговую стоимость, то тогда по-другому следует оценивать и роль тех, кто подписал договор со стороны правительства. Следовало бы «поблагодарить» за «занижение» этой стоимости. Ведь в конце

концов возвращать из государственного бюджета пришлось бы относительно меньшую сумму. Правда, только в том случае, если бы это пришлось сделать. Реально же этого не произошло. Ну, а если не удалось бы вернуть залоговую стоимость, как это и случилось на самом деле? В этом случае сама залоговая стоимость становилась бы одним из элементов расчета рыночной стоимости 38-процентного пакета акций. Сама же рыночная стоимость в таком случае определялась независимо от того, как был оценен залог. Здесь в действие вступали иные правила, а именно в каком соотношении к стартовой цене объявлялась цена покупки 38-процентного пакета акций. Вот что отмечается в статье, написанной М. Рожковой в газете «Коммерсантъ» по горячим следам состоявшегося аукциона по продаже этого пакета акций: «Победителем конкурса по продаже госпакета акций (38 %) РАО «Норильский никель» 5 августа было признано ЗАО «Свифт» (представляет интересы ОНЭКСИМ-МФК). Эта компания предложила за акции объединения 236,18 млн ЭКЮ, что на 105 млн ЭКЮ больше стартовой цены».¹

И все же залоговая стоимость пакета акций определенным образом связана с его рыночной ценой. Ясно, что залоговая стоимость должна быть ниже последней. Это объясняется тем, что кредитор, устанавливая залоговую стоимость, стремится минимизировать риск невозврата кредита. Таким образом, залоговая стоимость устанавливается с определенным дисконтом по отношению к рыночной цене (рыночной стоимости). Отсюда ясно, что определение залоговой стоимости должно всегда основываться на представлении о рыночной стоимости имущества, в данном случае — 38-процентного пакета акций РАО НН.

Можно рассматривать вопрос о стоимости 38-процентного пакета акций с позиций ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)», введенного в действие окончательно чуть позднее состоявшегося аукциона по продаже рассматриваемых акций (Советом Федерации этот Закон был одобрен 09.07.1998). Но на момент проведения аукциона (05.08.1997) этот Закон уже прошел в трех чтениях в Госдуме и, конечно же, был известен устроителям аукциона по продаже пакета акций в 38 % РАО НН. Это было важно при определении залоговой стоимости.

Как известно, «предприятием как объектом прав признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие как имущественный комплекс признается недвижимостью» (ГК, ст. 132). В то же время в статье 71 ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» сказано, что «ипотекой предприятия может быть обеспечено обязательство, сумма которого составляет не менее половины стоимости имущества, относящегося к предприятию».

Это очень важное граничное условие определения рыночной стоимости. Мы уже отмечали, что залоговая стоимость 38-процентного пакета акций составила 170,1 млн долл. США. Если считать, что это составляет половину от рыночной цены пакета, то последняя составит 340,2 млн долл. (170,1 : 0,5).

Но это — верхняя граница. А нижняя? Наверное, ее можно установить, ориентируясь на то, что залоговая стоимость меньше рыночной цены на 30 %

¹ // Коммерсантъ от 07.08.1997.

(исходя из действовавшей в то время самой высокой ставки по депозитным счетам в российских банках с учетом дополнительного риска невозврата кредита). В таком случае нижняя граница рыночной цены 38-процентного пакета акций будет равна 243 млн долл. США ($170,1 / 0,70$). Таким образом, установив границы дисконта 30–50 % залоговой стоимости к рыночной цене 38-процентного пакета акций, мы определили ее возможные границы: 243–340 млн долл. США. Фактически этот пакет был продан за 250 млн долл. США, т.е. чуть выше нижней границы рыночной цены. Но, если к нижней границе добавить недостающие элементы: невыплаченные проценты (30,3 млн долл. США) и оплату услуг комиссионера (34,3 млн долл. США), мы выйдем на величину, близкую к той, которая уже фигурировала в наших расчетах. То есть получим 307,6 млн долл. США ($243,0 + 30,3 + 34,3$). Если же мы от 307,6 млн долл. США (38-процентного пакета акций) перейдем к 100-процентному пакету, то получим 809,5 млн долл. США. Если же учтем, что премия за контроль за 100-процентный пакет составляет 40 %, а не 30 % как в наших расчетах применительно к 38-процентному пакету акций, то рыночная цена будет равна 891 млн долл. США, что всего на 2,2 % меньше обоснованной нами рыночной стоимости всей компании РАО НН (с учетом премии за контроль). Это, как нам кажется, подтверждает правильность наших расчетов, которые, в свою очередь, весьма близки к реальным цифрам аукциона по продаже 38-процентного пакета акций этого ОАО.

Представим методику и результаты наших расчетов. Мы применили два способа оценки стоимости компании:

- сравнительный подход — метод рынка капитала, предусматривающий использование характеристик компаний-аналогов;
- доходный подход.

Метод рынка капиталов

Этот метод предполагает использование информации по компаниям-аналогам, акции которых котируются на организованном рынке ценных бумаг, главным образом — на фондовом рынке.

По компаниям-аналогам устанавливаются мультипликаторы двух типов — интервальные и моментные.

Среди моментных мультипликаторов мы выделили два следующих:

- цена/суммарная стоимость активов;
- цена/чистая стоимость активов.

Их мы и использовали в дальнейших расчетах.

При отборе компаний-аналогов мы ориентировались на следующие характеристики их сопоставимости с РАО НН:

- отраслевая принадлежность — добыча и переработка цветных металлов;
- акции отбираемых компаний свободно котируются на фондовых биржах;
- среди отобранных фирм нет компаний, вовлеченных в переговоры или в фактический процесс слияния или поглощения (такая вовлеченность существенно модифицирует рыночную стоимость акций);

- отобранные компании должны быть достаточно сопоставимы с РАО НН по структуре капитала, т.е. по соотношению собственного и заемного капитала.

Проведенный анализ показал, что среди российских компаний, акции которых котируются на организованном рынке ценных бумаг, нет ни одного аналога РАО НН. Тогда мы обратились к информации о западных рынках ценных бумаг. Были выделены 28 зарубежных компаний, данные о которых относятся к 1995—1997 гг. В Приложениях представлены данные бухгалтерских балансов сопоставимых компаний, а также их финансовые характеристики. По каждой из выделенных компаний были определены в национальных денежных единицах показатели:

- рыночной капитализаций;
- годовой выручки;
- стоимости суммарных активов.

На основе этих данных были рассчитаны указанные выше два вида моментных мультипликатора, а именно: цена компании/годовая выручка; цена компании/суммарные активы. Все эти данные приведены в *табличном Приложении в конце этой главы*.

Эти данные по каждой стране необходимо скорректировать на страновой риск.

При определении величины поправки на страновой риск мы использовали методику компании Deloitte & Touche.

Определяя поправку, мы исходили из того, что ставки дисконта, рассчитанные для оцениваемой компании и компании-аналога, различаются лишь на величину данной поправки.

Мы исходили из следующих данных:

$$M_a = P_a/C_a; M_o = P_o/C_o,$$

$$R_a = CF_a/P_a; R_o = CF_o/P_o,$$

где: M_a — мультипликатор, рассчитанный для компании-аналога;
 M_o — мультипликатор, рассчитанный для оцениваемой компании;
 P_a — рыночная стоимость компании-аналога;
 P_o — стоимость оцениваемой компании;
 C_a — показатель финансовой деятельности компании-аналога;
 C_o — показатель финансовой деятельности оцениваемой компании;
 R_a — ставка дисконта, рассчитанная для компании-аналога;
 R_o — ставка дисконта, рассчитанная для оцениваемой компании;
 CF_a — денежный поток для компании-аналога;
 CF_o — денежный поток для оцениваемой компании.

Исходя из данных формул, мы получаем равенства:

$$M_a \times C_a/M_o \times C_o = CF_a \times R_a/CF_o \times R_o,$$

$$M_o \times C_o = CF_o/R_o.$$

Находим отношение этих равенств:

$$M_a \times C_a/M_o \times C_o = CF_a \times R_a/CF_o \times R_o.$$

В дальнейшем рассматривались мультипликаторы, рассчитанные на основе следующих показателей финансовой деятельности: денежный поток, годовая выручка, прибыль до налогообложения, прибыль, денежный поток до налогообложения. Эти показатели финансовой деятельности компании можно выразить через денежный поток для компании, умноженный на определенный коэффициент K , т.е.:

$$C_a = K_a \times CF_a; C_o = K_o \times CF_o.$$

Тогда мы получаем, что:

$$M_a \times K_a \times CF_a / M_o \times K_o \times CF_o = CF_a \times R_o / CF_o \times R_a.$$

Мы предположили, что если сравниваются сопоставимые компании, то для любой пары аналогичных показателей финансовой деятельности оцениваемой компании и компании-аналога, выраженных через денежный поток (CP), коэффициенты K будут приблизительно равны, а значит, отношение этих коэффициентов примерно равно 1. Поэтому этим отношением мы можем пренебречь. Следовательно, мы получаем:

$$M_a / M_o = R_o / R_a.$$

Из данной формулы следует, что:

$$M_o = M_a \times R_o / R_a.$$

Также нам известно, что:

$$M_o = M_a \times f_{стр},^1$$

где $f_{стр}$ — поправка на страновой риск.

Отсюда следует, что фактор странового риска будет определяться по следующей формуле:

$$f_{стр} = R_a / R_o,$$

где $f_{стр}$ — поправка на страновой риск;

R_a — ставка дисконта, рассчитанная для компании-аналога;

R_o — ставка дисконта, рассчитанная для оцениваемой компании.

По методике Deloitte & Touche все страны разделяются на три группы риска:

- с низким уровнем риска;
- с умеренным уровнем;
- с высоким риском.

Мы моделируем ставки дисконта для компаний из различных групп риска при коэффициенте бета, равном 1,0 (табл. 42).

На основании приведенных выше расчетов и заключений составлена матрица поправок на страновой риск (табл. 43).

Далее мы скорректировали мультипликаторы с учетом страновых рисков. Эти данные представлены в *табличном Приложении*.

¹ Business Valuation Chapter 6, 600.13, Sep 11. Американское общество оценщиков. Стандарт по оценке бизнеса (BVS-V).

ТАБЛИЦА 42. Ставки дисконта для компаний из различных групп риска

Группа риска	Ставка дисконта для большой компании	Ставка дисконта для малой компании
1	11,2	16,2
2	16,2	21,2
3	21,2	26,2

ТАБЛИЦА 43. Матрица поправок на страновой риск

Оцениваемая компания ¹	Сопоставимая компания ²					
	БК1	БК2	БК3	МК1	МК2	МК3
БК1	1	0,7	0,5	0,7	0,5	0,4
БК2	М	1	0,8	1	0,8	0,6
БК3	1,9	1,3	1	1,3	1	0,8
МК1	1,4	1	0,8	1	0,8	0,6
МК2	1,9	1,3	1	1,3	1	0,8
МК3	2,3	1,6	1,2	1,6	1,2	1

¹ БК1 — большая компания из страны 1-й группы риска; БК2 — большая компания из страны 2-й группы риска; БК3 — большая компания из страны 3-й группы риска.

² МК1 — малая компания из страны 1-й группы риска; МК2 — малая компания из страны 2-й группы риска; МК3 — малая компания из страны 3-й группы риска.

В конечном счете мы установили, что средние значения оценочных мультипликаторов по 28 отобраным компаниям составляют:

- цена/годовая выручка — 0,52;
- цена/суммарные активы — 0,34.

Далее мы выполнили сравнительный финансовый анализ сопоставимых компаний (см. Приложение), который позволил нам сделать вывод о том, что РАО НН занимает среди компаний примерно одной и той же отраслевой принадлежности срединное положение. Это обстоятельство и определило, собственно, выбор для дальнейших расчетов указанных выше средних значений мультипликаторов.

Мы располагали данными о годовой выручке и суммарных активах РАО НН — соответственно 3,134 млн долл. США и 4,956 млн долл. США. Воспользовавшись указанными мультипликаторами, мы получили следующие, пока еще предварительные, значения стоимости 100-процентного миноритарного пакета акций:

- по мультипликатору цена/годовая выручка: $3,134 \times 0,52 = 1630$ млн долл. США;
- по мультипликатору цена/активы: $4,956 \times 0,34 = 1685$ млн долл. США.

В полученные оценки нужно внести определенные поправки. Во-первых, нужно исключить из стоимости компаний неоперационные расходы — в данном случае текущие издержки на содержание социальной сферы. Согласно имеющимся данным, они составили в 1995 г. 25 % годовой выручки. Во-вторых, следует учитывать, что пакет в 38 % обладает известной силой контроля: на его долю приходится 51 % голосующих акций РАО НН (остальные акции — привилегированные). Как мы уже отмечали, мы приняли

премию за контроль на уровне 30 %. Вот результаты расчетов (в млн долл. США):

- предварительная оценка рыночной стоимости — 1630 (1685);¹
- затраты на содержание социальной сферы РАО НН² — 784 (784);
- итоговая стоимость (100 % миноритарного пакета акций) — 864 (901);
- премия за контроль (за обладание 38-процентным пакетом акций) — 259 (270);
- итоговая стоимость 100-процентного пакета акций с учетом премии за контроль — 1123 (1171);
- итоговая стоимость 38-процентного пакета акций с учетом премии за контроль — 427 (445).

Таким образом, рыночная стоимость 38-процентного пакета акций РАО НН, оцененная на основе метода рынка капитала, на дату оценки 31.12.1995 составляла 427—445 млн долл. США. В дальнейших расчетах мы использовали верхнее значение — 445 млн долл. США (т.е. исходя из применения мультипликатора цена/активы).

Доходный подход

В рамках данного подхода возможно использование как метода капитализации фактических доходов, так и метода дисконтирования будущих доходов. Для применения последнего метода необходимо достаточно достоверное представление о перспективных доходах оцениваемого объекта, по крайней мере на 5 лет вперед. Такими данными мы не располагали. Поэтому мы использовали метод капитализации. Применение этого метода предполагает прежде всего наличие данных о величине прибыли в последний год отчетного периода. Применительно к РАО НН это были данные за 1995 г. Величина прибыли далее делится на коэффициент капитализации. Тем самым получают капитализированную стоимость на основе доходов компании. При этом полученная величина подлежит уточнению исходя из величины неоперационных расходов (в данном случае это затраты на содержание объектов жилищно-коммунального хозяйства и социально-культурного обслуживания).

Сущность метода капитализации может быть выражена следующей формулой:

$$V = E/R,$$

где V — стоимость 100% пакета акций данной компании;

E — годовая прибыль (за вычетом неоперационных расходов из прибыли на содержание социальной сферы);

¹ Вначале дается цифра, полученная с помощью мультипликатора цена/годовая выручка; в скобках приводится цифра, полученная с помощью другого мультипликатора — цена/активы.

² Стоимость активов РАО НН была скорректирована с учетом двух обстоятельств: 1) в суммарные активы по методике составления российских бухгалтерских балансов не входит стоимость земли; а ее нужно учитывать согласно международным правилам ведения бухгалтерии; 2) из стоимости активов были исключены своего рода избыточные активы, а именно стоимость объектов жилищно-коммунального хозяйства и социально-культурного обслуживания, которые в то время находились на балансе РАО НН. Их общая стоимость составила 20 трлн неденоминированных рублей.

K — коэффициент капитализации.

В качестве капитализируемой величины E была выбрана прибыль последнего отчетного года (1995 г.) до уплаты налогов. Однако, для того чтобы оценить величину затрат на содержание социальной сферы, понадобились данные и о выручке. Это было связано с тем, что указанные затраты составляли в РАО НН примерно 25 % от выручки. Вот эти данные: выручка — 14 288 577 368 тыс. руб. (неденоминированных); прибыль до вычета налогов — 4 999 132 013 тыс. руб.

Оценка коэффициента капитализации была выполнена с помощью модели CAPM. Уравнение CAPM можно записать следующим образом:

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f),$$

где R_e — ожидаемый доход на собственный капитал;

R_f — безрисковая ставка дохода;

R_m — среднерыночная ставка дохода;

β — коэффициент бета, характеризующий систематический риск.

Теперь рассмотрим конкретные значения. Безрисковая ставка нами принята на уровне доходов по долгосрочным правительственным облигациям США. Конкретно для 1995—1996 гг. это значение равно 5,1 %.

Разница ($R_m - R_f$) представляет собой рыночную премию за систематический риск. Анализ данных, приводимых консалтинговой компанией Ibbotson and Associates, привел нас к выбору величины в 6,1 %.

Что касается коэффициента β , то его определение потребовало учета данных о нем по рассматриваемым 28 зарубежным компаниям, занятым в цветной металлургии. Среднеарифметическое значение коэффициента β составило 1,09.

После этого оказалось возможным определить уровень доходности для собственного капитала R_e по РАО НН. Вот этот расчет:

$$R_e = 5,1 \% + 1,09 \times 6,1 \% = 11,75 \%, \\ \text{с округлениями } R_e = 12 \%.$$

Но здесь необходимо учесть и факторы несистематического риска, среди которых важен страновой риск. Согласно рекомендациям проведенных к моменту написания статьи (2000 г.) международных исследований, бизнес в России в то время был связан с высоким страновым риском. Он оценивался в 10 процентных пунктов.

Кроме того, несистематический риск бизнеса в РАО НН связан еще и с теми экстремальными условиями, в которых он ведется (в северных широтах), а также с неизбежным выполнением этим РАО градообразующих функций. Учитывалось и неблагоприятное изменение сырьевой базы и условий газоснабжения. В совокупности эти категории риска оценены в 3 процентных пункта.

Таким образом, K_e для РАО НН оказался равным 25 % (12 % + 10 % + 3 %). Этот уровень доходности мы приняли в качестве коэффициента капитализации; при этом мы не учитывали возможный темп прироста величин, т.е. исходили из равенства коэффициента ставке дисконтирования (табл. 44).

ТАБЛИЦА 44. Определение рыночной стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН

Информация для определения рыночной стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН	Руб.	Долл. США
Средний курс доллара	4559	—
Выручка	14 288 577 368 000	—
Прибыль отчетного года	4 999 132 013 000	1 096 541 350
Отчисления на содержания социальной сферы (25% от выручки)	-3 572 144 342 000	-783 536 816
Прибыль в распоряжении предприятия	1 426 987 671 000	313 004 534
Коэффициент капитализации	—	25 %
Стоимость 100 % акций	—	1 252 018 136
Стоимость 38 % акций	—	475 766 892

Теперь мы располагаем всей необходимой информацией для определения рыночной стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН по состоянию на 31.12.1995.

Итак, рыночная стоимость 38-процентного пакета акций, полученная на основе доходного подхода, составляет 476 млн долл. США. Здесь, однако, нужно внести еще одно уточнение. Дело в том, что премия за контроль 100-процентного пакета акций заведомо выше, чем премия за контроль 38-процентного пакета акций. Разница, как мы указывали выше, в наших расчетах принята в размере 10 процентных пунктов (соответственно 40 и 30 %). В таком случае полученную величину мы должны уменьшить на 10 %, т.е. на 48 млн долл. США. В итоге мы получим размер рыночной стоимости 38-процентного пакета РАО НН, равный 428 млн долл. США.

СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ, ПОЛУЧЕННЫХ РАЗНЫМИ МЕТОДАМИ

Итак, мы получили следующую предварительную оценку рыночной стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН: 428 млн долл. США (доходный метод); 445 млн долл. США (метод рынка капитала). Однако при залоге 38-процентного пакета акций РАО НН, помимо риска невозврата кредита, нужно учесть еще и особые условия функционирования РАО НН.

Первое условие связано с неизбежной заменой прежних сильно истощившихся источников газоснабжения производств РАО НН на Пелятинском месторождении. По мнению экс-премьера В. Черномырдина, «без запланированных 300 млн долл. США инвестиций в Пелятинское газоконденсатное месторождение на НН можно ставить крест».¹

Понятно, что заранее известное ухудшение условий работы РАО НН должно быть учтено при определении залоговой стоимости 38-процентного пакета акций. Это уменьшает первоначально установленную его рыночную стоимость.

¹ Цитируется по статье А. Беккера «За час премьер «срубил» для казны полтриллиона рублей» // Сегодня от 07.08.1997. Дело в том, разъясняется в этой статье, что «РАО получает топливо от «Норильскгазпрома», а его месторождения через пару лет сильно истощатся, давление в скважинах упадет, сырье станет дорогим, а производство металла убыточным» (там же).

Но это уменьшение справедливо лишь в размере 62 % от общей стоимости вложений в это месторождение 300 млн долл., т.е. 186 млн долл. ($0,62 \times 300$).

Неизбежные в будущем эти инвестиции увеличивают стоимость компании, при этом на долю обладателя 38-процентного пакета акций приходится только часть этого повышения стоимости ($300 - 186 = 114$ млн долл.). Остальное (186 млн долл.) связано с увеличением доли других акционеров (62 %). Так что эта величина (186) является как бы потерей стоимости для инвестора и должна быть компенсирована ему через снижение стоимости передаваемого в залог пакета акций.

Далее необходимо уменьшить рыночную стоимость этого пакета еще и на величину погашения задолженности РАО НН, которая в основном носит социальный характер — эта задолженность перед бюджетами всех уровней и внебюджетными фондами. Эта сумма по тогдашним оценкам составляла 400 млрд руб., а с учетом сложившегося курса доллара — 86 млн долл. США. Их погашение, согласно условиям конкурса, целиком вменялось его победителю.

Может показаться не вполне оправданным при определении залоговой стоимости учитывать указанные два элемента (186 млн долл. и 86 млн долл.). Именно в связи с включением в мой отчет об оценке рыночной стоимости РАО НН у следователя Московской прокуратуры, который вел дело И. Коха, возникли сомнения. Более того, он полагал, что вообще нельзя учитывать условия формирования будущих доходов при определении тогдашней стоимости РАО НН (по состоянию на момент проведения земельных аукционов). Однако я настаивал на учете этих обстоятельств. Ведь указанные условия были хорошо известны при составлении договора о кредите под залог пакета акций. Они были «за кадром», но их значимость была вполне очевидной. И хотя их оценки вошли в другой договор — о продаже 38-процентного пакета акций, тем не менее они обязательно должны быть учтены при обосновании залоговой стоимости.

Необходимость осуществления затрат ресурсов в ближайшей перспективе в размере 186 млн долл. и 86 млн долл. для РАО НН как раз и были в то время теми самыми «будущими событиями», от которых зависела стоимость пакета акций на данный момент оценки — осень 1995 г.

Примерно той же позиции придерживаются и авторы изданной в России монографии «Стоимость компаний: оценка и управление». «Рыночная стоимость (компаний. — В.Р.), — пишут они, — основана на ожиданиях, а не на фактических результатах деятельности».¹ Расход 186 млн долл. и 86 млн долл., безусловно, ожидаемые события в деятельности РАО НН. Именно поэтому они должны учитываться при определении рыночной стоимости как всей компании, так и ее 38-процентного пакета акций.

Таким образом, залоговая стоимость 38-процентного пакета акций РАО НН рассчитывалась следующим образом (в млн долл.):

428 (доходный метод) — $186 - 86 = 156$;

445 (метод рынка капитала) — $186 - 86 = 173$.

¹ Коутленд Т., Коалер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 1999. С. 102

Отсюда ясно, что фактически установленная залоговая стоимость 38-процентного пакета акций РАО НН 170,1 млн долл. почти полностью соответствует верхней границе наших расчетов. Так что можно сказать, что эта стоимость, т.е. реально поступившие в бюджет деньги, определена на верхнем пределе возможной величины. Мы считаем, что эту величину (170,1 млн долл.) нельзя считать заниженной. Это подтверждают проведенные нами расчеты. Тем самым нам представляются совершенно ничем не подкрепленными суждения о занижении залоговой стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН.

И еще об одном согласовании. Выше были приведены данные совокупной оценки рыночной стоимости 100-процентного пакета акций, т.е. с учетом премии за контроль РАО НН — 911 млн долл. в 1995—1996 гг. В то же время мы представили расчет двумя методами (рынка капитала и доходным) рыночной стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН — 428—445 млн долл.; средняя — 436,5 млн долл. Это означает, что 100-процентная стоимость пакета акций с учетом премии за контроль в 30 % составит 1149 млн долл., а в 40 % — 1264 млн долл. То есть мы имеем две оценки рыночной стоимости РАО НН: 911 и 1264 млн долл. Разница 353 млн долл. отражает специфические особенности функционирования РАО НН, связанные прежде всего с обеспечением социальной среды. Это, конечно же, не свойственно зарубежным компаниям, занятым в той же отрасли, что и РАО НН, а именно в цветной металлургии. Вот почему мы в конечном счете выбираем оценку рыночной стоимости РАО НН в 1995—1996 гг. в 911 млн долл., а без учета премии за контроль — 547 млн долл. ($911 \times 0,6$).

Оценки состоявшейся продажи пакета акций

В свое время, накануне залогового аукциона и даже после него, вопрос о реальной рыночной стоимости РАО НН стоял, можно сказать, открытым. «Никто, — писала Ю. Латынина, — не проводил аудита «Норильского никеля», и сколько стоит комбинат, никому не известно».¹ Правда, уже тогда считалось, что цена продаваемого на аукционе 38-процентного пакета акций РАО НН является заниженной. Об этом, в частности, заявил министр экономики в ту пору Е. Ясин: «Фактические организаторы конкурса являются и его участниками. Отчетливое впечатление, что все рассчитано на то, чтобы по *заниженной цене* пакет акций (РАО НН. — В.Р.) был продан одному, заранее известному покупателю».²

Однако положение относительно единственного участника конкурса было не совсем точно. Так, зарубежная компания «Транс Уорлд Групп» предложила купить РАО НН за 1 млрд долл. США. Однако, как пишет Ю. Латынина, это было скорее намеком, чем реальным действием. За этим намеком, полагает она, были другие намерения.

Критика состоявшегося аукциона концентрировалась вокруг величины цены проданного пакета акций. Как и Е. Ясин, оппоненты считали ее занижен-

¹ // Известия от 06.08.1997.

² Там же.

ной. «Капитализация комбината, — писала английская «Файненшл Таймс», — превышает 1,4 млрд долл. США. Так что минимальная цена продававшегося пакета составляет 530 млн долл.»¹

Примерно такого же рода и другая оценка. Агентство «Франс Пресс» со ссылкой на независимых аналитиков дает оценку стоимости акций (пакета в 38 %) от 545 до 750 млн долл. Причем, добавляет это агентство, и эти цифры не завышены, поскольку речь идет о комбинате, под контролем которого находятся 35 % мировых запасов никеля».²

В решающей мере, как считают оппоненты, заниженная цена была связана с недостаточной конкуренцией при продаже пакета акций РАО НН. «Отсутствие реальной конкуренции между покупателями, — писал С. Сухолинский-Местечкин в статье, посвященной аукциону по продаже акций РАО НН, — приводит к продаже пакетов акций наиболее рентабельных и инвестиционно выгодных государству предприятий по заниженной цене... Столь поспешная процедура проведения коммерческого конкурса (по продаже акций РАО НН. — В.Р.) явно противоречила государственным интересам России».³ Однако прозвучала и другая точка зрения. Так, О. Сапожников писал: «И сей конкурс (имеется в виду аукцион по продаже 38-процентного пакета акций РАО НН. — В.Р.), и подготовка к нему проходили в строгом соответствии с нормами российского законодательства... Победитель ЗАО «Свифт» заплатил в общей сложности 680 млн долл.»⁴ Особенно активно поддерживали результаты состоявшегося конкурса профсоюзы, действующие на предприятиях РАО НН. В своем письме к Президенту России они отмечают, что «в течение года совместной работы РАО «Норильский никель» с ОНЭКСИМ банком наметились серьезные сдвиги к стабилизации положения». Это положение из письма корреспондент «Коммерсантъ» М. Рожкова комментирует такими расчетами. «Эта мысль, — пишет она, — подтверждается цифрами: за первое полугодие 1997 г. производство никеля на АО «Норильский комбинат» (головное предприятие РАО) увеличилось на 3,6 %, меди — на 3,1 %, кобальта — на 7,4 %. Задолженность по зарплате с начала года снизилась с 1 трлн руб. до 307 млрд руб. И главное: ...руководители профорганизаций РАО «Норильский никель» от имени трудового коллектива высказались в поддержку дальнейшего сотрудничества с ОНЭКСИМ банком».⁵ Приведенные выше оценки зарубежных авторов рыночной стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН я не намерен подробно рассматривать. Скажу лишь одно: эти оценки, как я полагаю, не учитывают специфики условий функционирования РАО НН на середину 90-х гг.

¹ Там же

² // Известия от 07.08.1997.

³ Сухолинский-Местечкин С. Итоги конкурса следует аннулировать. // Финансовые известия от 07.08.1997.

⁴ Сапожников О. Торги проведены в строгом соответствии с законом. // Финансовые известия от 07.08.1997. Это подтверждается и решением коллегии Счетной палаты от 09.06.2000. Как сказано в сообщении о ее решении по этому вопросу, «стоимость пакета (акций РАО НН. — В.Р.) с учетом инвестиционных обязательств составила 680 млн долл.» // Сегодня от 10.06.2000.

Как этот автор получил оценку в 680 млн долл. Мы думаем, что он выполнил следующий расчет: 251,2 (цена пакета) + 300 (инвестиции в газоконденсатное месторождение) + 86 (погашение задолженности) = 637,2 млн долл. По-видимому, он еще учел потери победителя от неуплаты процентов по предоставленному кредиту. Во всяком случае оценка О. Сапожникова близка к нашим расчетам

⁵ Рожкова М. «Норильский никель» благодарит Президента. // Коммерсантъ от 07.08.1997.

и, прежде всего, колоссальных затрат из выручки на содержание социальной сферы. Учет этой специфики, безусловно, скажется на величине оценки рыночной стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН. Она окажется ниже тех цифр, которые были приведены со ссылкой зарубежные расчеты.

Сопоставление с российскими оценками

Центр экономического анализа в середине 1996 г., т.е. чуть меньше чем за год до проведения аукциона по продаже 38-процентного пакета акций, опубликовал результаты рейтинга 50 лучших корпоративных акций. Согласно опубликованным данным, стоимость компании составила 634 млн долл.¹ Это значит, что проданный 38-процентный пакет акций РАО НН может быть оценен в 241 млн долл. ($634 \times 0,38$). Напомним, что окончательная продажная цена аукциона, состоявшегося 05.08.1997, была чуть выше, а именно: 251,2 млн долл.

Так что эта совершенно независимая оценка, полученная до проведения залогового аукциона, никак не подтверждает ничем не обоснованного положения о занижении продажной цены 38-процентного пакета акций РАО НН.

Отметим и другую, более позднюю, оценку рыночной стоимости РАО НН.

Так, по данным «Независимой газеты», стоимость РАО НН составляла на 21.04.98 731 млн долл.² Отсюда стоимость 38-процентного пакета акций РАО НН составит 278 млн долл., т.е. несколько выше продажной цены этого пакета. Но при этом нужно учесть, что приведенный в «НГ» расчет учитывает быстрый рост котировок акций РАО НН после состоявшегося конкурса. Так что мы имеем основания утверждать, что и этот расчет опровергает положение о занижении продажной цены рассматриваемого пакета акций РАО НН.

Особый интерес для нас представляют расчеты, опубликованные в августе 1999 г. в «Коммерсантъ». Приведем оценки рыночной стоимости, полученные методом капитализации, т.е. путем перемножения среднегодовой стоимости акций на их количество (млн долл.):

- 1997 г. — 909;
- 1998 г. — 357;
- 1999 г. — 555.

Продажная цена акций без учета премии за контроль, т.е. сопоставимая с приведенными выше характеристиками, за 1995—1996 гг. составила, по нашим расчетам, 547 млн долл., что примерно на уровне 1999 г., т.е. выше, чем в кризисный 1998 г., и существенно ниже оценки относительно благополучного 1997 г. Поэтому, на наш взгляд, лучше оценить среднегодовую стоимость с учетом среднегодового темпа инфляции доллара в 3 % (в млн долл.):

- 1997 г. — $909/1,03/1,03/1,03 = 832$;
- 1998 г. — $357/1,03/1,03 = 337$;
- 1999 г. — $555/1,03 = 539$.

¹ // Коммерсантъ от 15.10.1996.

² // НГ-политэкономия». 1998. № 8. С. 4.

Сумма этих скорректированных оценок будет равна 1708; разделив ее на 3, получим среднегодовую стоимость РАО НН за 1997—1998 гг. — 569 млн долл. Полученная же нами среднегодовая оценка за 1995—1996 гг. равна 547, т.е. на 22 млн долл. ниже, что отражает реальный процесс последующего повышения стоимости акций РАО НН, происходивший после продажи 38-процентного пакета акций.

Выводы

Итак, мы доказали правомерность:

- установления залоговой стоимости 38-процентного пакета акций РАО НН, а именно 170,1 млн долл.; здесь не было никакого занижения;
- продажи этого пакета акций за 250 млн долл., т.е. по рыночной стоимости; здесь также отсутствовало занижение продажной цены.

Хотелось бы обратить внимание на высокую дисперсию годовых значений рыночной стоимости 100-процентного пакета акций РАО НН. Так, согласно приведенным данным («Коммерсантъ») ее величина в 1998 г. была ниже характеристики 1997 г. в 2,5 раза (909/357), в то же время оценка 1999 г. была выше показателя 1998 г. в 1,6 раза (555/357). Это связано с усилившимся за прошедшее время влиянием на стоимость акций систематического, рыночного риска. В этих условиях вопрос о занижении или, напротив, о завышении стоимости акций приобретает значительную неопределенность. Чтобы оценить реальную ценность компании, необходим добросовестный и глубокий анализ.

И еще об одном выводе. Мы считаем, что при определении рыночной стоимости бизнеса, пакетов акций невозможна какая-то бы ни было автоматизация расчетов. Поэтому появляющиеся время от времени формализованные методики расчетов вряд ли заслуживают внимания. Они напоминают крупномасштабные, но оказавшиеся в конечном счете бессмысленными попытки Госплана СССР создать АСПР (автоматизированную систему плановых расчетов). Как совершенно правильно подчеркивают Ф. Модильяни и М. Миллер, «стоимость капитала становится существенно субъективной величиной». Но при этом важно, дополняют они, «чтобы любой инвестиционный проект и соответствующий финансовый план отвечали единственному условию — они должны увеличивать рыночную стоимость акций фирмы».¹

С этой точки зрения продажа пакета акций РАО НН можно оценить как совершенно оправданную экономическую меру. РАО НН находится среди немногих российских компаний, с минимальными потерями переживших финансовый кризис 1998 г.² В конце прошлого века акции РАО НН находились

¹ Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? М.: Дело, 1999. С. 39. Что касается прибыли, на анализ которой так любят опираться некоторые специалисты, то, как отмечают ММ (так называют указанных авторов в международной экономической среде), «прибыль становится случайной переменной, ее максимизация теряет четкий операционный смысл» (там же).

² Для РАО НН 1998 г. был еще особенно труден вследствие падения мировых цен на большинство производимых здесь цветных металлов. В 1998 г., пишет тогдашний генеральный директор РАО НН А. Хлопянин, «мы потеряли в среднем на каждой тонне никеля по 2300 долл., т.к. средняя цена Лондонской биржи металлов упала с 6916 долл. в 1997 г. до 4617 долл. в 1998 г. Средняя цена на медь упала на 623 долл., а кобальта — на 3671 долл.

среди «голубых фишек». Так, например, с 11 по 18 августа 1999 г. котировки акций РАО НН выросли на 14,04 %, а с 18 по 25 августа — на 14,84 %. Конечно, в отдельные периоды возможно уменьшение котировок, но как общая тенденция, для РАО НН характерно постепенное повышение рыночной стоимости компании. Мы не рассматриваем условия изменения этой стоимости накануне реорганизации осенью 2000 г.; это, как говорят, особый случай. А, как утверждают авторы цитированной книги «Стоимость компаний: оценка и управление», «максимизация стоимости для акционеров является или должна быть главной целью всех предприятий... От высшего руководства (компаний. — В.Р.) ожидают максимального увеличения стоимости в интересах акционеров».¹ Как демонстрируют фактические данные, именно такая нацеленность характерна для менеджеров РАО НН, пришедших к его руководству после залогового аукциона. «Рынок не обманешь чисто внешним увеличением прибылей; только такое увеличение, которое отражает улучшение долгосрочного денежного потока, ведет к росту цен на акции».²

И наконец, последнее. Мы уже отмечали опубликованные в «Коммерсантъ» оценки рыночной стоимости 24 крупнейших российских компаний.³ Если суммировать эти оценки за 1998 г., т.е. в год финансового кризиса, то совокупная величина рыночной стоимости всех этих компаний составит 44,5 млрд долл. Если же провести подобный расчет за 1999 г., то совокупная величина рыночной стоимости всех 24 компаний окажется равной 31,5 млрд долл. Это означает, что в 1999 г. крупный российский бизнес в целом еще не смог преодолеть последствия финансового кризиса. Этого нельзя сказать о РАО НН, здесь величина рыночной стоимости компании в 1999 г. была выше ее оценки в 1998 г. на 198,5 млн долл. Таких компаний тогда оказалось немного среди выделенных 24 предприятий. Среди них можно назвать только НК «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Иркутскэнерго», ОАО «Башнефть», ОАО «Нижегородский машиностроительный завод»: вместе с РАО НН всего 6 компаний. На наш взгляд, это свидетельствует об успешной работе менеджеров, особенно топ-менеджеров РАО «Норильский никель». Косвенно это подтверждает, что залоговый аукцион по «Норильскому никелю» в конечном счете не вызвал какого-либо ущерба для развития российской экономики. Хотя повторение подобного аукциона теперь кажется совершенно невероятным.

Исключение составил рынок платины и палладия, рост мировых цен на которые произошел в основном из-за полугодового отсутствия РАО «Норильский никель» на этих рынках вследствие позднего выделения экспортных квот» (Хлюпинин А. «Норильский никель» укрепляет свои позиции». Металлы Евразии, 1999, № 3. С. 16).

Еще одно обстоятельство, связанное с финансовым кризисом 1998 г., выразилось в необходимости выделения дополнительных денежных средств в виде фонда заработной платы вследствие резкого сокращения покупательной способности рубля. «Нам, — пишет А. Хлюпинин, — пришлось увеличить среднемесячный доход работников на 22 %, чтобы сохранить прежний уровень жизни» (там же).

¹ Коулленд Т., Каллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 1999. С. 25.

² Там же.

³ Рейтинг кризиса // Коммерсантъ от 19.08.1999.

**Показатели сопоставляемых
компаний, использованные при
проведении расчетов, связанных
с оценкой рыночной стоимости
РАО «Норильский никель»**

(Таблицы к главе 9)

ТАБЛИЦА I

№	Наименование	Страна	Cash & Short Term Investments	Receivables Total	Inventories Total	Total Current Assets
I	II	III	1	2	3	4
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	146 849 694	2 606 693 371	7 540 374 469	10 573 952 691
1	SUMITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	93,56	94,42	62,11	262,15
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	205,44	250,36	330,30	851,54
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	20,01	82,73	64,31	175,58
4	UNIS SCHWEIZ METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	9,22	53,10	88,04	151,92
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SIM SPA	ITALY	343,70	744,53	638,89	1 732,50
6	KW EUROPA METAL AG	GERMANY	85,54	583,80	578,05	1 308,60
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	34,46	63,33	56,26	159,20
8	ENSURE CO. LTD.	TAIWAN	125,09	234,01	587,63	963,02
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO.	TAIWAN	167,81	882,03	2 472,91	3 661,52
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD.	SOUTH KOREA	12,89	13,29	25,19	51,87
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO.	PHILIPPINES	9,02	281,05	747,35	1 117,74
12	NIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	4 861,00	12 996,00	9 441,00	27 956,00
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	28,21	143,06	236,03	414,85
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	336,34	119,31	870,54	1 786,82
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	552,38	4 403,03	1 817,81	6 932,77
16	TENBAGA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	45,60	98,68	60,94	212,54
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,71	157,82	285,13	450,73
18	COMPANHIA PARANIBUNA DE METAIS	BRAZIL	6,98	17,00	8,04	34,92
19	COMINCO LTD.	CANADA	9,87	250,51	489,90	762,46
20	ERAMETSA	FRANCE	1301,12	798,65	1 182,21	3 281,98
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	419,00	9 028,00	11 378,00	21 021,00
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SPS, SA	PORTUGAL	66,61	657,48	402,46	1 126,59
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	26,40	653,18	1 968,91	2 648,49
24	WETTERWERKE KAYSER AG	GERMANY	0,41	14,03	256,12	271,84
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	692,00	3 109,00	2893,00	6 694,00
26	METALEURPO SA	FRANCE	17,76	782,72	624,61	1 425,09
27	INCO LIMITED	CANADA	210,06	615,16	1 111,66	2 015,99
28	NIPPON YAKIN KOGYO CO., LTD.	JAPAN	12,42	45,01	36,38	97,54

ТАБЛИЦА I: Продолжение

№	Наименование	Страна	Net Property Plants, and Equipment	Total Assets	Account Payable	Debt in Current Liabilities
1	И	ИИ	5	6	7	8
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	27 414 858 674	42 994 000 029	0	6 828 714 511
1	SUNTOMO METAL MINING CO. LTD.	JAPAN	161,90	591,45	31,28	79,41
2	SUNTOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	1 222,13	2 415,32	211,39	410,39
3	SUNTOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	184,23	398,54	72,86	185,07
4	UNIS SMCWEZ. METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	243,15	395,87	32,22	26,84
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	1 464,58	3 358,56	251,91	1 293,85
6	KIM EUROPA METAL AG	GERMANY	829,29	2 185,21	238,32	520,15
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	110,18	328,19	26,38	108,48
8	ENSURE CO LTD	TAIWAN	2 239,63	3 498,73	103,47	1 073,22
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	7 746,95	1 2033,44	332,84	3 825,86
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD.	SOUTH KOREA	49,80	114,19	3,62	18,78
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	1 518,26	4008,12	471,87	597,67
12	NIIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	15 683,00	54 169,00	6 954,00	8 217,00
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	540,04	1 026,64	66,99	230,38
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	4 045,94	6 842,06	84,45	1 109,13
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	5 608,85	13 068,50	651,35	977,73
16	TEMBAKA MULIA BEMAMAN PT.	INDONESIA	31,52	251,02	74,59	90,01
17	YANPAKORNI PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	578,69	1 032,42	123,33	442,00
18	COMPANHIA PARANIBUNA DE METAIS	BRAZIL	149,37	330,85	24,03	21,07
19	COMINCO LTD.	CANADA	1 917,59	2 763,76	279,77	116,51
20	ERAMETSA	FRANCE	2 286,17	6 519,92	318,42	379,31
21	ASTURIANA DE ZINC S.A.	SPAIN	24 798,00	50 659,00	6 035,00	4 697,00
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SOPS, SA	PORTUGAL	3 200,74	4 830,30	150,57	119,89
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	948,34	3 632,58	995,92	1 552,06
24	HMETTENWERKE KAYBER AG	GERMANY	102,76	381,43	68,47	143,85
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	7 693,00	16 406,00	1 391,00	1 570,00
26	METALEUROP SA	FRANCE	1 214,61	2 977,58	378,86	474,86
27	INCO LIMITED	CANADA	3 418,54	6 401,23	227,79	182,78
28	NIIPPON YAKIN KOGYO CO., LTD.	JAPAN	183,50	220,01	45,86	59,17

ТАБЛИЦА I: Продолжение

№	Наименование	Страна	Total Current Liabilities	Long Term Debt-Total	Total Liabilities	Minority Interest
I	II	III	9	10	11	12
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	9 257 709 093	1 685 786 961	11 124 252 260	0
1	SANITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	161,04	197,88	379,14	5,44
2	SANITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	939,41	900,69	1 898,58	24,08
3	SANITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	274,39	110,34	387,50	3,21
4	URS SHWEZ. METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	85,71	100,90	207,34	9,10
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	1 733,72	191,21	2 286,16	384,39
6	BM EUROPA METAL AG	GERMANY	861,14	80,88	1 325,27	0,00
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	164,13	122,73	295,77	3,15
8	ENSURE CO LTD	TAIWAN	1 264,58	597,42	1 816,22	0,00
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	4 240,71	4 010,21	8 220,04	0,00
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD	SOUTH KOREA	24,60	43,76	70,36	0,00
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	1079,59	29,82	1 183,85	250,93
12	NIIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	17 081,00	8 120,00	26 598,00	492,00
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	389,66	360,72	831,59	8,50
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	1 491,13	1 659,56	3 150,88	0,00
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	3 114,47	1 738,22	5 073,50	0,00
16	TEMBAGA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	167,09	0,00	167,09	0,00
17	YANGPARKON PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	578,68	7,99	586,67	0,00
18	COMPANHIA PARANANA DE METAIS	BRAZIL	89,02	82,21	177,58	1,27
19	COMINCO LTD.	CANADA	406,39	544,34	1 372,52	17,50
20	ERMETISA	FRANCE	1 335,52	135,33	2 084,36	246,77
21	ASTURIANA DE ZINC S.A.	SPAIN	36 448,00	414,00	31 742,00	44,00
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SGP S, SA	PORTUGAL	780,54	1 648,26	5 739,89	0,00
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	2 650,46	0,00	2 650,46	0,00
24	HMETTERWERKE KAYSER AG	GERMANY	252,77	9,00	311,17	0,00
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	4 761,00	3 502,00	9 294,00	35,00
26	METALEURP SA	FRANCE	1 142,15	778,46	2 457,40	280,22
27	INCO LIMITED	CANADA	971,17	1 145,76	3 340,43	349,18
28	NIIPPON YAHON KOGYO CO., LTD.	JAPAN	122,49	48,01	175,75	0,34

ТАБЛИЦА I: Продолжение

№	Наименование	Страна	Preferred Stock	Common Stock	Retained Earnings	Capital Surplus
I	II	III	13	14	15	16
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ		31 499 979	-153 632 214	22 459 425 057
1	SUMITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	0,00	83,18	41,44	76,00
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,00	210,61	129,79	124,61
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,00	14,27	-8,51	1,60
4	URS SCHWEZ. METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	0,00	85,00	24,13	
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	0,00	780,72	-52,00	0,00
6	KMI EUROPA METAL AG	GERMANY	0,00	324,00	169,53	366,42
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	0,00	25,27	-14,83	15,65
8	ENSURE CO LTD	TAIWAN	0,00	975,00		556,12
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN		1 494,33		1 900,05
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD	SOUTH KOREA	0,00	18,54		12,74
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	0,00	1 260,28	1 273,08	39,98
12	NIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	0,00	11 026,00	5 847,00	9 126,00
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	0,00	95,95	-23,21	41,34
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,00	1 040,00	0,00	840,00
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	0,00	2 237,50	3 577,73	2 153,19
16	TENGAGA MULIA SEMAMUN PT.	INDONESIA	0,00	18,37	21,45	44,11
17	YANPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,00	90,00		194,40
18	COMPANHIA PARANANA DE METAIS	BRAZIL		138,96	-53,66	
19	COMINCO LTD.	CANADA	164,56	563,10	610,09	
20	ERAMETSA	FRANCE	0,00	304,77	429,58	
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	0,00	21 171,00	-10 606,00	10 240,00
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SGP S. SA	PORTUGAL	0,00	2 200,00	-4 951,54	317,20
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	0,00	1 300,00	-1 634,48	
24	HUETTERWERKE KATZER AG	GERMANY	0,00	45,00	9,71	14,00
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	0,00	1 245,00	1 405,80	
26	METALEURON SA	FRANCE	0,00	749,61	-121,71	136,70
27	INCO LIMITED	CANADA	527,87	1 189,40	1 001,17	
28	NIPPON YAKIN KOGYO CO., LTD.	JAPAN	0,00	20,86	10,12	11,72

ТАБЛИЦА I: Окончание

№	Наименование	Страна	Treasury Stock	Common Equity	Собственный оборотный капитал	Собственный оборотный капитал в % к выручке
I	II	III	17	18	19	20
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	0	31 715 915 555	1 316 243 588	9,21%
1	SUMITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	0,00	206,86	101	21,75%
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,00	482,68	-88	-6,61%
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,00	7,83	-99	-41,18%
4	UNIS SCHWEIZ, METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	0,00	179,44	66	18,54%
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	7,80	708,02	-1	-0,02%
6	KMI EUROPA METAL AG	GERMANY	0,00	859,95	447	11,24%
7	DOMA MINING CO., LTD.	JAPAN	0,00	29,27	-5	-1,92%
8	ENSURE CO LTD	TAIWAN	0,00	1 682,51	-302	-21,54%
9	PENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	0,00	3 813,41	-579	-8,45%
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD	SOUTH KOREA	1,56	43,81	27	30,77%
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	0,00	2 573,35	38	3,45%
12	NIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	0,00	27 079,00	10 875	26,47%
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	0,00	186,55	25	2,71%
14	PADANG INDUSTRI PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,00	3 691,37	296	14,96%
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	0,37	7 995,00	3 818	27,70%
16	TEMAGA MULIA SEMANAN PT	INDONESIA	0,00	83,93	45	12,65%
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,00	445,76	-128	-21,29%
18	COMPANHIA PARANIBUNA DE METAIS	BRAZIL	0,00	152,00	-54	-60,51%
19	COMINCO LTD.	CANADA	0,00	1 209,18	356	23,22%
20	ERAMETSA	FRANCE	0,00	4 188,79	1 946	48,86%
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	0,00	16 927,00	-15 425	-34,07%
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SGPB, SA	PORTUGAL	279,38	-909,29	366	18,36%
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	0,00	932,12	-2	-0,03%
24	HUETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	0,00	70,05	19	1,80%
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	0,00	7 077,00	1 933	11,40%
26	METALEURP SA	FRANCE	0,00	259,96	283	6,85%
27	INCO LIMITED	CANADA	0,00	2 183,76	1 045	22,07%
28	NIPPON YAKIN KOSYO CO., LTD.	JAPAN	0,00	43,92	-25	-14,65%
Средняя норма собственного оборотного капитала						3,23%
Медиана собственного оборотного капитала						5,15%

ТАБЛИЦА II

№	Наименование	Страна	Total Revenue	Cost of Goods Sold	Selling and Admin Expenses	Operating Income	Amortization & Depreciation
I	II	III	1	2	3	4	5
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	14 288 577 368	9149611926	0,00	5 078 287 641	
1	SUMITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	464,84	403,86	35,09	5,17	20,82
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	1 329,61	1 081,12	193,07	55,42	
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	239,96	190,41	25,50	12,58	11,47
4	UMS SMCWEL METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	357,07	270,29		27,18	13,72
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	4 974,98	3 826,91	713,01	218,79	146,86
6	KMI EUROPA METAL AG	GERMANY	3 981,33	3 423,73		135,80	106,45
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	256,45	218,06	30,58	7,81	
8	ENSURE CO LTD	TAIWAN	1 399,97	1 063,37	173,97	200,2	134,51
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	6 852,14	5 809,02	167,67	738,97	136,49
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD	SOUTH KOREA	88,63	76,97	3,70	4,19	3,08
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	1 106,95	857,63		13,46	235,86
12	NIIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	41 080,00	34 521,00	5 648,00	910,00	
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	928,96	777,72	43,71	55,36	52,18
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	1 976,15	1 553,01	243,07	-85,62	265,69
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	13 784,04	11 990,88	1 290,18	502,99	
16	TEMAGA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	359,30	337,40	9,80	7,66	4,64
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	601,09	448,49	36,86	76,39	38,35
18	COMPANHIA PARAIBUNA DE METAIS	BRAZIL	89,41	73,79	216,52	-32,70	11,75
19	COMINCO LTD.	CANADA	1 533,20	1 106,43	54,22	231,76	140,77
20	ERAMETSA	FRANCE	3 983,92	3 058,39		442,09	358,42
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	45 275,00	41 532,00		-9 003,00	3 943,00
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SGPB, SA	PORTUGAL	2 237,01	2 344,75		-444,38	321,46
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	6 054,59	6 350,42		-488,77	150,49
24	HUETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	1 058,88	1 011,49		2,80	16,16
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	16 952,00	12 758,00	1 404,00	1 954,00	826,00
26	METALEUROPS SA	FRANCE	4 132,70	4 374,06		-521,34	249,57
27	INCO LIMITED	CANADA	4 734,43	3381,35	246,88	756,38	347,82
28	NIIPPON YAKIN KOGYO CO., LTD.	JAPAN	170,33	131,89	29,74	1,02	7,68

ТАБЛИЦА II: Окончание

№	Наименование	Страна	Interest Expense	Pretax Income	Income Taxes	Net Income before Extraordinary Items / Prev Div	Net Income
1	И	ИИ	6	7	8	9	10
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	0,00	4 999 132 013	0,00	4 999 132 013	4 999 132 013
1	SUNTOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	9,95	2,79	2,21	1,29	1,29
2	SUNTOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	57,35	-24,55	3,62	-28,92	-28,92
3	SUNTOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	12,31	0,46	1,10	-1,46	-1,46
4	URS SCHWEIZ METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	9,97	21,12	4,13	15,75	15,75
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	159,89	1,27	30,67	-52,00	-52,00
6	KMI EUROPA METAL AG	GERMANY	71,19	100,11	21,02	79,09	79,09
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	8,33	0,92	2,38	-1,73	-1,73
8	ENSURE CO LTD	TAIWAN	98,76	-70,28	-72,70	2,43	2,43
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	364,72	165,81	1,27	164,54	164,54
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO, LTD	SOUTH KOREA	6,07	0,89	0,34	0,55	0,55
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	0,00	13,46	-5,85	121,25	121,25
12	NIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	559,00	19,00	138,00	-94,00	-94,00
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	58,81	10,46	10,20	0,53	0,53
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	152,16	-218,83	0,00	-476,60	-476,60
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	144,02	364,49	141,09	223,40	223,40
16	TEMBAKA BULKA SEMANAN PT.	INDONESIA	6,41	1,12	0,00	1,12	1,12
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	53,88	35,77	10,73	25,04	25,04
18	COMPANHIA PARANANA DE METAIS	BRAZIL	37,92	-109,02	0,00	-107,61	-107,61
19	COMINCO LTD.	CANADA	57,49	151,42	49,13	103,71	103,71
20	ERAMETSA	FRANCE		582,63	128,47	429,58	429,58
21	ASTURIANA DE ZINC S.A.	SPAIN	2 603,00	-10 835,00	243,00	-11 084,00	-11 084,00
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SCS, SA	PORTUGAL	123,54	-391,68	0,00	-391,68	-391,68
23	ESPANOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	178,84	200,06	0,00	200,06	200,06
24	HUETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	4,91	4,83	1,81	3,01	3,01
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	440,00	1431,00	392,00	1 037,00	1 037,00
26	METALEURON SA	FRANCE	106,49	-68,68	21,43	-121,71	-121,71
27	INCO LIMITED	CANADA	120,03	627,44	265,96	309,63	309,63
28	NIPPON YAKIN KOGYO CO., LTD.	JAPAN	4,96	-5,19	0,14	-4,68	-4,68

ТАБЛИЦА IV

№	Наименование	Страна	Группа	Фактор странового риска
1	SUMITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	SK1	0,5
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	BK1	0,5
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	SK1	0,5
4	UNG SCHWEIZ. METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	MK1	0,8
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	SK2	0,8
6	KM EUROPA METAL AG	GERMANY	BK1	0,5
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	BK1	0,5
8	ENSURE CO LTD	TAIWAN	SK2	0,8
9	ENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	BK2	0,8
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD	SOUTH KOREA	MK2	1
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	MK3	1,2
12	NIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	BK1	0,5
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	BK2	0,8
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	MK3	1,2
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	MK1	0,8
16	TEMAGA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	MK3	1,2
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	MK3	1,2
18	COMPANHIA PARANIBUNA DE METAIS	BRAZIL	MK3	1,2
19	COMINCO LTD.	CANADA	BK2	0,8
20	ERAMETSA	FRANCE	BK1	0,5
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	BK2	0,8
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SOPS, SA	PORTUGAL	MK2	1
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	MK2	1
24	HUETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	BK1	0,5
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	BK2	0,8
26	METALEUROPS SA	FRANCE	BK1	0,5
27	INCO LIMITED	CANADA	BK2	0,8
28	NIPPON YAKIN KOGYO CO., LTD.	JAPAN	BK1	0,5

ТАБЛИЦА V

№	Наименование	Страна	Цена / Годовая выручка	Цена / Суммар- ные активы	Фактор страно- вого риска	Скорректи- рованный мультипли- катор Цена / Годовая выручка	Скорректи- рованный мультипли- катор Цена / Суммарные активы
1	SUMITOMO METAL MINING CO. LTD.	JAPAN	1,02	0,80	0,5	0,51	0,40
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,75	0,41	0,5	0,38	0,21
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,45	0,27	0,5	0,23	0,14
4	UNIS SCHWEIZ METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	0,27	0,25	0,8	0,22	0,20
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SRI SPA	ITALY	0,09	0,14	0,8	0,07	0,11
6	KM EUROPA METAL AG	GERMANY	0,20	0,36	0,5	0,10	0,18
7	DOWA MINING CO. LTD.	JAPAN	0,52	0,40	0,5	0,26	0,20
8	ENSURE CO LTD	TAIWAN	1,83	0,73	0,8	1,46	0,59
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	0,48	0,27	0,8	0,38	0,22
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO. LTD	SOUTH KOREA	0,46	0,35	1	0,46	0,35
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	1,54	0,43	1,2	1,85	0,51
12	NIIPPON BENKO CO. LTD.	JAPAN	1,08	0,82	0,5	0,54	0,41
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	0,32	0,29	0,8	0,26	0,23
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,95	0,27	1,2	1,14	0,33
15	SAN-ETSU METALS CO. LTD.	JAPAN	0,72	0,76	0,8	0,57	0,61
16	TEMAGA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	0,15	0,21	1,2	0,18	0,26
17	VARAPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,83	0,46	1,2	1,00	0,58
18	COMPANHIA PARANIBUNA DE METAIS	BRAZIL	0,40	0,11	1,2	0,47	0,13
19	COMINCO LTD.	CANADA	1,55	0,86	0,8	1,24	0,69
20	ERAMETSA	FRANCE	1,22	0,75	0,5	0,61	0,37
21	ASTURIANA DE ZINC S.A.	SPAIN	0,85	0,76	0,8	0,68	0,61
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE GCP, SA	PORTUGAL	0,07	0,03	1	0,07	0,03
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	0,25	0,41	1	0,25	0,41
24	MUETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	0,15	0,42	0,5	0,08	0,21
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	0,50	0,52	0,8	0,40	0,42
26	METALEUROPE SA	FRANCE	0,21	0,29	0,5	0,11	0,15
27	INCO LIMITED	CANADA	1,12	0,83	0,8	0,89	0,66
28	NIIPPON YAKIN KOSYO CO. LTD.	JAPAN	0,55	0,42	0,5	0,27	0,21

ТАБЛИЦА VI

№	Наименование	Страна	Маржа прибыли	Рентабельность активов (ROA)	Рентабельность собственного капитала (ROE)	Рентабельность основной деятельности
I	II	III	1	2	3	4
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	0,35	0,12	0,16	0,56
1	SUMITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	0,003	0,002	0,006	0,013
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	-0,022	-0,012	-0,059	0,051
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	-0,006	-0,004	-0,188	0,066
4	UNIS SCHWEIZ METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	0,044	0,040	0,088	0,101
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SIM SPA	ITALY	-0,010	-0,015	-0,073	0,057
6	KIM EUROPA METAL AG	GERMANY	0,020	0,036	0,092	0,040
7	DOMA MINING CO., LTD.	JAPAN	-0,007	-0,005	-0,059	0,036
8	ENSURE CO., LTD.	TAIWAN	0,002	0,001	0,001	0,026
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	0,024	0,014	0,043	0,127
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD.	SOUTH KOREA	0,006	0,005	0,013	0,054
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	0,110	0,030	0,047	0,016
12	NIIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	-0,002	-0,002	-0,003	0,026
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	0,001	0,001	0,003	0,071
14	PADANG INDUSTRI PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	-0,241	-0,070	-0,129	-0,055
16	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	0,016	0,007	0,028	0,042
16	TENBAGA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	0,003	0,004	0,013	0,023
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,042	0,024	0,056	0,170
18	COMPANHIA PARANAPAN DE METAIS	BRAZIL	-1,204	-0,325	-0,708	-0,443
19	COMINCO LTD.	CANADA	0,068	0,038	0,086	0,209
20	ERAMET SA	FRANCE	0,108	0,066	0,103	0,145
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	-0,245	-0,219	-0,655	-0,217
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SGPB, SA	PORTUGAL	-0,175	-0,081	0,431	-0,190
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	0,033	0,055	0,215	-0,077
24	HUETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	0,003	0,006	0,043	0,003
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	0,061	0,063	0,147	0,153
26	METALEUR OP SA	FRANCE	-0,029	-0,041	-0,468	-0,119
27	INCO LIMITED	CANADA	0,065	0,048	0,142	0,224
28	NIIPPON YAHN KOSYO CO., LTD.	JAPAN	-0,027	-0,021	-0,107	0,008
29	СРЕДНЕЕ		-0,05	-0,01	-0,03	0,02
30	МЕДНАНА		0,00	0,00	0,01	0,04
	Место ОАО «Норильский никель» в отрасли		лучше	лучше	лучше	среднее
	Диапазон значений		4	5	6	7
	плюс 30%		0,4548	0,1512	0,20419	0,7215
	минус 30%		0,2449	0,0814	0,1103	0,3885

ТАБЛИЦА VI: Продолжение

№	Наименование	Страна	Коэффициент текущей ликвидности	Коэффициент срочной ликвидности	Коэффициент абсолютной ликвидности	Соотношение заемного и собственного капитала
I	II	III	5	6	7	8
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	0,95	0,27	0,01	2,85
1	SUMITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	0,691	0,528	0,247	0,546
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,449	0,275	0,106	0,260
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,453	0,287	0,052	0,020
4	UNIS CHOWMEI METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	0,733	0,306	0,044	0,885
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	0,765	0,483	0,152	0,312
6	KM EUROPA METAL AG	GERMANY	0,987	0,553	0,065	0,649
7	DOMA MINING CO., LTD.	JAPAN	0,538	0,348	0,117	0,099
8	ENSURE CO., LTD.	TAIWAN	0,530	0,207	0,069	0,926
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	0,445	0,145	0,020	0,464
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD.	SOUTH KOREA	0,737	0,379	0,180	0,622
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	0,944	0,313	0,006	2,174
12	NIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	1,051	0,696	0,183	1,018
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	0,499	0,215	0,034	0,224
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,567	0,291	0,107	1,172
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	1,366	1,006	0,109	1,576
16	TERBAGA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	1,272	0,907	0,273	0,502
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,768	0,282	0,001	0,760
18	COMPANHIA PARANAGUA DE METAIS	BRAZIL	0,197	0,151	0,039	0,856
19	COMINCO LTD.	CANADA	0,556	0,199	0,007	0,881
20	ERAMET SA	FRANCE	1,575	1,007	0,624	2,010
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	0,662	0,304	0,013	0,533
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SGP, SA	PORTUGAL	0,186	0,126	0,012	-0,158
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	0,999	0,256	0,010	0,352
24	HUETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	0,874	0,051	0,001	0,225
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	0,720	0,409	0,074	0,761
26	METALEUROPE SA	FRANCE	0,580	0,326	0,007	0,106
27	INCO LIMITED	CANADA	0,604	0,271	0,063	0,854
28	NIPPON YAKIN KOGYO CO., LTD.	JAPAN	0,555	0,348	0,071	0,250
29	СРЕДНЕЕ		0,73	0,38	0,10	0,67
30	МЕДИАНА		0,68	0,31	0,06	0,58
	Место ОАО "Норильский никель" в отрасли		среднее	хуже	хуже	лучше
	Диапазон значений		8	9	10	11
	ниже 30%		1,2357	0,3545	0,0172	3,7064
	выше 30%		0,6854	0,1909	0,0092	1,9957

ТАБЛИЦА VI: Продолжение

№	Наименование	Страна	Собственный капитал к совокупным активам	Основные средства к собственному капиталу	Фондоотдача основных фондов	Оборачиваемость активов
I	II	III	9	10	11	12
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	0,74	0,86	0,52	0,33
1	SUNTOMO METAL MINING CO. LTD.	JAPAN	0,350	0,783	2,871	0,788
2	SUNTOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,204	2,481	1,088	0,550
3	SUNTOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	0,020	23,529	1,303	0,602
4	UMS SCHWEIZ METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	0,453	1,355	1,489	0,902
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	0,211	2,089	3,397	1,481
6	KIM EUROPA METAL AG	GERMANY	0,394	0,964	4,801	1,822
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	0,089	3,764	2,328	0,781
8	ENSURE CO., LTD.	TAIWAN	0,481	1,331	0,625	0,400
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	0,317	2,032	0,884	0,569
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD.	SOUTH KOREA	0,384	1,137	1,780	0,776
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	0,642	0,590	0,729	0,278
12	NIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	0,500	0,579	2,819	0,758
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	0,182	2,895	1,720	0,905
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,540	1,906	0,488	0,289
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	0,812	0,702	2,458	1,055
16	TEMBAKA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	0,334	0,376	11,399	1,431
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	0,432	1,298	1,039	0,582
18	COMPANHIA PARANAGUA DE METAIS	BRAZIL	0,459	0,983	0,589	0,270
19	COMINCO LTD.	CANADA	0,438	1,586	0,800	0,555
20	ERAMET SA	FRANCE	0,642	0,546	1,743	0,611
21	ASTURIANA DE ZINC S.A.	SPAIN	0,334	-1,485	1,826	0,894
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SOPS SA	PORTUGAL	-0,188	-3,520	0,689	0,463
23	ESPANOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	0,257	1,017	6,384	1,667
24	HUETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	0,184	1,467	10,304	2,776
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	0,431	1,087	2,204	1,033
26	METALEUROPE SA	FRANCE	0,087	4,672	3,402	1,388
27	INCO LIMITED	CANADA	0,341	1,586	1,385	0,740
28	NIPPON YAKIN KOBAYO CO., LTD.	JAPAN	0,200	2,357	1,846	0,774
29	СРЕДНЕЕ		0,33	2,15	2,57	0,90
30	МЕДИАНА		0,35	1,31	1,73	0,78
	Место ОАО «Норильский никель» в отрасли		лучше	хуже	хуже	хуже
	Диапазон значений		12	13	14	15
	ниже 30%		0,9590	1,1237	0,6776	0,4320
	ниже 50%		0,5164	0,8051	0,3848	0,2328

ТАБЛИЦА VI: Продолжение

№	Наименование	Страна	Длительность оборота активов	Оборачиваемость дебиторской задолженности	Кол-во дней на один оборот	Оборачиваемость товарно-материальных запасов
I	II	III	13	14	15	16
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	1083,23	5,48	65,68	1,21
1	SUMITOMO METAL MINING CO., LTD.	JAPAN	458,054	4,823	73,125	6,499
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	653,963	5,311	67,786	3,273
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	597,910	2,901	124,116	2,961
4	UNIS CHOWELZ. METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	399,118	6,724	53,536	3,070
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	243,032	6,682	53,876	5,993
6	KM EUROPA METAL AG	GERMANY	197,591	6,820	52,788	5,943
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	460,707	4,049	88,902	3,876
8	ENSURE CO., LTD.	TAIWAN	899,893	5,983	60,175	1,810
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	632,217	7,769	48,340	2,349
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD.	SOUTH KOREA	463,829	6,869	53,982	3,056
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	1303,513	3,939	91,403	1 148
12	NIPPON BENKO CO., LTD.	JAPAN	474,704	3,161	113,889	3,656
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	397,854	6,493	55,440	3,295
14	PADANG INDUSTRI PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	1246,433	16,563	21,735	1,784
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	341,312	3,131	114,995	6 596
16	TEMAGA MULIA SEMANAN PT.	INDONESIA	251*909	3,641	98,872	5,537
17	VAROPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	618,329	3,809	94,520	1,573
18	COMPANHIA PARANAGUA DE METAIS	BRAZIL	1332,133	5,259	68,449	9,178
19	COMINCO LTD.	CANADA	648,939	6,120	58,821	2,258
20	ERAMET SA	FRANCE	589,161	4,988	72,169	2 587
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	402,810	5,015	71,785	3,651
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SGPB, SA	PORTUGAL	777,336	3,402	105,808	5,826
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	215,990	9,269	38,837	3,225
24	HMETTENWERKE KAYSER AG	GERMANY	129,679	75,473	4,770	3,949
25	OUTOKUMPU OYJ	FINLAND	346,405	5,453	66,024	4,413
26	METALEUROPS SA	FRANCE	259,377	5,280	68,183	7,003
27	INCO LIMITED	CANADA	486,741	7,696	46,776	3,042
28	NIPPON YAKEN KOGYO CO., LTD.	JAPAN	465,001	3,784	95,131	3,625
29	СРЕДНЕЕ		546,26	8,23	70,08	3,87
30	МЕДИАНА		464,41	5,30	67,98	3,46
	Место ОАО «Норильский никель» в отрасли		хуже	среднее	среднее	хуже
	Диапазон значений		16	17	18	19
	ниже 30%		1 408,2012	7,1259	85,3782	1,5774
	выше 30%		758,2622	3,8370	45,9729	0,8494

ТАБЛИЦА VI: Окончание

№	Наименование	Страна	Кол-во дней на один оборот	Удельный вес товарно- материаль- ных запасов в выручке	Удельный вес товарно- материаль- ных запасов в себестоимости	Выручка от реализа- ции к собст- венному оборотному капиталу
I	II	III	17	18	19	20
	РАО «Норильский никель»	РОССИЯ	296,68	0,53	0,82	-25,97
1	SUMITOMO METAL MINING CO. LTD.	JAPAN	55 392	0,134	0,154	-3,973
2	SUMITOMO METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	109,986	0,248	0,306	-1,270
3	SUMITOMO LIGHT METAL INDUSTRIES, LTD.	JAPAN	121,588	0,268	0,338	-1,132
4	UHS SCHWEZ. METALLWERKE HOLDING AG	SWITZERLAND	117,261	0,247	0,326	-6,443
5	SOCIETA' METALLURGICA ITALIANA SMI SPA	ITALY	60,069	0,128	0,167	-9,322
6	KW EUROPA METAL AG	GERMANY	60,571	0,145	0,168	-238,832
7	DOWA MINING CO., LTD.	JAPAN	92,581	0,219	0,258	-1,878
8	ENSURE CO., LTD.	TAIWAN	198,940	0,420	0,553	-1,641
9	FENG AN METAL INDUSTRIES CO	TAIWAN	153,253	0,361	0,426	-1,503
10	DAE CHANG INDUSTRIES CO., LTD.	SOUTH KOREA	117,617	0,284	0,327	-4,788
11	LEPANTO CONSOLIDATED MINING CO	PHILIPPINES	313 836	0,675	0,871	-18,744
12	NIPPON DENKO CO., LTD.	JAPAN	98 455	0,230	0,273	30,250
13	POONGSAN CORPORATION	SOUTH KOREA	109 256	0,254	0,303	-2,229
14	PADAENG INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	201,788	0,441	0,561	-1,449
15	SAN-ETSU METALS CO., LTD.	JAPAN	54,576	0,132	0,152	7,414
16	TEMAGA MULIA SEMANG PT.	INDONESIA	65 022	0,170	0,181	7,905
17	VARAPAKORN PUBLIC COMPANY LIMITED	THAILAND	228,872	0,474	0,636	-4,422
18	COMPANHIA PARANANA DE METAIS	BRAZIL	39,225	0,080	0,109	-0,627
19	COMINCO LTD.	CANADA	159,399	0,320	0,443	-2,513
20	ERAMET SA	FRANCE	139 157	0,297	0,387	3,327
21	ASTURIANA DE ZINC, S.A.	SPAIN	98,607	0,251	0,274	-4,223
22	COMPANHIA PORTUGUESA DO COBRE SPS, SA	PORTUGAL	61,791	0,180	0,172	-0,485
23	ESPAÑOLA DEL ZINC S.A.	SPAIN	111,616	0,325	0,310	-3073,396
24	HUETTERWERKE KAYSER AG	GERMANY	91,156	0,242	0,253	-26,923
25	ONTOKUMPU OYJ	FINLAND	81,570	0,171	0,227	-6,520
26	METALEUROPS SA	FRANCE	51,407	0,151	0,143	-4,003
27	INCO LIMITED	CANADA	118,354	0,235	0,329	-3,575
28	NIPPON YAKIN KOSYO CO., LTD.	JAPAN	99,301	0,214	0,276	-2,178
29	СРЕДНЕЕ		114,68	0,26	0,32	-120,40
30	МЕДИАНА		104,28	0,24	0,29	-2,37
	Нормы РАО "Норильский никель" в отрасли		лучше	лучше	лучше	среднее
	Диапазон значений		20	21	22	23
	плюс 30%		395,6880	0,6860	1,0714	-33,7546
	минус 30%		207,6781	0,3694	0,5769	-18,1756

Глава 10

Оценка стоимости ОАО «Роснефть» в 2001 г.: судебные разбирательства по поводу гудвилла

Общая характеристика

Все приведенные выше оценки рыночной стоимости ОАО «Роснефть» относятся к 1998 г., когда достаточно серьезно стоял вопрос о продаже блокирующего (25 % + 1) пакета акций этой компании. Рассматривались также варианты продажи и более значительного пакета акций. Однако этого в то время не произошло по разным причинам, в т.ч. и в результате происходившего летом 1998 г. падения мировых цен на нефть и случившегося в конце лета, в августе, дефолта. В то же время акции ОАО «Роснефть», находившиеся в государственной собственности, привлекали внимание других нефтяных компаний, а неопределенность относительно того, будут ли в конечном счете продаваться ее акции или нет, порождала стремление завысить их ценность в расчете на то, что в конце концов будет принято решение о выходе этого нефтяного холдинга на биржу.

В июле 2006 г. это действительно произошло. Однако мы не будем рассматривать условия этого удачного, с моей точки зрения, размещения акций «Роснефти» на российских биржевых площадках и лондонской фондовой бирже. Достаточно сказать лишь одно: капитализация ОАО «Роснефть» в результате первичного размещения акций достигла 80 млрд долл.

Завязка конфликтной ситуации летом 2002 г.

Но еще 4 года тому назад, летом 2002 г., вопрос о том, какова рыночная стоимость ОАО «Роснефть», рассматривался в арбитражном суде. В июньском

(за 2002 г.) номере аналитического журнала «Нефтегазовая вертикаль» была опубликована статья работников ИК «Олма», которая имела красноречивое название «Стоимость «Роснефти» снизилась вдвое».¹

«Сегодня, — отмечали летом 2002 г. авторы той весьма приметной статьи, — вопрос о продаже компании («Роснефть». — В.Р.) вновь стал актуальным...» «В ближайшее время, — добавляют они, — следует ожидать решений о продаже намеченного к приватизации пакета акций».² Конечный результат расчетов специалистов ИК «Олма» сводился к следующему: «Справедливая стоимость компании, по нашим оценкам (сотрудников «Олмы» — В.Р.), на начало 2002 г. составляет 1,253 млрд долл... т.е. стоимость компании с 1998 г. упала почти в 2 раза».³ Авторы дают следующее объяснение такому беспрецедентному снижению рыночной стоимости, или, как они говорят, «справедливой стоимости ОАО НК «Роснефть»: «Связано это (падение в 2 раза рыночной стоимости «Роснефти». — В.Р.) в первую очередь с низкой корпоративной культурой менеджеров компании, с их отношением к миноритарным акционерам своих «дочек». Но это еще не все выводы специалистов ИК «Олма». Ими сформулированы и дополнения к приведенному заключению: «Рыночная... стоимость компании, рассчитанная исходя из рыночной капитализации ее дочек, акции которых торгуются на биржевом и внебиржевом рынках, является самой заниженной из всех российских компаний».⁴ И наконец, убийственный итог: «Действия менеджмента («Роснефти». — В.Р.) в последние два года были направлены на понижение капитализации компании, что не соответствует интересам главного акционера — государства».⁵ Отсюда, конечно, логически вытекали рекомендации относительно действий, которые должен предпринять этот акционер-государство: нужно снять со своего поста президента компании, заменить большинство ее топ-менеджеров.

Однако всего этого не произошло. Дело в том, что приведенные выводы и заключения никак не были подкреплены какими-либо аргументами. Почему, например, авторы статьи считали, что «действия менеджеров были направлены на понижение капитализации компании»? Какие именно действия? Какие у авторов статьи были доказательства «низкой корпоративной культуры менеджеров»? Откуда они взяли, что руководство «Роснефти» неправильно относилось «к миноритарным акционерам своих «дочек»? Все эти весьма серьезные обвинения никак не вытекали из текста статьи, которая представляла сухой набор цифр и расчетов. Сами эти измерения, как оказалось, не представлялись достаточно обоснованными. К такому выводу пришло руководство «Роснефти». Так что вполне естественно оно обратилось в арбитражный суд по защите чести и достоинства менеджеров «Роснефти». А поскольку утверждения относительно их стремления занижить стоимость компании в целом и каждой ее «дочки» в отдельности, а также о «низкой корпоративной культуре менедже-

¹ Паньшин О., начальник аналитического управления ИК «Олма», Кобрына Т., менеджер аналитического управления ИК «Олма». Стоимость «Роснефти» снизилась вдвое // Нефтегазовая вертикаль. 2002. № 6. С. 70—75.

² Упол. изд. с 70

³ Там же. С. 74.

⁴ Там же.

⁵ Там же.

ров» основывались только на расчетах рыночной стоимости компании, в своем иске в арбитражный суд руководство «Роснефти» просило суд признать расчеты специалистов ИК «Олма» недостоверными. Но, главное, еще раз отмечу, предметом иска были не сами расчеты, а утверждения, основывающиеся на этих измерениях, порочащие честь и достоинство менеджмента «Роснефти». Примерно об этом же пишет С. Козицын в своей статье в газете «Ведомости».¹

Как разворачивались события?

«В начале августа 2002 г., — отмечал С. Козицын, обозреватель газеты «Ведомости», — «Роснефть» подала к «Олма» иск о защите деловой репутации в арбитражный суд Москвы... Госкомпания... ходатайствовала о проведении независимой оценки своей стоимости».²

Одновременно «Роснефть» представила список из трех кандидатов-оценщиков, из которых суд выбрал «ЭконИнвестОценку». Эта оценочная фирма представила свою оценку рыночной стоимости ОАО «НК «Роснефть» — 3,1 млрд долл., т.е. в два с лишним раза выше суммы, пишет С. Козицын, «указанной в отчете аналитиков «Олма», который был размещен на сайте инвесткомпании 03.03.2002, а впоследствии перепечатан в журнале «Нефтегазовая вертикаль»... Аналитики оценили стоимость «Роснефти» на начало 2002 г. в 1,253 млрд долл. «Роснефть» посчитала эту сумму непомерно заниженной по сравнению, в частности, с оценкой Dresdner Kneinwort Benson (ныне Dresdner Kleinwort Wasserstein) в 3,664 млрд долл. на 20.02.2002».³

Я был вовлечен в состоявшиеся по иску «Роснефти» судебные разбирательства в качестве эксперта. По просьбе ее руководства я выполнил экспертизу отчета оценочной фирмы «ЭконИнвестОценка». В целом этот отчет я одобрил⁴, хотя по поводу отдельных измерений у меня были претензии к специалистам ЗАО «ЭконИнвестОценка» (см. Приложение).

Однако, на мой взгляд, утверждение Ю. Козыря о том, что различие между рыночной стоимостью и инвестиционной стоимостью одного и того же объекта определяется различиями в объемах информации, используемой при проведении соответствующих измерений (для получения рыночной стоимости используется «публичная информация»; для измерений инвестиционной стоимости — «информация, доступная узкому кругу лиц»).

¹ Он перечисляет следующие причины претензий руководства «Роснефти» к содержанию статьи в «Нефтегазовой вертикали»: «низкая корпоративная культура менеджеров компании и их отношение к миноритарным акционерам, действия менеджмента, направленные на понижение капитализации компании и не соответствующие интересам главного акционера — государства, намеренное затягивание продажи нефтяной компании, параллельная скупка акций дочерних предприятий» // Ведомости от 02.03.2003.

Это значит, что не сама по себе цифра заниженной оценки рыночной стоимости Роснефти заставила ее руководство обратиться в суд, а указанные утверждения, как бы вытекающие из этой оценки.

² // Ведомости от 13.02.2003.

³ Там же.

⁴ Оценку рыночной стоимости «Роснефти», выполненную ЗАО «ЭконИнвестОценка», воспринимали по-разному. Я не буду приводить негативные характеристики, потому что они никак не аргументированы. Из этого набора отрицательных суждений выделяется определение, данное Ю. Козырем. «Я считаю, — писал он, — что «Олма» и «ЭконИнвестОценка» определяли две разные стоимости одного объекта оценки: первая — рыночную, вторая — инвестиционную» // Ведомости от 14.02.2003.

Однако различия между рыночной стоимостью и инвестиционной стоимостью одного того же объекта определяется принципиально иными обстоятельствами (эти различия рассмотрены мною в главе «Предмет оценки и показатели стоимости бизнеса»).

Но мне пришлось еще дать заключение по поводу отрицательной рецензии Экспертного совета Российского общества оценщиков (РОО) на результаты экспертизы, проведенной ЗАО «ЭконИнвестОценка». Общий вывод Экспертного совета Российского общества оценщиков сводился к следующему. По результатам рассмотрения (отчета ЗАО «ЭконИнвестОценка». — В.Р.) Экспертный совет пришел к выводу, написано в этой рецензии, что «итоговая величина стоимости 100-процентных акций ОАО «Роснефть» не может быть признана достоверной».

Это заключение Экспертного совета РОО было подготовлено по просьбе ответчика в происходившем тогда судебном разбирательстве. ИК «Олма» искала защиты у этого Экспертного совета. Но смысл такой защиты заключался в том, чтобы подвергнуть сомнению расчеты оценщиков ЗАО «ЭконИнвестОценка». Экспертный совет РОО охотно дал отрицательное заключение относительно расчетов этих оценщиков. Тогда руководство «Роснефти» обратилось ко мне как к специалисту, уже достаточно осведомленному о сути и характере работы «ЭконИнвестОценки», связанной с оценкой рыночной стоимости «Роснефти», дать еще одно заключение — теперь уже относительно рецензии Экспертного совета РОО на эту же работу. Стоит привести мои аргументы в пользу отрицательного отношения к самой этой рецензии, выполненной по заказу ИК «Олма».

Я уже привел основной вывод рецензентов РОО: оценка «ЭконИнвестОценки» нельзя признать достоверной. Почему? Вот что я написал 01.04.2003. по этому поводу (я приведу без каких бы то ни было изменений мои «Замечания относительно рецензии Экспертного совета РОО на результаты экспертизы, проведенной ЗАО «ЭконИнвестОценки» от 25.09.2002 по делу А-40-30806/02-22-281»). Мои замечания по ходатайству истца были приобщены к делу.

Всего рецензентами РОО было выдвинуто 18 претензий к отчету указанного ЗАО. Я приведу мои оценки этих претензий без каких бы то ни было изменений.

1-я претензия. В экспертном заключении (РОО. — В.Р.) неправомерно, так мне представлялось в апреле 2003 г., сформулирована следующая претензия к отчету ЗАО «ЭконИнвестОценка» относительно оценки рыночной стоимости 100-процентного пакета акций ОАО «НК «Роснефть». При этом эксперты ссылаются на статью 13 «Стандартов оценки» (утверждены Постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 № 519), в которой сказано о том, что «проведение оценки включает в себя», в частности, «выбор метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке и осуществление необходимых расчетов».

Суть этой претензии заключается в том, что «оценщик не провел выбор методов в рамках каждого из подходов» (с. 3). Это утверждение непонятно. Ведь авторы привели соответствующие условия использованных методов, а значит, и провели их выбор для осуществления на основе каждого выбранного мето-

да, как сказано в «Стандартах», и «необходимых расчетов». То есть выбор методов Оценщиком был сделан.

Подтекст претензии несколько в ином. Эксперт, судя по всему, считает, что «выбор метода» — это описание того, почему выбран тот или иной метод и почему отказались от какого-то другого метода. Но это и не требуется делать Оценщику в отношении используемых методов. Это требование правомерно только в отношении подходов к оценке. Так сказано в «Стандартах».

В «Стандартах» вполне определенно сформулировано на этот счет следующее: «Оценщик при проведении оценки обязан использовать (или обосновать отказ от использования) затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке» (п. 18). Что касается методов, то здесь «Оценщик вправе самостоятельно определять в рамках каждого из подходов к оценке конкретные методы оценки». Здесь не нужно никакого обоснования выбора того или иного метода или отказа от какого-либо другого метода.

Итак, 1-я претензия экспертов выглядит как явно надуманная. Нельзя распространять требования «Стандартов» к обоснованию «подходов» на выбор «методов» оценки.

2-я претензия. Эта претензия сформулирована так: «Два метода (модель Ольсона и Блэка—Шоулза) применены без объяснения сути данных моделей, без соответствующего пояснения, к какому из подходов к оценке они относятся» (с. 3).

Эта претензия совершенно необъективна.

Во-первых, суть этих моделей представлена в формульном виде.

Во-вторых, описание модели Блэка—Шоулза дано в ряде переведенных на русский язык современных зарубежных учебников.

В-третьих, модель Ольсона общеизвестна. Она описана в распространенных изданиях, в частности в журнале «Рынок ценных бумаг». Условия ее применения раскрываются в общедоступных курсах обучения оценщиков.

В-четвертых, и это, пожалуй, самое главное, эти модели носят синтетический характер, используя информацию, формирующуюся в рамках трех общеизвестных подходов. Ни к одному из них (только) и ту и другую модель нельзя безоговорочно отнести. И это отражает происходящий на практике и в теории оценки стоимости бизнеса процесс интеграции разных подходов.

3-я претензия. Эксперт ссылается на статью 18 «Стандартов», в которой сказано, что «Оценщик на основе полученных в рамках каждого из подходов результатов определяет итоговую величину стоимости объекта оценки». Эксперт считает, что «при сопоставлении результатов Оценщик первоначально должен согласовать результаты затратного, сравнительного и доходного подходов» (с. 5). А уж потом провести «согласование» трех указанных подходов.

Но в статье 18 «Стандартов» прямо говорится об использовании разных «результатов» в рамках «каждого из подходов». То есть каждый подход может быть представлен при получении итоговой величины не одним результатом, как полагают члены Экспертного совета РОО, а несколькими «результатами».

4-я претензия. Эта навязчивая идея рецензентов — «в рамках каждого подхода возможно окончательно устанавливать только один результат как обобщение ранее полученных оценок разными методами» — доведена ими до абсурда. Они полагают, что сначала нужно получить общий результат в рамках

каждого из подходов, а уж потом, как я уже отмечал, можно на основе трех цифр сформировать итоговую величину оценки. Из текста «Стандартов» это не вытекает: в пункте 13 действительно сказано об обобщении результатов, полученных «в рамках каждого из подходов». Но это вовсе не означает, что нужно обязательно получать одну общую оценку в рамках того или иного подхода.

Более того, это методологически невозможно, поскольку некоторые применяемые при оценке стоимости бизнеса методы носят, с чем, между прочим, согласны и сами рецензенты¹, промежуточный между разными подходами характер. Это значит, полученный результат можно лишь с оговорками относить целиком к тому или иному подходу к оценке стоимости.

А обобщение результатов, полученных разными методами, должно быть общим при подведении итогов, т.е. в рамках получения, как сказано в «Стандартах», итоговой величины оценки. И это методологически абсолютно правильно, поскольку сама итоговая величина оценки стоимости бизнеса складывается под непосредственным влиянием (а не опосредованным) каждого полученного расчетным путем результата.

5-я претензия. «Корректировка основных средств, — пишут рецензенты, — выполнена с нарушением методологии оценки основных фондов предприятия» (с. 3). Почему? Оказывается, нужно было составлять «инвентарную ведомость».² Это вовсе необязательно делать при оценке стоимости основных средств на основе укрупненных индексов цен. Это — один из подходов, рекомендованных в методических материалах по переоценке основных фондов в общенациональном масштабе.

6-я претензия. Эта претензия заключается в том, что оценщики, не составив инвентарной ведомости, не смогли «правильно оценить износ». Но это им и не нужно было делать, ведь они определяли стоимость основных фондов индексным методом.

7-я претензия. Рецензенты считают, что при корректировке основных средств Оценщик должен был выявить объекты жилфонда, а также производственные активы. При этом, добавляя рецензенты, стоимость объектов жилфонда не должна была учитываться в расчетах. Замечание, однако, не по адресу: Оценщик учитывал только основные производственные фонды.

8-я претензия. «При корректировке незавершенного строительства, — отмечают рецензенты, — Оценщик пишет, что не будет учитывать затраты на объекты, подлежащие ликвидации, однако в расчетах эти затраты учитывают». Ничего подобного. Дело в том, что Оценщик столкнулся с отсутствием таких объектов.

9-я претензия. Оценщик, как полагают рецензенты, был не вправе применять «при оценке лицензий метод освобождения от роялти». При этом Эксперт ссылается на главу 26 НК. Согласно этой ссылки, «роялти у нефтяных компаний заменены на налог на добычу». Но такая замена никак не сказыва-

¹ Об этом так пишут эксперты в разделе «Замечания рецензента» (с. 5): «Модель Ольсона. сочетает в себе затратный и доходный подходы»

² Какой методологический документ с упоминанием об инвентарной ведомости имеют в виду рецензенты? Может быть, они имеют в виду «акт инвентаризации унитарного предприятия» (Закон о приватизации, ст. 11). Но это не имеет никакого отношения к делу.

ется на окончательных расчетах. И рецензентам следовало бы знать, что в расчетах, проведенных оценщиком, освобождение от роялти используется в качестве условного метода оценки стоимости лицензий. «В результате данной ошибки, — отмечают рецензенты, — Оценщик завысил стоимость чистых активов на 30 %» (с. 4). Вот это-то утверждение я расцениваю как недоразумение. Видимо, рецензенты не вполне отдают себе отчет в том, что нематериальные активы (ст. 110 бухгалтерского баланса) и расходы будущих периодов (ст. 216) относятся к активам. Так что при вычитании из общей суммы активов общей суммы обязательств безразлично, к какой структурной позиции активов была отнесена оценка стоимости лицензий.

Более того, я считаю, что расчет стоимости ОАО «НК «Роснефть» в рамках затратного подхода не завышен, а, напротив, несколько занижен, поскольку при его проведении не были обобщены данные о стоимости используемых ОАО «НК «Роснефть» земельных участков.

10-я претензия. Вот в чем она заключается: «Дебиторская задолженность учтена по балансовой стоимости». Ну и что? Ни в одном официальном методическом документе не сказано о том, что ее обязательно нужно учитывать иначе, хотя иногда, отметим, такой пересчет возможен. Возможен, но не обязателен.

Вывод № 1 из рассмотрения 10 претензий (1—10).

Не могу согласиться с заявлением рецензентов на основании рассмотрения представленных выше претензий к расчетам в рамках затратного подхода, что «результат... в целом не представляется достоверным, допущенные ошибки... влекут существенное искажение полученной величины стоимости».

Если и говорить об «искажении полученной стоимости», то оно (искажение) связано вовсе не с теми претензиями рецензентов, которые мы рассмотрели, а с тем, что в рамках затратного подхода Оценщиком была проигнорирована необходимость учета стоимости земельных участков, используемых ОАО «НК «Роснефть». Этого, правда, рецензенты РОО не заметили.

Отсюда можно считать, что результат, полученный ЗАО «ЭконИнвестОценка», занижает стоимость компании, оцененной в рамках затратного подхода.

11-я претензия. Суть ее в том, что Оценщик не применил мультипликатор «Цена/Запасы нефти». Если применить этот мультипликатор, то стоимость 100-процентного пакета акций ОАО «НК «Роснефть» составит, как пишут рецензенты, 3 млрд долл.

Эта претензия носит довольно странный характер. Применив указанный мультипликатор, рецензенты получили оценку, близкую к той, которая была получена Оценщиком. Здесь, однако, нужно было бы добавить премию за контроль. Приняв ее в размерах, использованных Оценщиком (40 %), можно получить стоимость, равную 4,2 млрд долл., т.е. существенно выше итоговой величины стоимости «Роснефти», полученной ЗАО «ЭконИнвестОценка». А это, как мне кажется, косвенно подтверждает правильность расчетов Оценщика.

12-я претензия. Эта претензия носит сугубо методологический характер: «при использовании зарубежных аналогов Оценщик не сделал поправку на страновой риск, что является существенной ошибкой и приводит к завышению стоимости компании».

Претензия эта совершенно неправомерна. Страновой риск при определении стоимости компании на основе сравнительного подхода не учитывается. Поэтому приведенная рецензентами дополнительная «ссылка на теорию оценки бизнеса» здесь совершенно не причем. Важно отметить, что Оценщик считает ценность такой оценки (полученной на основе метода сравнения с зарубежными компаниями-аналогами) менее значительной, чем ценность результатов, полученных на основе российских данных. Это видно по тому, какие Оценщик придавал «веса» полученным результатам.

Вывод № 2 из рассмотрения двух претензий (11 и 12).

Не могу согласиться с формулировкой, дословно воспроизводящей суждения рецензентов по отношению к результатам, полученным в рамках затратного подхода (см. вывод № 1). На мой взгляд, критика рецензентами расчетов Оценщика совершенно неубедительна и ошибочна (в отношении учета странового риска).

13-я претензия. Рецензенты считают, что Оценщик сам должен был подсчитать стоимость выручки ОАО «НК «Роснефть».

По этому поводу рецензенты пишут: «Как получена выручка от реализации (это официальные данные бухгалтерской отчетности компании «Роснефть», прошедшей аудит международной аудиторской фирмы. — В.Р.), насколько достоверны данные «Роснефти», Оценщик в отчете не объясняет» (с. 5). Да и не должен объяснять. Ведь он же специально оговаривает в тексте отчета то, что при проведении расчетов он рассматривал предоставленные ему официальные данные «Роснефти» как достоверные. Это его право доверять аудиторской проверке этих данных.

Так что эта претензия выглядит как явно надуманная.

14-я претензия. Эта претензия свидетельствует о том, что рецензенты претендуют на особый методологический вклад в развитие теории оценки стоимости бизнеса. По мнению рецензентов, при оценке «Роснефти» по модели дисконтированного денежного потока нельзя было применять модель Гордона. «Применение этой модели, — пишет он, — не является допустимым при оценке нефтяных компаний» (с. 5). «Почему?» — удивился я. Оказывается, потому, что «у нефтяных компаний ограничен срок получения денежных потоков... сроком действия лицензий...». Но а, что, новые лицензии нефтяные компании не в состоянии получать в перспективном периоде? Я расцениваю отмеченную претензию Эксперта как неправомерную. Нельзя разделять условия применения модели Гордона по отраслевому принципу. Главное условие использования этой модели — это предположение о равномерных темпах роста денежных потоков в постпрогнозный период. С учетом ставки дисконтирования он ограничен примерно 10–12 годами. После этого периода продисконтированные величины чистого денежного потока все в большей мере приближаются к нулю. Лицензии же на разработку нефтяных месторождений у «Роснефти» превышают указанные сроки.

15-я претензия. Рецензенты считают, что модель Ольсона «сочетает в себе затратный и доходный подходы». Это правильно. И я согласен с этим утверждением. Но никак не с поверхностным суждением рецензентов о том, что раз это так (сочетание двух подходов), то полученный по модели Ольсона «ре-

зультат будет находиться в интервале между результатами затратного и доходного подходов. У Оценщиков результат по данной модели значительно превышает этот интервал» (с. 5). Так что же в этом плохого? Совсем необязательно результат по модели Ольсона должен находиться в указанном «интервале». Это утверждение носит абсурдный характер.

Вывод № 3 из рассмотрения двух претензий (14 и 15).

Ни одно из замечаний рецензентов в отношении примененных методов в рамках доходного подхода, включая модель Ольсона, не является обоснованным. А методологические рассуждения рецензентов носят, можно сказать, доморощенный характер.

16-я претензия. «При согласовании результатов, — пишут рецензенты, — Оценщик первоначально должен согласовать результаты оценки в рамках каждого из подходов, а затем согласовать результаты затратного, сравнительного и доходного подходов». Соблюдение именно такой последовательности действий вовсе не требуется в «Стандартах оценки». Нет такого требования ни в одном из утвержденных официально методических материалах. Так считают только рецензенты. Что же? Это их право, равно как и право Оценщика рассматривать полученные результаты в общем ряду их распределения. А это означает, что получение итоговой величины стоимости «Роснефти» основывается на обобщении всех полученных разными методами результатов.

Повторим уже высказанный нами аргумент в пользу такого подхода. Ведь рецензенты считают, что, к примеру, «модель Ольсона... сочетает в себе затратный и доходный подходы» (с. 5). Но, если это так, нельзя полученный на основе этой модели результат отнести только к одному какому-либо подходу. А значит, нельзя, по определению (раз есть модели, относящиеся к разным подходам), обобщать результаты в рамках отдельных подходов, а потом, скажем, три цифры (характеризующие три подхода) использовать для получения итоговой величины.

Рецензенты противоречат сами себе.

17-я претензия. Рецензенты считают, что Оценщик совершенно неправомерно придал незначительный вес (5 %) результату, полученному на основе модели дисконтированного денежного потока. И здесь они, видимо, ссылаются на перевод незначительного числа глав, выполненного в 1994 г. Институтом экономического развития Всемирного Банка монографии Ш. Пратта об оценке закрытых компаний. Сама же книга вышла в США в 1988 г.

С того времени появился целый ряд монографий по оценке стоимости бизнеса. Так, например, в книге «Анализ рынка ценных бумаг» Грэма и Додда (М.: Олимп-Бизнес, 2000. С. 638) говорится о том, что затратный подход наиболее приемлем для расчетов по отношению к холдинговым компаниям. В отношении к холдинговым компаниям, к числу которых относится и «Роснефть», модель дисконтированного денежного потока относительно менее приемлема. Так что Оценщик был вправе придать результатам расчетов по модели дисконтированного денежного потока относительно небольшой вес.

Вывод № 4 из рассмотрения двух претензий (16 и 17).

Суждения рецензентов, представленные выше (16 и 17 претензии), не являются сколько-нибудь оправданными, а отдельные положения, высказанные

рецензентами, не соответствуют сложившимся в современной теории оценки стоимости бизнеса представлениям.

18-я претензия — заключение. «Отчет изобилует излишней информацией. Из 189 страниц отчета на расчеты приходится не более 50 страниц».

Странные замечания. Я никогда не слышал, что отчет должен представлять только «расчеты».

Непонятно, зачем рецензентам понадобилось сопоставление «Роснефти» с «Сибнефтью».

«В описании компании Оценщик отмечает низкую дебитность скважин у «Роснефти», однако нигде в расчетах этот факт не учитывает». Значит, я думаю, это и не понадобилось Оценщику.

Весьма странно выглядит суждение о завышении стоимости в рамках затратного подхода. На самом деле, как я показал выше, нужно говорить о занижении стоимости «Роснефти» в рамках затратного подхода, поскольку в расчетах не учтены в качестве самостоятельных активов стоимость используемых компаний земельных участков.

Совершенно необидительны рассуждения рецензентов относительно обыкновенных и привилегированных акций. Все эти акции в рамках «Роснефти» полностью принадлежат государству. А поскольку они не котируются, то нельзя заранее утверждать о каком-то определенном соотношении в их стоимости. Во всяком случае нельзя, как это утверждает Эксперт, считать, что «на российском фондовом рынке котировки привилегированных акций составляют 0,5 от стоимости обыкновенных акций» (с. 4). Это не совсем так. Например, на РТС цена спроса на привилегированные акции «Сургутнефтегаза» составляла 0,22 долл. за 1 акцию, а на 1 обыкновенную акцию — 0,297 долл. То есть здесь соотношение оказалось равным 0,75 («Коммерсантъ» от 25.03.2003).

Вывод Эксперта о том, что оценка стоимости «Роснефти», полученная Оценщиками, «не может быть признана достоверной», не представляется сколько-нибудь оправданным.

Все это было написано мною в апреле 2003 г. Моя оценка заключения рецензентов Экспертного совета РОО была приобщена к материалам дела и, как мне кажется, повлияла на формирование решения по иску «Роснефти» к ИК «Олма». Об этом чуть ниже, а сейчас я остановлюсь на проблеме ущерба, нанесенного публикациями «Олма» компании «Роснефть».

Нанесла ли ущерб «Роснефти» публикация специалистов ИК «Олма»?

Истец — компания «Роснефть» — однозначно считала, что «да», такой ущерб, по мнению ее руководства, очевиден. Некоторые участники обсуждения этой проблемы, выступавшие на стороне ответчика — ИК «Олма» — начисто отвергали саму возможность появления такого ущерба. Так, например, И. Коробкова утверждала следующее: «Этот отчет (имелась в виду статья специалистов ИК «Олма» в журнале «Нефтегазовая вертикаль». — В.Р.) не мог нанести

ущерба рыночной капитализации «Роснефти» по той простой причине, что ее акции не котируются на рынке».¹

Это не совсем правильное утверждение. Дело в том, что истец (компания «Роснефть») ставил вопрос о нанесении ущерба упомянутой публикацией в журнале «Нефтегазовая вертикаль» тем компаниям, входящим в холдинг, акции которых котируются на биржах. Об этом писала и сама И. Коробкова: «Тот ущерб, о котором компания («Роснефть». — В.Р.) написала в иске, произошел по ее версии в результате снижения котировок акций дочерних компаний». Именно в этом и заключался ущерб, нанесенный указанной публикацией.

Действительно, в «Заключении комиссии экспертов о проведенной комплексной финансово-экономической экспертизе», выполненной специалистами ЗАО «ЭконИнвестОценка», оценка ущерба холдинга «Роснефть», причиненного публикацией ИК «Олма», выполнена в отношении двух входящих в холдинг компаний — ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» и ОАО «Роснефть-Сахалинморнефтегаз». Акции именно этих дочерних компаний котировались в момент публикации статьи специалистов ИК «Олма» на фондовом рынке.

Работники указанной оценочной фирмы «ЭконИнвестОценка» считают, что ущерб следовало оценивать начиная с 03.04.2002, т.е. когда была «распространена на сайте *olma.ru* информация о снижении стоимости ОАО «НК «Роснефть», и до 14.05.2002, когда произошла «встреча Президента Российской Федерации с Президентом ОАО «НК «Роснефть».² В то время я ознакомился с этим цитируемым заключением и поинтересовался у экспертов, почему дата прекращения ущербных воздействий публикации ИК «Олма» связывается ими с днем встречи В.В. Путина и С.М. Богданчикова (президента «Роснефти»)? Мне ответили: специалисты ИК «Олма» в своей публикации утверждали, что действия руководства «Роснефти» наносят ущерб интересам главного (и можно сказать, единственного) ее акционера — государства. На встрече главы государства и высшего менеджера «Роснефти» (ее президента) было сформулировано **полное доверие** топ-менеджерам этой компании.

Так что негативное воздействие публикации ИК «Олма» с этого момента, разъяснили мне эксперты, самым естественным образом прекратилось: глава государства поддержал деятельность топ-менеджмента «Роснефти».

Оценка же ущерба была определена следующим образом:

1. Были зафиксированы значения котировок акций ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» и ОАО «Роснефть-Сахалинморнефтегаз» за полный день в период 02.04.2002 — 15.15.2002 (в этот день стало известно о состоявшейся встрече из СМИ).³

С выделением этих событий, обозначавших период нанесения ущерба публикацией ИК «Олма» репутации «Роснефти», были не согласны в этой инвестиционной компании. Гендиректор «Олма» Олег Ячник, — продолжает

¹ Коробкова И. За обзор ответить // Компания от 02.09.2002. С. 37.

² Заключение комиссии экспертов о проведенной... финансово-экономической экспертизе. М.: 15.11.2002. С. 29.

³ Вот как о выборе этих дат для установления периода нанесения ущерба «Роснефти» пишет С. Козицын: «ЭконИнвестОценка» исходила из того, что с 3 апреля по 15 мая имели место лишь два принципиальных события, которые могли повлиять на динамику курса акций «дочек» «Роснефти», — публикация отчета «Олма» и встреча президента «Роснефти» Сергея Богданчикова с президентом Владимиром Путиным // Ведомости от 13.02.2003.

С. Козицын, — уверен, что у «Роснефти» было много других событий, действительно способных оказать влияние на курсовую стоимость акций ее «дочек». «Такой подход, — заметил С. Козицын, — вызвал возмущение О. Ячника».¹

Но факт, однако, остается фактом. В самом деле сразу же после публикации произошло падение котировок акций дочерних компаний «Роснефти». И сразу же после указанной встречи, т.е. с 15.05.2002, эти котировки пошли вверх. Это как раз и «уловила» так возмущившая О. Ячника «модель» оценки ущерба.

Эти значения характеризовали стоимость указанных акций на РТС за каждый день этого периода:

- открытия;
- максимального значения;
- закрытия;
- среднее значение.

Средние значения были использованы в дальнейших расчетах.

2. На основе данных о котировках акций этих компаний в предшествующем периоде были построены уравнения регрессии разного типа, фиксирующие зависимость изменения котировок от изменения совокупного индекса РТС, а также от времени.

3. На основе этих уравнений были получены оценки расчетных значений котировок акций указанных компаний за каждый день предшествующего периода.

4. Затем расчетные значения были сопоставлены с фактическими средними характеристиками биржевых показателей стоимости акций. В конечном счете полученные уравнения регрессии оказались вполне удовлетворительными, о чем свидетельствует, пишут авторы Заключения, «величина достоверности коэффициента аппроксимации (R^2), значение которой во всех моделях превышает 0,87».²

5. На основании принятых уравнений регрессии были установлены расчетные значения котировок акций ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» и ОАО «Роснефть-Сахалинморнефтегаз» за каждый биржевой день периода 02.04—15.05.

6. Эти расчетные значения сравнивались с фактическими (средними) показателями котировок указанных компаний в рамках РТС.

7. Такое сопоставление позволило оценить общий ущерб «Роснефти» от падения котировок акций ее двух компаний в результате публикации статьи ИК «Олма». Были сопоставлены за каждый день выбранного периода фактические показатели рыночной капитализации этих компаний и условные оценки котировок, полученные на основе применения предварительно рассчитанных уравнений регрессии. Этот общий ущерб как для холдинговой компании в целом, так и для входящих в ее состав двух ОАО, а именно для «Сахалинморнефтегаза» и «Пурнефтегаза», составил 34 488 тыс. долл.

8. Затем на основании данных об удельном весе «Роснефти» в уставном капитале этих двух компаний («Сахалинморнефтегазе» и «Пурнефтегазе» — соответственно 62,90 и 81,01%) был рассчитан ущерб, приходящийся собственно на холдинговую компанию. Ущерб «Роснефти» оказался равным 26 998 тыс. долл.

¹ // Ведомости от 13.02.2003.

² «Заключение...». С. 32.

Как дальше развивались события: миролюбивое поведение «Роснефти» и непримиримая позиция «Олмы»

Накануне рассмотрения иска «Роснефти» в суде ее руководство выступило с инициативой заключить мировое соглашение. Написавший об этой инициативе С. Козицын назвал свою статью в «Ведомостях» так: «Роснефть» и «Олма» помиряются. Аналитики других инвестбанков вздохнули с облегчением». Он отметил: «Противостояние «Роснефти» и инвесткомпаний «Олма» близится к завершению: вчера (т.е. 30.07.2003. — В.Р.) оппоненты объявили, что готовы обсудить условия мирового соглашения».¹

Как далее говорится в статье С. Козицына, 30.07.2003 «на судебном заседании Московского арбитражного суда стороны объявили о том, что им нужно две недели для того, чтобы разработать текст мирового соглашения, и суд отложил свое заседание на две недели — до 28 августа».²

Эти две недели прошли впустую. «Олма» оказалась неготовой к такому повороту событий.³ Однако, как об этом пишет С. Козицын, внимательно отслеживавший ситуацию, «стороны не договорились об условиях мировой».⁴

Условия мирового соглашения, предложенные «Роснефтью», сводились к следующему: «Роснефть» согласна отказаться от требования компенсации, но при этом она выдвигала одно непременное условие: «Олма» должна опубликовать опровержение своего отчета. Однако инвесткомпания «Олма» была согласна только на то, чтобы «принести извинения читателям за сделанные в отчете неточности».⁵ Это, конечно, не могло устроить «Роснефть». «Мировое соглашение предполагает взаимные уступки... а из намерений «Олма» этого не видно». Так изложил точку зрения представителя «Роснефти» на переговорах обозреватель газеты «Ведомости» С. Козицын.⁶

Что касается ИК «Олма», то, как заявил ее представитель, «мы (цитируют его слова в газете «Ведомости») не видим оснований для опровержения собственного отчета...». «Эксперты, назначенные судом, не привели убедительных аргументов о том, что факты, изложенные в нашей публикации в журнале «Нефтегазовая вертикаль», — продолжал этот представитель ИК «ОЛМА», — не соответствуют действительности».

¹ // Ведомости от 31.07.2003

² Там же. Позднее судебное заседание было перенесено на 09.09.2003.

³ В «ОЛМА» говорят, что это предложение заключить мировое соглашение поступило от «Роснефти» и для инвесткомпаний стало полной неожиданностью // Ведомости от 31.07.2003. Отметим, что попытки найти внесудебное разрешение конфликтной ситуации предпринимались и раньше. Так, руководитель «Алор-Инвеста» А. Гавриленко в середине июня 2003 г. предлагал «разрешить конфликт при посредничестве предпринимательского «профсоюза» — Торгово-промышленной палаты (ТПП)... Мировым судьей «Олма» и «Роснефти» мог бы выступить председатель ТПП РФ Евгений Примаков» // Ведомости от 20.06.2003.

⁴ Замечу, что в ТПП РФ не обращалась за содействием в достижении внесудебного решения конфликта ни та, ни другая сторона

⁵ На мой взгляд, это довольно странное условие достижения мирового соглашения со стороны «Олмы» — «принести извинения читателям, за неточности». Мне кажется, такие извинения должны быть зафиксированы независимо от того, достигнуто мировое соглашение или нет. А так получается — нет мирового соглашения, то пусть читатель останется в неведении о неточностях. Такие извинения не уступка «Роснефти», а элементарное требование журналистской этики // Ведомости от 28.08.2003.

⁶ Козицын С. Не договорились. // Ведомости от 28.08.2003.

Однако суд решил, что эксперты нашли именно такие «убедительные аргументы»: 09.09.2003 суд принял решение не в пользу ИК «Олма». Согласно решению Московского арбитражного суда, — писал С. Козицын, — «инвесткомпания «Олма» придется опровергнуть содержание прошлогоднего отчета (публикацию в журнале «Нефтегазовая вертикаль». — В.Р.), в котором аналитики компании оценивали стоимость «Роснефти».¹ Суд удовлетворил иск «Роснефти» и «признал не соответствующими действительности и порочащими деловую репутацию опубликованные «Олма» сведения».²

Ясно, что все это непосредственно не связано с оценкой стоимости компании.

При этом, как отметил «Коммерсантъ», «на заседании суда «Роснефть» отказалась от взыскания денежных средств с «Олмы», посчитав это неэтичным».³

Руководство ИК «Олма» имела возможность в установленный срок обжаловать решение суда в апелляционной инстанции Арбитражного суда Москвы. Но, как отмечала газета «Ведомости», «Олма» не апеллирует».⁴

Отмечу, что решение суда было воспринято весьма негативно отдельными специалистами. Так, например, Ю. Козырь опубликовал в газете «Ведомости» отклик на это решение, озаглавленный так: «Роснефть», ты не права». Он писал: «Отчет об оценке стоимости есть не более чем выражение мнения оценщика. Запретить высказывать мнение — это покушение на конституционное право свободы слова»⁵ (так судебное разбирательство было поднято на уровень ограничения конституционного права). Дело, однако, не только в оценке стоимости. Думается, что если бы «Олма» ограничилась «голой» оценкой, то вряд ли «Роснефть» подала бы в суд. Ее руководство, вполне естественно, задела утверждения, никак не связанные с оценкой стоимости компании, а именно о плохой работе менеджмента и намеренном затягивании процесса приватизации «Роснефти».⁶ Это, однако, не имеет никакого отношения к конституционному праву свободы слова.

События, развернувшиеся не через 5 лет, а через 3 года (летом 2006 г.), показали, что здесь С. Богданчиков серьезно «ошибся» в своих прогнозах: капитализация «Роснефти» в результате приватизации части пакета ее акций составила, как уже отмечалось, 80 млрд долл.

Не обошлось и без ссылок на «мировой опыт». Так, вице-президент «ВымпелКома» Валерий Гольдин отмечает, писали в газете «Ведомости», что «в меж-

¹ Козицын С. «Олма» была не права. Доказала «Роснефть» в московском арбитраже. // Ведомости от 10.09.2003.

² В газете «Ведомости» раскрывается содержание решения суда. В нем речь идет не столько об оценке стоимости «Роснефти», а о том, что она (оценка) была использована для характеристики действий менеджмента компании, низкой информативной культуры менеджмента, а также для утверждения, что менеджмент «Роснефти» намеренно затягивает ее продажу. // Ведомости от 10.09.2003.

³ // Коммерсантъ от 10.09.2003.

⁴ // Ведомости от 21.10.2003.

⁵ // Ведомости от 12.09.2003.

⁶ Вот как С. Богданчиков отвечал на такой вопрос о приватизации корреспондента газеты «Известия»: «Вы не опасаетесь, что ваша компания будет приватизирована? «Я — нет, — заявил С. Богданчиков. — Это решает владелец». Кроме того, — добавил президент «Роснефти», — если она произойдет, будет правильной...» «Если... такие планы (приватизации. — В.Р.) возникнут, я бы мог только посоветовать, — отметил интервьюируемый, — заранее поставить об этом в известность менеджмент и поручить провести подготовку к приватизации, чтобы получить максимальную выгоду от продажи. На правильной подготовке еще два миллиарда можно заработать и продать компанию за 10 млрд долл. А через 5 лет компания будет стоить 15—20 млрд долл.» // Известия от 08.09.2003.

дународной практике инициатива подачи судебных исков против аналитиков принадлежит регулирующим органам...».¹

Дело, однако, обстоит не совсем так. «Роснефть», готовя судебные разбирательства, заказала обзор подобной практики в США известному финансовому аналитику В. Евстигнееву, на которого мы уже ссылались ранее (см. Приложение 1). В своем обзоре он показал, что подобные судебные разбирательства инициируются не только регулирующими органами, но и «пострадавшими» компаниями. С согласия В. Евстигнеева я привожу полностью его материалы, заказанные «Роснефтью», в Приложении к данной книге.

Повторю, что во всех развитых странах ситуация здесь различается. Например, Nordea, крупнейшая финансовая компания Скандинавии, работающая в Швеции, Финляндии, Дании и Норвегии, «намерена покупать аналитические отчеты по акциям у независимой фирмы. Это когда-то был «первый пример аутсоринга аналитической продукции, предоставлять которую будет агентство Standard & Poor's».²

В Европе «регулирующие органы не предъявили инвестиционным банкам и брокерским компаниям столь же жесткие требования по обеспечению независимости аналитической деятельности, как в США... После расследования дела о конфликте интересов между аналитическими и инвестбанковскими подразделениями регулирующие органы США выдвинули жесткие требования аналитикам брокерских компаний... Это заставит сократить аналитические отделы и покупать соответствующую продукцию у сторонних фирм». То есть произошло отделение инвестиционной деятельности от аналитических исследований и обзоров».³

Полагаю, что такой конфликт интересов возник у ИК «Олмы» при публикации статьи о «Роснефти». И это было связано с тем, что внутри этой фирмы инвестиционная деятельность не была отделена от аналитических исследований. Впрочем, по российским законам такое отделение и не требовалось.

Дело «Роснефти» — первый прецедент защиты гудвилла

По завершении судебного разбирательства иска «Роснефти» к ИК «Олма», да и раньше, в печати время от времени появлялись тревожащие души инвестиционных и финансовых аналитиков утверждения о том, что это дело создает опасный прецедент.

Так, например, Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) выступила с заявлением о том, что «этот первый вылившийся в судебное разбирательство конфликт между эмитентом и инвестиционным аналитиком затрагивает интересы фондового рынка в целом. Сам факт подачи ис-

¹ // Ведомости от 28.08.2003.

Воспроизведя эти слова В. Гольдина, я вспомнил точную оценку А. Привалова такого рода суждений о «мировой (международной) практике»: «... Никакой мировой практики, на которую ссылаются... нигде, кроме учебников для первого курса, не существует. То, что по школярской формулировке во всех развитых странах одинаково, в реальности во всех них различно» (Привалов А. Любитель отечества. СПб. Амфора, 2006. С. 86).

² Оверченко М. Аналитический аутсоринг. // Ведомости от 08.04.2003.

³ Там же.

ка к инвестиционной компании... создает *опасный прецедент*, который негативным образом отразится на состоянии финансовой аналитики в России».¹

Примерно то же утверждал А. Разуваев, ведущий аналитик ФК «Мегатрастойл». Он утверждал следующее: «Решение суда в конфликте ИК «Олма» и НК «Роснефть» создает очень *опасный прецедент*. Независимость аналитической службы является основой функционирования любого инвестиционного банка... Решение данного вопроса будет иметь большое значение при оценке российского инвестиционного климата со стороны внутренних и внешних инвесторов».²

Подобное суждение было высказано и цитированным выше Е. Гавриленко. «Если суд примет решение в пользу «Роснефти», — утверждал он, — то в стране будет создан *опасный прецедент*... В этом случае аналитики потеряют свою *независимость*».³

О прецеденте писала и упоминавшаяся выше И. Коробкова. Вот ее слова: «Роснефть» создает прецедент преследования инвестиционной компании».⁴

Как оказалось, это решение никак не отразилось на инвестиционном климате. И одна из причин такого безразличного отношения к этому делу со стороны внутренних и внешних инвесторов объясняется тем, как показал В. Евстигнеев, что судебные процессы, подобные тому, который инициировала «Роснефть», достаточно распространены в других странах (см. Приложение).

Но что стоит отметить. Это дело прецедентно совсем с другой стороны. По существу это был первый в России процесс о защите деловой репутации (гудвилла) российской компании. И совершенно справедливо, что он закончился в пользу «Роснефти». Иначе бы пришлось согласиться, к примеру, с абсолютно неправомерным утверждением специалистов ИК «Олма» о том, что «действия менеджмента («Роснефти») в последние два года были направлены на понижение капитализации компании». Как этого добивалось руководство «Роснефти»? По поводу сознательного стремления топ-менеджеров повысить уровень капитализации компаний в последнее время вышло много работ. Но я не видел ни одной брошюры, в которой бы описывались такие же сознательные действия топ-менеджеров по снижению стоимости руководимых ими компаний. Это самая настоящая напраслина. И без всякого сомнения, она нанесла в свое время ущерб гудвиллу «Роснефти». Отметим, что эта компания достойно вышла из конфликтной ситуации, спровоцированной статьей в журнале «Нефтегазовая вертикаль».

¹ // Ведомости от 28.08.2003.

² // Ведомости от 12.09.2003.

³ // Ведомости от 20.05.2003.

⁴ // Компания. 2002. № 33. С. 36.

Миноритарии против «Роснефти» в Арбитражном суде г. Москвы

Общая характеристика

В книге известного публициста, одного из создателей популярного среди специалистов журнала «Эксперт», А. Привалова я прочитал о том, как он оценивает прежний закон о банкротстве. Он полагает, что «заказные банкротства не злоупотребление законом, а как раз штатное его использование».¹ Нечто подобное происходило и с применением Закона об акционерных обществах. Но если применительно к Закону о банкротствах действительно стоило говорить о штатном его использовании для перераспределения собственности, то в отношении Закона об акционерных обществах дело обстояло несколько по-иному. Дело в том, что недостатками этого Закона, впоследствии, правда, устраненными, воспользовались миноритарные акционеры, выступавшие против владельцев контрольных пакетов акций. Что общего в этих ситуациях? И там, и здесь использовался арбитраж.

15.10.2001 в Арбитражный суд г. Москвы (ул. Новая Басманная, д. 10) поступила серия исковых заявлений о признании недействительными ряда договоров о поставке сырой нефти. Истцом всех этих заявлений, касающихся разных договоров о поставках нефти, выступила компания с ограниченной ответственностью «Болен Коммершиал ЛТД» (Bolen Commercial LTD). Она имела два адреса: один юридический — 9A Erechtos street, Ayios Spyridonas, Limassol, Cyprus; другой для переписки — 117049, г. Москва, ул. Житная, д. 14 (для ЗАО «Союзнефтегазстрой»).

Ответчиком по этому делу надлежало быть ОАО «НК «Роснефть».

Помимо этого в исковом заявлении было указано и «третье лицо, не заявляющее самостоятельных требований», — ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» (Ямало-Ненецкий автономный округ, г. Губкинский, ул. Нефтянников, д. 2).

¹ Привалов А. Любитель отечества. СПб.: Амфора, 2006. С. 183.

Конечно, за этим иском заявлением стояли вовсе не киприоты, а российские граждане, обладавшие миноритарными пакетами акций ОАО «Пурнефтегаз». Интересы этих миноритарных акционеров представлял по доверенности некий И.В. Колосов. Так что это было обычное для того времени исковое заявление миноритарных акционеров, создавших офшорную компанию, с требованием дополнительных выплат со стороны материнской компании (ОАО «Роснефть»), владевшей контрольным пакетом дочерней структуры — ОАО «Пурнефтегаз» («Роснефть» владела тогда 50,6 % акций «Пурнефтегаза»).

Мы не будем приводить всех исковых заявлений офшорных владельцев акций ОАО «Пурнефтегаз», а представим лишь одно из них, поскольку все они были написаны, что называется, под копирку. Однотипные заявления отличались друг от друга упоминанием разных договоров о поставках сырой нефти.

Офшорный Истец утверждал, что «в соответствии со статьей 83 Закона об акционерных обществах при заключении... сделки (и речь шла о конкретной сделке № 1661/д) советом директоров ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» должно быть установлено, что стоимость, которую ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» получит за проданную нефть, не может быть ниже рыночной стоимости, определяемой в соответствии со статьей 77 Закона об акционерных обществах». «Таким образом, Закон исходит из того, — продолжал Истец, — что при заключении сделки, в которой имеется заинтересованность, реализация имущества должна осуществляться по ценам *не ниже рыночных*».

И далее: «При принятии решения о заключении договора (о поставках сырой нефти. — В.Р.) требование статьи 83 об определении рыночной стоимости не было соблюдено. В соответствии со статьей 84 Закона об акционерных обществах сделка, в совершении которой имеется заинтересованность, совершенная с нарушением требований к сделке, предусмотренных статьей 83 Закона об акционерных обществах, может быть признана недействительной».

Отсюда, естественно, просьба к Арбитражному суду г. Москвы от офшорных акционеров «признать недействительным договор купли-продажи № 1661/д, заключенный 26.12.2000 между ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» и ОАО «НК «Роснефть»».

В Арбитражном суде г. Москвы на основании заявления Истца было открыто дело № А 40-39402/01-61-469.

Ответчик ОАО «НК «Роснефть», получив это исковое заявление, послал в Арбитражный суд г. Москвы соответствующий отзыв (по делу № А 40-39402/01-61-469), подписанный президентом «Роснефти» С. Богданчиковым (№ СБ-1009 от 19.12.2001). Самое главное было сказано в начале отзыва С. Богданчикова: «Требования Истца лишены оснований».

По мнению Ответчика, «рыночная стоимость по договору от 26.12.2000 № 1661/д определена советом директоров ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз»... как того требует пункт 2 статьи 77 Закона об акционерных обществах».

И далее: «Руководствуясь правилами пункта 1 статьи 77 Закона об акционерных обществах, совет директоров своим решением определяет рыночную стоимость имущества». «И только в исключительных случаях, — писал С. Богданчиков в Арбитражный суд г. Москвы, — определение рыночной стоимости

имущества может быть поручено независимому оценщику (например, при купле-продаже акций)».

В письме «Роснефти» затрагивались и другие проблемы, в частности то, что в голосовании по поводу конкретной сделки, упоминаемой Истцом, не принимали участие заинтересованные лица (поэтому сделку нельзя признать недействительной), а также условия организации вертикально-интегрированной компании (ВИНК) «Роснефть», факторы установления внутренних цен на сырую нефть в рамках ВИНК и другие.

Нас же здесь интересует вопрос об установлении рыночных цен. Действительно ли при этом были нарушены права офшорных акционеров? И вправе ли они были получить еще кое-что от материнской компании, т.е. от «Роснефти»?

Эти вопросы интересовали и Арбитражный суд г. Москвы. Именно поэтому, получив достаточно подробные разъяснения от руководства «Роснефти», этот суд издал в тот же день, как было получено от них письмо, т.е. 19.12.2001, Определение (по делу № А 40-39402/01-61-469). Это Определение подписала судья О. Зверева. Она единолично провела заседание суда, который установил: «Определением Арбитражного суда г. Москвы приостановлено производство по делу № А 40-39402-01-61-469 в связи с назначением оценочной экспертизы».

Далее, в связи с устранением обстоятельств, вызвавших приостановление производства по делу, суд, руководствуясь статьей 83 АПК РФ, *«определил производство по делу возобновить»*.

Рассмотрение дела назначить на 09.01.2002».

К тому времени (17.12.2001) поспел и заказанный Арбитражным судом г. Москвы Отчет об оценке стоимости сырой нефти (исх. № 259 2001 от 12.01.2001) в рамках ВИНК. Этот отчет был подготовлен Международным центром оценки (МЦО) в соответствии с определением Арбитражного суда г. Москвы по делу № А 40-39402/01-61-469 от 28.11.2000. В преамбуле к этому документу было сказано, что при подготовке отчета специалисты МЦО руководствовались, в частности, «Стандартами оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности». На это я специально обращаю внимание, потому что покажу, что это была простая отписка: на самом деле «Стандарты» были отложены в сторону; авторы сами сконструировали необычный понятийный аппарат и от начала отчета до конца его пользовались этим, можно сказать, доморощенным инструментарием.

Именно этот отчет МЦО и сыграл особую роль в рассмотрении искового заявления. Рассмотрим отчет более подробно, поскольку он является образцом подмены основных понятий, введенных указанными выше «Стандартами» — искусственно слепленными инструментами оценки стоимости.

Заказной отчет Международного центра оценки

Вначале приведем некоторые положения из «Постановки задания на оценку» (с этого небольшого раздела начинается сам отчет).

«Объект оценки — 1 тонна сырой нефти ГОСТ 9965.76, добываемой на месторождениях ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз».

Цель оценки — *определение рыночной стоимости сырой нефти на внутреннем рынке*.¹

Я не случайно подчеркнул слова «рыночная стоимость сырой нефти на внутреннем рынке». Дело в том, что на самом деле никакую рыночную стоимость специалисты МЦО и не пытались оценить. Вместо этого эти специалисты, как сказано в сопроводительном письме к Отчету, «выполнили работы по определению *индикативной* рыночной стоимости 1 тонны сырой нефти на внутреннем рынке в период с декабря 2000 г. по сентябрь 2001 г.»²

Как видно, в самом начале Отчета происходит подмена понятий. Арбитражный суд заказывал работу по определению рыночной стоимости, а ему из МЦО прислали сочинение на тему об *индикативной* рыночной стоимости.

Для того чтобы разобраться в содержании Отчета, подкреплявшего позицию Истца, Ответчик обратился ко мне (через юриста «Роснефти» В. Шляхову) дать отзыв об отчете относительно оценки «индикативной рыночной стоимости» сырой нефти на внутреннем российском рынке в период с декабря 2000 г. по сентябрь 2001 г., выполненном сотрудниками Международного центра оценки. Этот отзыв я представил Ответчику 05.01.2002.

Начну с первой части моего тогдашнего отзыва. Я назвал ее так: «Что это за экономическое «открытие» — «индикативная рыночная стоимость»?»

Прежде всего я отметил, что сотрудники МЦО без согласования с Арбитражным судом неправильно интерпретировали его Определение. Если в нем ставился вопрос об установлении *рыночной стоимости* сырой нефти на внутреннем российском рынке, то они вместо этого представили отчет о неведомо откуда появившейся «*индикативной рыночной стоимости*».

У меня создалось впечатление, что судью Арбитражного суда О.П. Звереву такая подмена понятий вполне устраивала.

Но такую подмену теоретически никак нельзя было обосновать. Дело в том, что это сочетание слов — «индикативная рыночная стоимость» — *бессмысленно* само по себе. Откуда оно взялось? Оно было заимствовано из обсуждений 70–80-х гг. прошлого века, условий организации планирования экономики на государственном уровне. Тогда понятие «индикативное планирование» выдвигалось как антипод «директивному планированию», носившему «императивный» характер. Именно такое планирование, налаженное в Советском Союзе и в странах Восточного блока, предусматривало обязательные для выполнения плановые задания, которые носили директивный, обязательный характер в отличие от индикативного планирования, т.е. необязательного к исполнению.

Вопрос о существенных различиях в директивном и индикативном планировании широко разбирался в литературе того времени. Обобщение дискуссий по этому поводу дано, в частности, в известном «Толковом экономическом и финансовом словаре» Бернара и Колли. Рассматривая цели директивного планирования, они писали, что этот термин «обозначает наперед заданное стремление к плановой организации... в сфере экономики».³ Что получи-

¹ Отчет МЦО С. 2.

² Сопроводительное письмо. С. 1.

³ Бернар и Колли. Толковый экономический и финансовый словарь. М.: Международное отношение, 1994. Т. II, с. 356.

лось из этого стремления на деле, нет нужды рассматривать здесь. Это не тема нашей работы.

Вместе с тем словарь отметил, что индикативное планирование, особенно во Франции, не носило нормативного характера. Главной задачей такого индикативного планирования «становится регулирование колебаний, недопущение цепных реакций». В этих условиях, «когда приходится предпринимать постоянные усилия в этом направлении, ссылки на план теряют значение».¹ Тогда определяющим фактором экономического развития становится взаимодействие рыночных сил. С этим связано формирование рыночной стоимости отдельных благ, в т.ч. и интересующей нас сырой нефти. Вместе с тем в западных странах, включая Францию, «планирование... на практике... постепенно свелось к *индикативному прогнозированию*».² Это означает, что установки такого прогнозирования носят вовсе необязательный характер в отличие от директивных заданий советского планирования.³

Таким образом можно оценить всю надуманность определения «индикативная рыночная стоимость». Это выглядит как «жареный лед», оксюморонное определение. Ведь рыночная стоимость является обязательным атрибутом свободного, открытого и конкурентного рынка; именно на таком рынке и складывается рыночная стоимость, обеспечивающая формирование справедливых цен. Рыночная стоимость выступает в качестве императива регулирования экономических отношений. Это и есть знаменитая «невидимая рука», как писал А. Смит.

Но все же не зря трудились специалисты МЦО над выполнением заказа Арбитражного суда г. Москвы. Нужно было получить цифры в обоснование позиций Истца. И эти цифры были получены. Они оглашены в сопроводительном письме МЦО к отчету его сотрудников. Оказывается, «индикативная рыночная стоимость» 1 тонны сырой нефти (включая акциз и НДС) менялась от 2066 руб. в декабре 2000 г. до 1986 руб. в сентябре 2001 г. Эти цифры, как я писал в своем Отзыве, «представляются совершенно бессодержательными». Они получены в результате сугубо арифметических упражнений, которые никак не раскрывают существенные условия формирования рыночной стоимости сырой нефти на внутреннем рынке. Именно поэтому представленные оценки не могут использоваться в качестве хоть какого-либо аргумента при рассмотрении иска «Болен Коммерсиал ЛТД».

В этом иске указывается на необходимость установления цены сделки «не ниже рыночной цены» (с. 2). Но разработанное сотрудниками Международного центра оценки, с позволения сказать, теоретическое новшество — «индикативная рыночная стоимость» вовсе и не является «рыночной ценой».

По существу эти оценки представляют собой среднеарифметические показатели цен приобретения сырой нефти в разных ВИНК, сложившихся в то время в России. Это были трансфертные цены, в т.ч. и трансфертные цены, установленные в рамках холдинга «Роснефть» при заключении договоров о поставках сырой нефти со стороны дочерних компаний, среди которых было также

¹ Там же. С. 354.

² Там же. С. 352.

³ См. об этом также в «Экономико-математическом словаре» Л. Лопатникова (М., 2001).

и ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз». В этом нет ничего необычного. «Проблема трансфертных цен, — пишет Т. Коупленд с соавторами, — возникает тогда, когда продукт одной деловой единицы служит ресурсом для другой. Высокая цена увеличивает прибыли поставщика за счет пользователя, и наоборот». «Налогообложение, — продолжают соавторы, — усложняет проблему трансфертных цен. Одна из выгод принадлежности к корпорации (а значит, и наличия головного офиса) заключается в возможности наладить систему трансфертного ценообразования таким образом, чтобы прибыль удерживалась за теми подразделениями, которые позволяют облегчить налоговое бремя».¹

Таким образом, организация поставок между материнской компанией и дочерними структурами является обычной практикой. И главный стимул здесь — это законно допустимая минимизация налогообложения. К такой практике прибегают везде; вполне понятно, что она (практика) вызывает оправданное недовольство фискальных органов, хотя их представители хорошо понимают, что если такая минимизация налогообложения с помощью трансфертных цен происходила по закону, то здесь ничего не поделаешь. Может быть, предпочтительнее скорректировать сам закон.²

Вот что по этому поводу утверждал С. Шаталов, заместитель министра финансов: «Не секрет, что разумный налогоплательщик пытается оптимизировать свои налоги таким образом, чтобы в максимальной степени снизить их объем. В этом нет ничего предосудительного, если оптимизация осуществляется в рамках закона. Плохо, если возможности экономить на налогах обусловлены пробелами в законодательстве. Тогда задача правительства и парламента — скорректировать правила так, чтобы ликвидировать эти пробелы».³

В своем отзыве на «исследование» МЦО относительно «индикативной рыночной стоимости» я привел и другие высказывания С. Шаталова. Он утверждал, со слов обозревателя журнала «Профиль», следующее: «Минфин настойчиво пытается изменить механизм трансфертного ценообразования, не имея при этом ясного представления о том, какие именно методики нужно использовать для определения... «правильной» «цены сделки». К этому добавил и непосредственно сам С. Шаталов: «Остается много неясного: определения контролируемых сделок, рыночной цены, взаимозависимых лиц... Определенная цена на нефть существует только на внешнем рынке. Внутреннего же биржевого тарифа попросту нет, а что такое *рыночная цена нефти внутри России — неизвестно*».⁴

Итак, С. Шаталову была неизвестна рыночная цена внутри России. Зато о ней специалисты МЦО составили по заказу Арбитражного суда г. Москвы развернутое представление — это трансфертные цены, формирующиеся внутри ВИНК, которые можно рассматривать как «индикативные рыночные цены». Но это абсолютно неправильная позиция. Цитированные нами американские авторы

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес. 1999. С. 345.

² Сам закон — Налоговый индекс — был впоследствии скорректирован. Но, оказывается, и в такой ситуации можно найти обходные пути. Так, «Северсталь», сообщает «Ведомости», настроена закупать кокс у своей американской «дочки» по себестоимости. «У нас, — пишет обозреватель этой газеты Ю. Федоринова, — такие поставки идут по рыночным ценам, иначе компанию обвинят в применении трансфертных цен» (Федоринова Ю. В России так нельзя. «Северсталь» хочет использовать в США трансфертные цены. // Ведомости от 04.10.2005).

³ // Финансовые известия от 25.12.2001.

⁴ // Профиль от 10.10.2001. С. 24.

совершенно обоснованно считают, что трансфертная цена — это вовсе не рыночная цена. Вот почему при определении стоимости дочерних структур эти авторы пишут так: «Мы советуем решать эту проблему, устанавливая трансфертную цену на *возможно близком уровне к рыночной цене* непосредственных заменителей рассматриваемого продукта».¹ Итак, существует определенная дистанция между внутренними ценами приобретения сырой нефти и рыночными ценами на нее. Но существует ли сама рыночная стоимость сырой нефти в России? Как утверждал достаточно компетентный специалист С. Шаталов, характеристики рыночной стоимости сырой нефти в России в тот момент начисто отсутствовали.

Были ли в России в то время условия формирования внутренних цен на сырую нефть на рыночной основе?

На вопрос, вынесенный в заголовок этого раздела, приходится кратко ответить: нет, не было таких условий. Это означало, что сама попытка найти характеристику свободно формируемой рыночной стоимости на сырую нефть на основе доступной информации была обречена на неудачу.

Связано это с тем, что, как совершенно справедливо утверждала Е. Кулешова, тогдашний руководитель Департамента экономики предприятий Министерства экономического развития и торговли РФ, «к сожалению, в России не представляется возможным определить рыночную цену сырой нефти, поскольку ее внутреннего рынка как такового нет». И дальше Е. Кулешова поясняет свою мысль так: «В среднем на внутреннем рынке реализуется около 5–7 % сырой нефти от общего объема добычи, и на основании этих слишком маленьких объемов нельзя рассчитать рыночную стоимость».²

Итак, руководитель Департамента Министерства экономического развития и торговли утверждает: «Нельзя сейчас в России рассчитать рыночную стоимость сырой нефти». А специалисты Международного центра оценки доказывают обратное. Более того, в постановке задачи Отчета по оценке, как мы отмечали, они представили определение рыночной стоимости сырой нефти в качестве «цели оценки» (цель — определение рыночной стоимости сырой нефти на внутреннем рынке). Далее в отчете написано: «В соответствии с заданием на оценку оценщиками выбраны наиболее приемлемые методы (далее я покажу, что эти методы оказались на поверку совершенно неприемлемыми. — В.Р.) и выполнены расчеты по определению рыночной стоимости сырой нефти на внутреннем рынке».³

И хотя авторы отчета утверждают, что они определили «рыночную стоимость сырой нефти на внутреннем рынке», тем не менее они, видно постыдившись собственных теоретически нелепых утверждений, в конце концов назвали свои оценки «индикативной рыночной стоимостью». Возникает вопрос: что же было рассчитано авторами из МЦО — индикативная рыночная стоимость сырой нефти или рыночная стоимость сырой нефти на внутреннем рынке?

¹ Коулленд Т. и соавт. Стоимость компаний... С. 345.

² // Коммерсантъ от 25.05.2001.

³ Отчет МЦО С. 3.

Понятно, что это совершенно разные категории: так называемая индикативная рыночная стоимость — это сугубо субъективная оценка; рыночная стоимость сырой нефти — объективная характеристика. Напомним, что такая характеристика на внутреннем рынке сырой нефти тогда, да и сейчас, не присутствовала. Значит, за объективную рыночную стоимость авторы из МЦО выдают субъективную оценку придуманной ими «индикативной рыночной стоимости».

А это по существу явная подмена понятий. И, мне кажется, совершенно недопустимая, свидетельствующая об отсутствии глубокой проработки авторами из МЦО проблемы условий формирования рыночной стоимости сырой нефти на внутреннем рынке России.

Негодная методика расчета придуманной авторами из Международного центра оценки «индикативной рыночной стоимости»

Рассмотрим более подробно применяемую авторами из МЦО схему определения придуманной ими индикативной рыночной стоимости. Заметим, что эту схему они представляют как «наиболее приемлемые методы измерения рыночной стоимости сырой нефти на внутреннем рынке» России. По их мнению, на российском рынке сырой нефти существуют:

- трансфертные цены (главным образом в рамках вертикально-интегрированных нефтяных компаний — ВИНК);
- «цены открытого рынка — цены независимых продаж».¹

И далее авторы из МЦО пишут: «...трансфертную цену нельзя считать рыночной ценой нефти», поскольку, как утверждают эти авторы на с. 10, эта цена является «завышенной». Итак, трансфертную цену нельзя считать рыночной. Это, на мой взгляд, правильно. Точно так же правильно, как я считаю, и подобное утверждение авторов из МЦО в отношении «цен открытого рынка — цен независимых продаж»,² а именно: «...в существующих условиях принимать в качестве «рыночной цены» нефти цену независимых продаж было бы неверно в связи с отсутствием в стране рынка продаж нефти...».³ Авторы из МЦО разделяют мнение специалистов о том, что «цены независимых продаж... установились на уровне, значительно превышающем «справедливую цену нефти».⁴

Итак, резюмируем рассуждения авторов из МЦО:

- трансфертная цена не является рыночной ценой;
- цена открытого рынка также не является рыночной ценой.

И тем не менее авторы из МЦО считают, что если сложить эти две цены (точнее, взвесить по объемам продаж), то можно определить «индикативную рыночную стоимость».⁵ Как это? Оба слагаемых не имеют непосредственного

¹ Отчет МЦО. С. 11

² Там же. С. 12.

³ Там же.

⁴ Отчет МЦО. С. 13.

⁵ Там же.

отношения к рыночной цене. И в то же время их сумма почему-то может дать наспех придуманную индикативную рыночную стоимость.

Это арифметически ошибочный ход: нельзя вывести оценку рыночной стоимости (хоть и «индикативную») из двух составляющих, каждая из которых не является рыночной ценой.

И далее авторы из МЦО проводят расчеты, основывающиеся на данных о 10 наиболее крупных российских ВИНК. Более того, они уверенно пишут: «Оценщики полагают, что данные по этим компаниям являются достаточной базой для расчета рыночной стоимости сырой нефти на внутреннем рынке».¹

Как же так? С одной стороны, авторы из МЦО утверждают, что эти цены не характеризуют рыночную стоимость сырой нефти, а с другой стороны, выдвигают эти цены в качестве базы расчета рыночной стоимости сырой нефти. Или то, или другое. Эклектика, которую здесь демонстрируют авторы из МЦО в определении рыночной стоимости сырой нефти, конечно, недопустима. Но что поделаешь, если был такой заказ.

Кроме того, авторы из МЦО используют для расчета рыночной стоимости также данные по так называемым независимым сделкам.

Сначала они получают помесячные показатели выручки по внутреннему рынку, затем делят эти показатели на объем реализованной нефти и в конце концов формируют придуманные авторами из МЦО показатели «индикативной рыночной стоимости».

Повторим, эти цены не имеют никакого отношения к установлению рыночной стоимости сырой нефти на внутрироссийском рынке.

Теперь относительно использованных авторами из МЦО показателей. На наш взгляд, использованная информация о ценах на внутреннем рынке является завышенной, и очень существенно. Так, например, выручка от реализации сырой нефти на внутреннем рынке среди выбранных 10 ВИНК (без «независимых» продаж) составляла в мае 2001 г. 30 444 940,83 тыс. руб. (36 269 091,09 – 5 824 150,26), а объем продаж — 15 855,69 тыс. тонн, отсюда 1 тонна сырой нефти на внутреннем рынке в мае, по мнению авторов из МЦО, продавалась в рамках ВИНК за 1953 руб. В то же время, по данным экспертов Министерства по налогам и сборам, сложившаяся внутренняя цена нефти URALS в рамках ВИНК составляла в мае 2001 г. 1700 руб. И далее эксперты из МНС отмечают, что при такой средней цене «нефтяные компании продают своим подразделениям в пять-шесть раз дешевле».² Это означает, что, по данным МНС, внутренняя цена для отдельных подразделений ВНК может быть в интервале 280–340 руб. за 1 тонну.

Эти оценки специалистов МНС не идут ни в какое сравнение с показателями так называемой индикативной рыночной стоимости, сконструированными авторами из МЦО. За тот же май 2001 г. их оценка этой индикативной рыночной стоимости составляла 2077 руб. за 1 тонну сырой нефти с учетом «независимых» продаж,³ что в 6–7 раз выше самых низких оценок специалистов Министерства по налогам и сборам.

¹ Отчет МЦО. С. 21.

² // Коммерсантъ от 25.05.2001.

³ Отчет МЦО. С. 29.

Заметим, что средняя оценка цены сырой нефти, используемой для получения бензина, составляла в России в середине 2001 г. 1,6 руб. за 1 литр, т.е. 1600 руб. за тонну.¹

Степень завышения расчетов так называемой индикативной рыночной стоимости можно представить и по-другому. По мнению руководителя Департамента экономики предприятия Министерства экономического развития и торговли Е. Кулешовой, трансфертные цены на сырую нефть составляли в среднем 1300–1500 руб.,² что в 1,3–1,5 раза ниже полученной на основе расчетов авторов из МЦО майской (2001 г.) цены на внутреннем рынке (без учета независимых продаж), по данным таблиц отчета МЦО.³

Приведа данные, свидетельствующие, как считают авторы из МЦО, о занижении стоимости передаваемой внутри холдинга «Роснефть» сырой нефти, авторы из МЦО косвенно подтверждают мысль о том, что это один из источников уклонения от налогов. Однако фактические данные по «Роснефти» этого не подтверждают. В 2001 г. «Роснефть» наряду с «Сургутнефтегазом» заплатила относительно больше любых других российских ВИНК налогов — до 30 % от выручки.

Другие ВИНК для уклонения от налогообложения использовали, в частности, «закрытые территориальные образования (ЗАТО)». «Роснефть», как утверждают ее руководители, «этого делать не могла: государство через совет директоров запретило». А государство в то время было единственным акционером «Роснефти». Сама же «Роснефть» запретила делать это своим дочерним компаниям, в т.ч. и «Пурнефтегазу».

Факт завышения так называемой индикативной рыночной стоимости авторами из МЦО можно подтвердить и такими данными.

Трансфертные цены — это способ минимизации налоговых платежей, правда осуществляемой в то время на законных основаниях. И нет иной альтернативы трансфертным ценам, считает группа специалистов, кроме организации в будущем биржевой торговли сырой нефтью. Это означает, что с помощью обычного калькулятора нельзя на основе общедоступных данных, как это сделали авторы из МЦО, рассчитать рыночную стоимость сырой нефти, перемещаемой в рамках разных ВИНК. По мнению прежнего министра по антимонопольной политике И. Южанова, избавиться от трансфертных цен можно, не только наладив биржевую торговлю сырой нефтью, но и заставив ВИНК продавать на бирже часть добываемой нефти.⁵

Существует и иная точка зрения. По мнению другой группы специалистов, рыночную цену сырой нефти можно определять и вне нефтяных бирж «исходя из стоимости корзины нефтепродуктов за вычетом стоимости переработки и транспортировки нефти... Средняя цена нефти, определенная исходя из отпускных цен НПЗ методом обратного счета, составляет 43–44,5 долл. за тонну и практически совпадает с используемыми трансфертными ценами».⁶ Если

¹ // Экономика и жизнь. 2001. № 36.

² // Коммерсантъ от 25.05.2001.

³ Отчет МЦО. С. 29.

⁴ // Нефть и газ. Приложение к «Коммерсанту» от 15.11.2001.

⁵ // Нефть и газ. Приложение к «Коммерсанту» от 22.03.2001.

⁶ Там же.

перевести эти цены в рубли (по тогдашнему курсу 1/29), то это означает стоимость 1 тонны сырой нефти 1247—1290 руб., что примерно в 1,6—1,7 раза ниже подсчитанной авторами из МЦО «индикативной рыночной стоимости» 1 тонны сырой нефти — 2077 руб. в мае 2001 г.¹

Итак, я утверждал, что оценки авторов из МЦО так называемой «индикативной рыночной стоимости» 1 тонны сырой нефти на внутреннем рынке России являются непомерно завышенными. Почему произошло такое завышение? Потому что авторы из МЦО некритически и, можно сказать, поверхностно или ангажированно восприняли информацию, публикуемую агентством «АК&М».

Они решили, что реализация сырой нефти ВИНК всегда происходит только внутри самих этих компаний. Однако это далеко не так. Нефтегазодобывающие компании реализуют добываемую нефть и вне рамок ВИНК по более высоким ценам, чем цены поставок своим подразделениям. Характерный пример: балансовые задания (была в то время форма регулирования со стороны государства), скажем, «Татнефти» или «Лукойлу» по обеспечению поставок нефти для НПЗ «Норси», не входившего до осени 2001 г. ни в одну ВИНК. Эти поставки сырой нефти оплачивались по более высокой цене, чем внутри этих ВИНК.

Дело в том, что балансовые задания Минтопэнерго определяли абсолютные размеры поставок сырой нефти, но вовсе не цены на нее. Эти цены устанавливались в рамках договорных отношений между участниками сделки, допустим между «Татнефтью» и «Норси» или между «Лукойлом» и «Норси». И эти цены за 1 тонну сырой нефти были выше, чем цены ее поставок для своих НПЗ внутри и той и другой ВИНК. Отсюда средневзвешенная цена продажи сырой нефти отдельными ВИНК (без учета экспорта) заведомо должна быть выше цен внутренних сделок между отдельными звеньями этих компаний.

Это обстоятельство авторами из МЦО игнорировалось. В ходе выполненных ими расчетов так называемой индикативной рыночной стоимости они сделали совершенно нереальное, необоснованное, непрофессиональное, по сути, допущение, а именно то, что вертикально интегрированные нефтяные компании (ВИНК) « всю нефть, за вычетом экспорта, реализуют по внутрикорпоративным ценам ».²

Это не так, на самом деле для любой ВИНК характерна множественность каналов реализации сырой нефти, а следовательно, и множественность цен ее реализации. Не существует внутри ВИНК единой внутрикорпоративной цены. Это допущение авторов из МЦО не соответствует действительным условиям реализации сырой нефти отдельными ВИНК.

Это, кстати говоря, достаточно убедительно подтверждают приводимые в Приложении к отчету авторами из МЦО данные о ценах реализации сырой нефти внутри одной и той же ВИНК специализированного агентства «Кортес-информация». Например, по ОАО «Удмуртнефть» цены поставок 1 тонны сырой нефти (с НДС и с акцизом) в апреле 2001 г. выглядели следующим образом (руб. за 1 тонну).³

¹ Сопроводительное письмо МЦО.

² Отчет МЦО. С. 26.

³ Приложение к отчету МЦО — Кортес-информация (апрель 2001 г.).

Поставки на НПЗ:

- внутри компании — 1600;
- по прямым договорам — 2150;
- с рынка — 3250.

Как видно, цены за 1 тонну сырой нефти различались более чем в 2 раза. Так что множественность каналов реализации, а следовательно, и цен на сырую нефть является вполне очевидным явлением для ВИНК.

Но, выдвинув такое явно неквалифицированное допущение, авторы из МЦО существенно завысили внутрикорпоративные цены, рассматривая их, в свою очередь, как трансфертные цены внутри ВИНК. Отсюда совершенно необоснованное завышение в 1,5–2 раза характеристик надуманной «индикативной рыночной стоимости» по сравнению с реально существующими трансфертными ценами в рамках отдельных ВИНК.

ОАО «Роснефть» закупало сырую нефть у ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» в 2001 г. на основании договора от 26.12.2000 №1661/д. В этом договоре была представлена цена за 1 тонну сырой нефти 1100 руб. с учетом НДС и акциза. Впоследствии на основании дополнений к этому договору цены менялись в диапазоне от 1075 руб. до 1195 руб. за 1 тонну сырой нефти (с учетом НДС и акцизов).

Заметим, что, согласно данным информационно-аналитического агентства «Кортес», поставки сырой нефти на НПЗ внутри компаний осуществлялись нередко по примерно таким же ценам и даже ниже. Приведем данные по поставкам сырой нефти одной нефтедобывающей компании Западной Сибири на НПЗ внутри самой компании¹ (на свои НПЗ) (руб. за 1 тонну):

- декабрь 2000 г. — 1180;
- январь 2001 г. — 1090;
- март 2001 г. — 1075;
- апрель 2001 г. — 1025;
- май 2001 г. — 1020;
- июнь 2001 г. — 1020;
- август 2001 г. — 1020;
- сентябрь 2001 г. — 1020.

Добавим также, что внутри одной из нефтегазодобывающих компаний Поволжья поставки сырой нефти на свои НПЗ внутри компании осуществлялись в декабре 2001 г. — марте 2002 г. по цене 1200 руб. за 1 тонну.²

Так что цены поставок нефти ОАО «Пурнефтегазом» материнской компании не является чем-то из ряда вон выходящим.

Основной договор и дополнения к нему прошли налоговую проверку на предмет правильности уплаты налогов ОАО «НК «Роснефть». Это отмечено в акте № 02-12/082 выездной налоговой проверки, проведенной на основании решения руководителя инспекции Министерства РФ по налогам и сборам № 6 по ЦАО г. Москвы от 12.10.2001 № 79. Эта выездная налоговая проверка была проведена специально по вопросу правильности применения цен по сделке, согласно статьи 40 НК РФ, с ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» за 1999–2000 гг.

¹ Приложение к отчету МЦО – Кортес-информация (апрель 2001 г.)

² Там же.

Как сказано в акте, «в результате проверки нарушений в применении цен с учетом требований статьи 40 НК РФ по проверенным счетам-фактурам не установлено».

Гудвилл ОАО «НК «Роснефть» как фактор повышения стоимости акций ОАО и его дочерних компаний

В свое время (в начале 1998 г.) Правительство РФ приняло решение о продаже пакета акций ОАО «НК «Роснефть». Но аукционы по продаже пакета акций не состоялись. Позднее предпринимались попытки создания на базе «Роснефти» совместно со «Славнефтью» и другими структурами государственной нефтяной компании. Такая неустойчивость положения ОАО «НК «Роснефть» способствовала тому, что часть ее активов была выведена из этого ОАО, и в конечном счете ценность этой ВИНК оказалась под серьезной угрозой.

Благоприятные изменения в ОАО «НК «Роснефть» начались с приходом к руководству компанией новой команды менеджеров в 1998 г.

Деятельность новой менеджерской команды ОАО «НК «Роснефть» во главе с С. Богданчиковым была оценена в рамках исследования, проведенного журналом «Эксперт» весной 1999 г. Это исследование показало, что деловая репутация ОАО «НК «Роснефть» спустя чуть больше полгода после появления новой менеджерской команды начала восстанавливаться. И среди всех 100 крупнейших российских компаний это ОАО заняло 51-е место по уровню деловой репутации.¹

Особо отмечались заслуги С. Богданчикова в повышении деловой значимости руководимой им компании. Так, журнал «Эксперт» писал по этому поводу следующее: «С. Богданчиков сделал все возможное и невозможное для того, чтобы сохранить целостность компании. А это было непросто. На момент его избрания президентом... 19 из 30 дочерних предприятий «Роснефти» были фактически выведены за пределы холдинга. Тем не менее на сегодняшний день Богданчикову и его команде удалось восстановить управление практически во всех компаниях за исключением двух».²

Особо сложно было вернуть контроль над ОАО «Пурнефтегаз».

Именно «Пурнефтегаз» всегда рассматривался в качестве потенциальной жертвы возможного поглощения со стороны «Сибнефти» и других структур».³

(Замечу в скобках, что мне показалось тогда (в январе 2002 г.) не случайным само появление иска от миноритарных акционеров ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз». Ясно, что далеко не все акционеры этой компании были довольны ее возвращением под контроль ОАО «НК «Роснефть»).

Многие специалисты связывают достаточно успешную работу ОАО «НК «Роснефть» с тем, что эта компания последовательно соблюдала экономические интересы всех акционеров (включая дочерние компании), в т.ч. и государ-

¹ // Эксперт от 17.05.1999 С. 33

² // Эксперт от 05.06.2001. С. 24.

³ // Компания от 14.08.2001. С. 4.

ства. Вот что утверждал по этому поводу В. Носов, аналитик консалтинговой фирмы JP Morgan and Chase Co: «Государство... должно... следить за соблюдением своих интересов... Простой пример. До прихода в «Роснефть» Богданчикова в компании все было плохо. Разрывались активы, не было развития. После прихода Богданчикова, хотя структура собственности и управления мало изменилась, все пошло на лад. Сейчас эффективность работы «Роснефти» даже выше, чем у негосударственного «Лукойла».¹

Последовательные действия руководства ОАО «НК «Роснефть» способствовали дальнейшему повышению ее деловой репутации. Журнал «Экономические стратегии» в то время раз в год проводил рейтинговые исследования «Управленец». Президент ОАО «НК «Роснефть» занимал летом 2000 г. место в 4-й десятке самых видных российских менеджеров, а летом 2001 г. он оказался уже в 3-й десятке.²

Улучшение управления в ОАО «НК «Роснефть» способствовало повышению степени инвестиционной привлекательности этой компании. Это касается и ее дочерних компаний, в частности ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз». В рамках проведенного журналом «Эксперт» исследования 200 крупнейших компаний России была отобрана группа из 20 наиболее привлекательных для инвесторов фирм. В эту группу попало и ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз».

Перспективы именно этих 20 компаний инвесторы оценивали как наиболее привлекательные среди всех российских фирм. При этом у ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» оказалось одно из самых высоких соотношений между рыночной стоимостью компании (ее капитализацией) и прибылью после налогообложения. Это соотношение (21 : 57) оказалось на 4-м месте среди всех 20 специально отобранных по инвестиционной привлекательности российских компаний.³

В конце 2001 г. журнал «Компания» подвел итоги конкурса «Лучшие компании России 2001 года». Одной из них было названо ОАО «НК «Роснефть». Журнал пишет: «Роснефть» в нынешнем году (2001 г. — В.Р.) продемонстрировала всей отрасли, что форма собственности не является определяющим фактором успеха... Если в прошлом году компания добыла 13,1 млн тонн нефти, то в 2001 г. этот показатель составит около 15 млн тонн. Нефтеперерабатывающие заводы холдинга подвергаются масштабной реконструкции и модернизации, оцениваемой более чем в 1,3 млрд долл... «Роснефть» совершила прорыв на финансовый рынок первой из российских компаний после кризиса 1998 г., разместив среди американских и европейских инвесторов не обеспеченные залогом еврооблигации».⁴ Всего в ноябре 2001 г. ОАО «НК «Роснефть» было размещено еврооблигаций на сумму 150 млн долл. Срок погашения — 20.11.2006; купон — 12,75 %.⁵

Благоприятно воздействовало на развитие «Пурнефтегаза» и управление со стороны материнской компании. Так, в составленном в мае 2001 г. «Рей-

¹ // Профиль от 12.02.2001. С. 26

² // Экономические стратегии 2001, лето. С. 24.

³ // Эксперт от 24.09.2001. С. 127.

⁴ // Компания от 17.12.2001. С. 22.

⁵ // Эксперт от 24.12.2001. С. 83.

тинге качества корпоративного управления» (он был разработан Институтом корпоративного права и управления (ИКПУ) ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» заняло достаточно почетное 29-е место¹ среди самых крупных российских компаний (Вымпелком, РАО «ЕЭС России», Газпром и др.).

Подтекст искового заявления — стал ли богаче истец или понес убытки?

Основной смысл искового заявления заключался в том, чтобы на основании признания недействительным договора купли-продажи № 1661/д, заключенного 26.12.2000 между ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» и ОАО «НК «Роснефть», «требовать возмещения основным обществом убытков». В чем же эти «убытки» для «Болен Коммерсиал ЛТД», как акционера ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз»? В том, что ему как акционеру не были выплачены дивиденды по обыкновенным акциям. Можно ли считать, что ему нанесен ущерб? Нет. Дело в том, что он получил в известном смысле компенсацию, точнее, альтернативную выгоду в виде повышения стоимости принадлежащих этому акционеру акций.

Благосостояние акционера возрастает, как уже отмечалось, в результате владения акциями ОАО по двум направлениям:

- 1-е — это получение дивидендов;
- 2-е — это увеличение стоимости акций.

Эти два направления повышения благосостояния акционеров в известном смысле противоречивы. Чем больше направляется средств на выплату дивидендов по обыкновенным акциям, тем относительно меньше остается ресурсов для осуществления масштабных инвестиционных проектов в рамках АО. Но чем значительнее и эффективнее расход ресурсов на эти проекты, тем быстрее поднимается стоимость акций и прежде всего обыкновенных акций, тем быстрее растет благосостояние акционеров.

ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» в период, предшествовавший судебным разбирательствам, осуществило ряд серьезных инвестиционных проектов — в известной мере за счет того, что советом директоров этого ОАО было рекомендовано не выплачивать дивиденды по обыкновенным акциям (по привилегированным акциям выплаты осуществлялись). Но проиграли ли от этого владельцы обыкновенных акций? Нет, они выиграли, и весьма значительно. Стоимость принадлежащих им обыкновенных акций выросла. Приведем соответствующие данные за 11 месяцев 2001 г. по ОАО «Пурнефтегаз»:²

- на 25.02.2001 цена 1 обыкновенной акции 52,25 руб.;
- на 26.12.2001 цена 1 обыкновенной акции 105,0 руб.

Таким образом, за 11 месяцев 2001 г. стоимость 1 обыкновенной акции ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» выросла более чем в 2 раза. Если учесть инфляцию, то обладатели обыкновенных акций стали богаче в 1,8 раза. И это

¹ // Ведомости от 16.01.2002.

² // Коммерсант от 26.02 и от 27.12.2001

произошло только в результате повышения стоимости обыкновенных акций. Так что акционеры ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» вовсе не понесли ущерба, как утверждает истец, а, напротив, получили ощутимый материальный выигрыш. Замечу, что если бы эти акционеры, вместо того чтобы вложить деньги в акции ОАО «Пурнефтегаз», направили их на депозитный счет в каком-либо российском банке, то их выигрыш за эти 11 месяцев составил бы в лучшем случае 2–3 % с учетом инфляции. Так что нельзя говорить о каком-либо ущербе для акционеров ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз».

Покажем материальные выигрыши акционеров ОАО «Пурнефтегаз» еще и по-другому. Для этой цели приведем данные об изменении стоимости самой компании (ее капитализации) за 3 года: 1999, 2000, 2001 гг. Вот эти данные о капитализации ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз»¹ (млн долл.):

- 1999 г. – 130,1;
- 2000 г. – 186,6;
- 2001 г. – 293,3.

Согласно этим данным, капитализация компании – главный показатель успешной работы менеджеров в интересах акционеров – увеличилась за 3 года почти в 2,3 раза. Это соответствует краеугольному положению современной теории менеджмента: «максимизация стоимости для акционеров является или должна быть главной целью всех предприятий».² Это означает, что руководство ОАО «Роснефть» и ОАО «Пурнефтегаз» обеспечило существенное повышение благосостояния акционеров последнего, в т.ч. и акционеров, подавших иск.

Одним из факторов, способствовавших повышению стоимости обыкновенных акций ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз», явилось решение руководства ОАО «НК «Роснефть» о безвозмездном финансировании ОАО «Пурнефтегаз». Речь идет о капитальных вложениях ОАО «Пурнефтегаз» за счет централизованных источников ОАО «НК «Роснефть» на сумму 4 514 305 тыс. руб. или более чем на 150 млн долл. Это полностью соответствует сумме размещенных ОАО «НК «Роснефть» в конце 2001 г. облигаций среди американских и европейских инвесторов. Эти капитальные вложения позволяют пробурить дополнительно 643,7 тыс. п.м., ввести в действие 236 новых скважин. Тем самым добыча нефти в ОАО «Пурнефтегаз» будет доведена до 9528 тыс. тонн в год (эти сведения мы почерпнули из Протокола годового собрания акционеров ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» 25.05.2001, с. 150).

Ясно, что рынок положительно среагировал на эту материальную поддержку ОАО «Пурнефтегаз» со стороны материнской компании. Это выразилось в отмеченном выше повышении стоимости обыкновенных акций этого ОАО.

Зарубежный опыт свидетельствует, во-первых, о том, что для акционеров более предпочтительно повышение их благосостояния по линии увеличения стоимости принадлежащих им акций, чем с помощью выплаты дивидендов. Во-вторых, рынок и только рынок обеспечивает признание повышения благосостояния акционеров через увеличение стоимости обыкновенных акций.

¹ // Эксперт от 27.09.1999. № 36. С. 94–95, Эксперт от 02.10.2000 № 37. С. 106–107; Эксперт от 24.09.2001. № 35. С. 136–137.

² Коулмен Т. и соавт., цит. соч. С. 25.

И в-третьих, 2 направления повышения благосостояния акционеров (дивиденды и рост стоимости обыкновенных акций) в известном смысле противоречивы, поскольку оба направления основываются на распределении одной и той же суммы прибыли. Так что если бы владельцам обыкновенных акций ОАО «Пурнефтегаз» выплатили дивиденды, то стоимость их акций выросла бы не в 2 с лишним раза, а, по моим оценкам, в лучшем случае в 1,3 раза.

Соотношение в росте котировок акций компании и выплат ей дивидендов — один из вопросов стратегии корпоративного управления. В «Роснефти» к моменту судебных разбирательств по иску миноритариев сложилось такое направление развития холдинга, которое в относительно большей степени ориентировалось на преимущественное увеличение котировок акций дочерних компаний, в т.ч. и «Пурнефтегаза». Позднее эту проблему достаточно подробно рассмотрел в газете «Ведомости» Н. Федянин. По его мнению, «когда акции за год дорожают на 50—100 %, то дополнительные 3—7 % дохода в виде дивидендов не имеют особого значения для инвесторов». «Для большинства инвесторов, — добавляет этот автор, — размер дивидендов неважен...».¹

Дивиденды и признаваемая фондовым рынком стоимость обыкновенных акций представляют по существу сообщающиеся сосуды. В конечном счете одно может расти за счет другого. Но и то и другое способствует повышению благосостояния акционеров. Так что нельзя рассматривать выплату дивидендов автономно от изменения стоимости обыкновенных акций. Отсутствие выплат дивидендов необязательно является ущербом для акционеров. Свою выгоду они вполне могут получить в форме повышения стоимости принадлежащих им акций. Так и произошло с акционерами ОАО «Пурнефтегаз». Это в полной мере относится и к акционерам, подавшим иски.

В цитированной ниже книге американского экономиста Т. Коупленда и соавт. «Стоимость компаний: оценка и управление» указывается на отмеченную выше противоречивость указанных направлений повышения благосостояния акционеров (дивиденды и рост стоимости акций). Так, в ней утверждается: «Менеджеры располагают... средствами улучшить прибыль за счет долгосрочного денежного потока. Например, они могут сократить расходы на НИОКР или на приобретение средств производства».²

В книге приводятся результаты обследования ряда американских промышленных предприятий: «в среднем фондовый рынок положительно отреагировал на увеличение капитальных затрат и отрицательно — на их сокращение...».³ Положительная реакция — это произошедшее повышение стоимости акций на фондовом рынке.

Выводы, сформулированные мною в январе 2002 г.

Представленная в отчете МЦО индикативная рыночная стоимость сырой нефти является экономически *бессодержательной* категорией.

¹ Федянин Н. На дивидендах не разбогатеть. // Ведомости от 14.07.2006.

² Цит. соч. С. 107.

³ Там же. С. 109.

Обязательства ОАО «НК «Роснефть» по выплате налогов государству выполнены в 2001 г. на самом высоком среди всех российских ВИНК уровне (вровень с ОАО «Сургутнефтегаз»).

Проведенные в России рейтинговые исследования свидетельствовали о растущей деловой репутации ОАО «Роснефть».

Возрастает инвестиционная привлекательность как самого ОАО «НК «Роснефть», так и ее важнейшего звена — ОАО «Пурнефтегаз», в т.ч. в результате перераспределения в его пользу централизованных инвестиционных ресурсов ОАО «НК «Роснефть».

Деятельность руководства ОАО «Роснефть» и ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» привела к повышению благосостояния акционеров последнего: стоимость принадлежащих им обыкновенных акций увеличилась за 2001 г. более чем в 2 раза, им не было нанесено никакого ущерба. Они оказались, напротив, со значительной выгодой.

Выводы

Я участвовал во многих состоявшихся судебных разбирательствах в Арбитражном суде г. Москвы. Меня поразило нежелание большинства арбитражных судей разбираться по существу многочисленных исков офшорных акционеров ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз». Теперь-то, задним числом, я понимаю, насколько был прав А. Привалов, говоря о роли арбитражных судей в качестве «исполняющих партнеров» Истца. Но не это главное. Пользуясь, как сказал однажды Г. Греф, «дырками в законодательстве», они присваивали себе право толкования законов. Более того, само это толкование приобретало статус самого закона.

Впрочем, эту ситуацию блестяще описал мой любимый писатель Ф. Кафка в эссе «К вопросу о законах». Он писал: «Наши законы известны немногим... Мы убеждены, что эти... законы в точности соблюдаются, но все же чрезвычайно мучительно, когда тобой управляют по законам, которых ты не знаешь. Я имею при этом в виду не различные истолкования и тот ущерб, который наносится людям, когда в истолковании законов участвуют... единицы. Может быть, этот ущерб и не так велик... Само истолкование (законов. — В.Р.) теперь обрело силу закона».¹

Вначале Арбитражный суд г. Москвы принял сторону офшорного Истца. «Роснефть» подала кассационные жалобы. В конце концов первичные решения постепенно отменялись в пользу «Роснефти». Но руководство «Роснефти» поняло, что судебные разбирательства с офшорными Истцами будут занимать все больше и больше времени и лучше вообще «отцепиться» от них, т.е. попросту выкупить их акции. Ведь всем было понятно, что эти офшорные миноритарии добивались вовсе не дивидендов на свои акции. Они понимали, что акции ОАО «Роснефть-Пурнефтегаз» растут в цене и нужно как бы угрозой судебных исков принудить «Роснефть» выкупить принадлежащие им акции. Для этого и был разыгран с участием арбитражных судей «спектакль» с нанесением якобы ущерба миноритарным акционерам.

¹ Кафка Ф. К вопросу о законах. В сб.: Реальность абсурда. Реноме. 2003. С. 249.

Я не первый раз принимал участие в судебных разбирательствах в качестве эксперта как со стороны Истца, так и представляя интересы Ответчика. В деле «миноритарии» против «Роснефти» меня удивило поведение большинства арбитражных судей, разбиравших череду однотипных дел о занижении цены приобретения сырой нефти. Удивило потому, что они совершенно не реагировали на то, что на самом деле в тот момент в использовании трансфертной цены «Роснефти» не было ничего предосудительного. Мне показалось, что большинство арбитражных судей как бы заранее согласились с мнением противоположной стороны, что «индикативная рыночная стоимость» это есть «рыночная стоимость», на которую ориентирует отдельная статья Закона об акционерных обществах. Их, казалось, совершенно не интересовало то обстоятельство, что в то время невозможно было определить рыночную стоимость внутрироссийских поставок сырой нефти. Они пропускали мимо ушей аргументы на этот счет. И ни разу не задали ни одного уточняющего ответа. Создавалось впечатление, что они были заранее ангажированы создававшимся Истцом общественным мнением, будто «Роснефть» «обдирает» свои дочерние структуры. И тут мне припомнились слова великого русского юриста А.Ф. Кони о том, что «суду не следует служить органом общественного мнения, которое бывает изменчиво и складывается иногда случайно, под слишком разнородными и неуловимыми влияниями».¹

«Роснефть», стремясь избежать в будущем подобных судебных спектаклей, инициируемых миноритариями, направила часть своих ресурсов на выкуп, принадлежащих им акций в дочерних компаниях. Если в момент описываемых судебных разбирательств холдинг владел 50,6 % акций «Пурнефтегаза», т.е. на долю миноритариев приходилось в совокупности 49,4 %, то спустя почти 3,5 года она сократилась до 16,9 %. Снизилась доля миноритариев в общем объеме акций других дочерних компаний «Роснефти»: в «Ставропольнефтегазе» — до 27 %, в Комсомольском НПЗ — до 20 %, в Туапсинском НПЗ — до 20,1 %. Но особенно существенным было снижение доли миноритариев в ОАО «Краснодарнефтегаз» — до 4,5 %.²

Такой крен в сторону приобретения акций дочерних компаний способствовал консолидации акций холдинга, что в конечном счете обеспечило успех проведенного летом 2006 г. IPO.

Поведение специалистов МЦО, подготовивших отчет о неведомой «индикативной рыночной стоимости», возмутило руководство «Роснефти», и ее президент С. Богданчиков послал в начале 2002 г. письмо министру имущественных отношений РФ Ф. Газизуллину. Вот оно.

«Министру имущественных отношений Российской Федерации
Газизуллину Ф.Р.

Уважаемый Фарит Рафикович!

В последнее время «Роснефть» столкнулась с агрессивными действиями миноритарных акционеров ее дочерних компаний, в том числе «Пурнефтегаза». Поданное миноритарными акционерами исковые заявления в Арбитражный суд г. Москвы тре-

¹ Кони А.Ф. Выступление по делу начальника Харьковского уезда кандидата прав Василия Протопопова. В кн.: Избранные произведения. М.: Юридическая литература, 1980. С. 258.

² // Ведомости от 03.11.2005.

буют отмены ряда хозяйственных договоров, регулировавших с декабря 2000 г. по сентябрь 2001 г. поставки сырой нефти, добываемой «Пурнефтегазом», в распоряжении «Роснефти». Само появление этих исков и последовавшие судебные разбирательства привели к существенному падению котировок акций «Пурнефтегаза» и негативно отразились на уровне капитализации «Роснефти».

Большинство этих исков так или иначе опирается на оценочную экспертизу, проведенную Международным центром оценки (МЦО). Сотрудники МЦО пришли к выводу о том, что трансфертные цены, применяемые в рамках данных договоров «Роснефти» и «Пурнефтегаза», оказались заниженными по отношению к придуманной в МЦО «индикативной рыночной стоимости» сырой нефти. Но такого понятия — «индикативная рыночная стоимость» — нет в утвержденных Правительством РФ «Стандартах оценки».

И кроме того, как показали многочисленные проверки, в том числе и со стороны Счетной палаты, никаких нарушений российского законодательства ОАО «Роснефть» в его взаимоотношениях с дочерними структурами не допускалось. Это касается и вопросов о внутренних ценах на сырую нефть, установленных в свое время в рамках договоров с дочерними компаниями, в каждой из которых «Роснефти» принадлежит контрольный пакет акций.

Считаю, что неправильная интерпретация со стороны Международного центра оценки условий формирования этих внутренних цен отражает недостаточный уровень профессиональной подготовки ее сотрудников, с одной стороны, и их несомненную заинтересованность в поддержке совершенно необоснованных требований миноритарных акционеров ОАО «Пурнефтегаз», с другой стороны.

Прошу Вас дать поручение рассмотреть вопрос о соответствии лицензии на проведение оценочных работ, полученной МЦО в Минимущество, требованиям, изложенным в «Положении о лицензировании оценочной деятельности». В частности, я имею в виду статью 24, пункт «е», указанного положения, где говорится об отзыве лицензии на основании «установления акта несоблюдения лицензиатом в своей деятельности требований, установленных законодательством Российской Федерации об оценочной деятельности».

Полагаю, что МЦО неправильно интерпретировал установленное в статье 3 Закона об оценочной деятельности понятие «рыночная стоимость объекта оценки». Кроме того, считаю, что МЦО нарушил и изложенные в Законе требования к лицензированию оценочной деятельности (ст. 24). Это нарушение касается «выхода данным оценщиком в своей деятельности за пределы пров, предоставленных ему лицензией на осуществление оценочной деятельности».

Ходатайствую об отзыве у Международного центра оценки указанной лицензии как «заинтересованное лицо» (ст. 24 Закона об оценочной деятельности), поскольку недобросовестная оценочная экспертиза этого центра нанесла значительный материальный ущерб ОАО «Роснефть».

Приложение:

1. Справка о характере оценочной экспертизы Международного центра оценки относительно договорных цен покупок сырой нефти компанией «Роснефть» у дочерней компании «Пурнефтегаз».

2. Копия отчета МЦО об оценке индикативной рыночной стоимости одной тонны сырой нефти на внутреннем рынке в период с декабря 2000 г. по сентябрь 2001 г..

Министр — умный человек — решил не ввязываться в эту действительно малоприятную историю. Он поручил ответить С. Богданчикову своему заместителю — С. Косареву. Тот же, ничтоже сумняшеся, написал, что в дейст-

виях МЦО не видит ничего предосудительного. Что же касается понятия «индикативной рыночной стоимости», то в его использовании нет ничего, что бы не соответствовало упоминаемым С. Богданчиковым «Стандартам оценки», утвержденным Правительством РФ. «Индикативная рыночная стоимость» — это разновидность, утверждал С. Косарев, «специальной стоимости», фигурирующей в перечне «видов стоимости, отличных от рыночной стоимости». Тем самым указанный заместитель министра как бы косвенно признал, что на основе «индикативной рыночной стоимости» никак нельзя определить рыночную стоимость поставок сырой нефти «Пурнефтегазом» «Роснефти». А именно в этом, напомним, и состояла основная цель отчета МЦО.

Но уж если оценивать по-честному ответ С. Косарева (точнее, его сугубо бюрократическую отписку), то следует признать, что и к «специальной стоимости» «индикативная рыночная стоимость» не имеет никакого отношения. Как сказано в «Стандартах» (п. 4, п/п «и»), «специальная стоимость объекта оценки — стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в... Стандартах оценки».

На этом, как мне известно, закончились разбирательства по поводу изобретенной специалистами МЦО «индикативной рыночной стоимости».

Уже отмечалось, что реально установить рыночные цены на сырую нефть можно только с помощью биржевой торговли. Но организация нефтяной биржи в условиях преимущественной роли ВИНК в этом секторе экономики оказалась весьма трудной задачей. Она до сих пор еще не решена. «Сейчас уже ясно, — пишет в «Известиях» Ф. Чайка, — что нефтяная биржа, на которой бы торговали нефтью за рубли, может появиться в лучшем случае в следующем году... Обставленное месяц назад с помпой открытие первых в России биржевых торгов российской нефтью марки Urals на деле пока не принесло ожидаемых результатов... Нефтяные фьючерсы (а только ими пока торгуют в Российской торговой системе (РТС). — В.Р.) игнорируют не только иностранцы, но и наши нефтяники».¹

Организация «нормальной» нефтяной биржи предполагается в начале 2007 г. По словам руководителя экспертного управления Аппарата президента А. Дворковича, сначала на ней будут проходить закупки для государственных нужд — «это до 5 % рынка».²

Трудности создания нефтяной биржи объясняются во многом тем, что «крупные нефтяные компании, по мнению Д. Реброва, просто не хотят участвовать в торгах, предпочитая использовать сложившийся механизм реализации своего сырья и продуктов переработки».³ В подтверждение такой позиции Д. Ребров приводит слова заместителя министра экономического развития и торговли И. Андросова: «На сегодняшний день у каждой нефтяной компании существует сформированный канал, политика сбыта, свои дилеры... Система сложившаяся, она достаточно эффективна, и немногие захотят от нее отказаться...».⁴

¹ Чайка Ф. Нефтяная биржа никак не выходит. // Известия от 19.07.2006.

² // Ведомости от 11.07.2006.

³ // Время новостей от 27.01.2006.

⁴ Там же.

Вместе с тем среди руководителей крупных российских нефтяных компаний созревает постепенно интерес к организации нефтяной биржи. «Мы считаем, — заявил председатель совета директоров ТНК-ВР М. Фридман, — что создание призрачного внутреннего рынка нефти и нефтепродуктов будет способствовать активизации деятельности нефтяных компаний. Создание такого внутреннего рынка... поможет оптимизации прозрачности работы нефтяных компаний, в частности прозрачности их отчетности».¹

Для создания нефтяной биржи потребовалось приложить значительные организационные усилия. В конце 2005 г. — начале 2006 г. для этой цели была создана рабочая группа из представителей Минэкономразвития, Федеральной антимонопольной службы и ФСФР. «Эти представители «решили начинать биржевую торговлю именно с размещения госзаказов, чтобы появились индикаторы», — разъяснил руководитель ФАС И. Артемьев. «Часть нефтяных компаний, — добавил он, — уже заявили, что они готовы участвовать в торгах по нефтепродуктам. По нефти не готовы пока, но появление биржевого индикатора «ЮРАЛС» было бы полезным».² Отмечу также, что, судя по имеющимся сообщениям, Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX) планирует начать торги фьючерсными контрактами на российскую нефть сорта REBCO (спецификация сорта нефти, используемая при ее экспортных поставках) до конца 2006 г.³

В начале октября 2006 г. появилось сообщение о том, что губернатор С.-Петербурга В. Матвиенко подписала договор с губернатором Ханты-Мансийского автономного округа «о создании рабочей группы по выбору площадки для Российской топливно-энергетической биржи. Несмотря на то что эта биржа уже зарегистрирована в Ханты-Мансийске, работать она скорее всего будет в С.-Петербурге... Правительство С.-Петербурга намерено приобретать через биржу нефтепродукты, которые сейчас покупаются на конкурсах».⁴ Биржа, как предполагается, начнет работу в начале 2007 г.

Обнадеживающе выглядит внесение фьючерса на российскую нефть под названием REBCO (Russian Export Blend Crude Oil) в листинг нью-йоркской биржи NYMEX 20.10.2006. На вопрос корреспондента «Коммерсантъ» А. Шашова «Какую задачу преследует правительство, выходя на мировой рынок с REBCO?» заместитель министра экономического развития и торговли РФ К. Андросов сказал: «Задача — построить механизм или инструмент справедливого ценообразования на российскую экспортную нефть».⁵

¹ // Время новостей от 27.01.2006.

² // Ведомости от 09.02.2006

³ // Известия от 15.09.2006.

⁴ // Коммерсантъ от 05.10.2006.

⁵ // Коммерсантъ от 20.10.2006.

Глава 12

Новое законодательство об оценочной деятельности

Общая характеристика

В декабре 2005 г. Правительство Российской Федерации внесло в Госдуму проект Федерального закона «О внесении изменений в ФЗ «Об оценочной деятельности». Этот проект без особых проволочек был принят депутатами в первом чтении. Согласно регламенту Госдумы первое чтение является как бы рабочим, основная работа над проектом проводится во время его подготовки ко второму чтению. Именно тогда в проект вносятся изменения существенного характера. Что касается третьего чтения, то оно, по регламенту, носит в основном технический характер. И когда нужно добавить концептуальные положения, то проект закона возвращают во второе чтение.

После третьего чтения закон поступает в Совет Федерации. После его одобрения верхней палатой российского парламента он передается на рассмотрение Президента. В течение определенного срока он должен либо вернуть его в парламент для доработки, сформулировав те или иные замечания и дополнения, либо окончательно утвердить его. Президент Российской Федерации В.В. Путин подписал этот закон в самом конце июля 2006 г.¹

Тем самым было введено в действие новое законодательство об оценочной деятельности спустя 8 лет после принятия его первой версии — 135-ФЗ от 29.07.1998 (с некоторыми дополнениями и изменениями, принятыми Госдумой в 2002–2003 гг.).

¹ Проблемы нового законодательства об оценочной деятельности представлены в интервью В.С. Плесакевичского в приложении к «Коммерсанту» «Финансовая отчетность» от 04.10.2006. Там же приведена и моя оценка этих законодательных новаций.

Первая версия

Первая версия проекта нового по существу закона об оценочной деятельности была разработана в Министерстве экономического развития и торговли, точнее в Департаменте корпоративного управления, под руководством его директора Анны Поповой.

Уже в этой версии содержались принципиальные изменения прежней системы организаций оценочной деятельности в России. Рассмотрим основные из этих изменений.

Прежде всего, была последовательно проложена линия на усиление роли саморегулируемых организаций оценщиков. В чем выражалось это усиление?

Во-первых, оценщик был обязан «быть членом одной из саморегулируемых организаций оценщиков».

Во-вторых, в саморегулируемой организации оценщиков (СРО) кроме исполнительного органа «образуется постоянно действующий коллегиальный орган управления в составе не менее семи человек».

В-третьих, в исключительную компетенцию этого органа входит, было сказано в проекте Правительства, утверждение правил оценочной деятельности и деловой этики членов СРО.

В-четвертых, и это, как мне кажется, очень важный момент, в этой первой версии проекта было специально отмечено, что «в состав органов управления СРО не могут входить государственные и муниципальные служащие».

В-пятых, в рамках СРО формируется «структурное подразделение, осуществляющее контроль оценочной деятельности членов саморегулируемой организации». Кроме того, СРО должна организовать еще и «орган по рассмотрению дел о наложении на членов СРО мер дисциплинарной ответственности».

В-шестых, была еще одна новация принципиального свойства — «формирование компенсационного фонда» СРО. Вопрос о нем был только поставлен, но пока еще не описан подробно. Более того, в проекте Закона было сказано, что «особенности формирования, размещения и расходования средств компенсационного фонда устанавливается Правительством РФ». Это было несколько странно: компенсационный фонд создается за счет взносов членов СРО, а как им распоряжаться, должны решать правительственные чиновники. (Замечу в скобках, что в дальнейшем это странная обязанность чиновников была упразднена.)

В-седьмых, было отмечено, что «компенсационным фондом саморегулируемой организации является обособленный имущественный комплекс, принадлежащий саморегулируемой организации на праве собственности и первоначально формируемый исключительно в денежной форме за счет взносов членов СРО...».

В-восьмых, предусматривалось создание единого государственного реестра саморегулируемых организаций оценщиков. Решение о включении СРО в этот реестр принимает «уполномоченный федеральный орган».

Органы саморегулируемой организации оценщиков

Ясно, что общероссийского реестра СРО было недостаточно для организации деятельности оценщиков на новых началах — условиях саморегулирования.

Нужны были собственные органы, создаваемые всеми включенными в реестр СРО. В той версии проекта, которая была разработана в МЭРТ, предусматривалось, что все СРО создадут по крайней мере два органа. Первый орган общего управления назывался Палатой саморегулируемых организаций оценщиков».

Для чего нужна была эта Палата? «Для обеспечения общественных интересов и формирования единых подходов к осуществлению оценочной деятельности, координации деятельности СРО оценщиков, а также для взаимодействия СРО с государственными органами власти и потребителями оценочных услуг».

Палата СРО должна была иметь статус некоммерческой организации, «объединяющей в своем составе не менее 35 % всех СРО, внесенных в единый государственный реестр СРО».

Но наряду с Палатой в первом варианте Закона фигурировал еще и другой орган — Национальный совет по оценочной деятельности, организуемый тоже в качестве некоммерческой организации.

Еще одно новшество, к счастью, не прошедшее в последующие варианты закона (второе чтение), заключалось в процедуре самого образования Национального совета. «Решение о создании Национального совета принимается на Всероссийской конференции саморегулируемых организаций, организуемой уполномоченным федеральным органом совместно с саморегулируемыми организациями оценщиков, 2/3 голосов от общего числа участников конференции». При этом нормы представительства устанавливались уполномоченными федеральными органами пропорционально численности членов СРО — участников Всероссийской конференции.

Казалось бы, все это демократические процедуры. Но на самом деле с помощью этих процедур закреплялось ведущее положение уже давно действующих организаций оценщиков, объединяющих их большую часть. Не случайно устанавливалась планка квалифицированного большинства для избрания членов Национального совета (2/3 голосов участников Всероссийской конференции). Эти положения были пролоббированы одной-двумя уже действующими организациями оценщиков, руководство которых намеревалось сохранить за собой особые, недоступные для других позиции в оценочном сообществе. Однако такая избранность 1—2 СРО, без всякого сомнения, могла привести к разделению всех СРО на организации разных сортов в зависимости от их представительства в Национальном совете. Уже сложившиеся организации оценщиков могли с помощью Закона стать первосортными структурами и через этот совет диктовать свою волю всему оценочному сообществу. Но хорошо, что это был пока только проект на самой первой стадии. Изначальное неравноправие разных СРО было упразднено в последующих версиях проекта Закона.

И, кроме того, одновременное сосуществование Палаты и Национального совета представлялось уже тогда (при обсуждении самой первой версии) совершенно надуманным. Должно было сохраниться в Законе что-то одно в качестве общероссийского органа оценщиков. Это предстояло сделать при подготовке Закона ко второму чтению.

Стандарты оценки

Особое внимание при подготовке проекта Закона ко второму чтению в Госдуме, точнее в Комитете по собственности, было уделено привлечению как можно большего числа представителей разных оценочных структур к работе над этим документом. Состоялось 6–7 неформально организованных обсуждений этими представителями вносимых Комитетом по собственности изменений в представленный Правительством РФ проект.

Бросалось в глаза отсутствие на этих обсуждениях представителей Федерального агентства по управлению федеральной собственностью. «Почему нас не приглашали?» — высказал уже после окончательного принятия закона Госдумой начальник отдела оценки соответствующего департамента ФАУФИ А. Каминский. На что ему В. Плескачевский (председатель Комитета по собственности) резонно ответил: «А почему вы сами не приходили на эти обсуждения? Все участники таких обсуждений (а число их иногда доходило до 30 человек) сами решали вопрос о посещении таких заседаний. Мы никому не отказывали. И все, кто хотели принять участие в обсуждениях, неизменно появлялись в здании Думы». Думаю, что это было все же лукавством со стороны А. Каминского. Он, безусловно, был в курсе обсуждаемых проблем. ФАУФИ имело свое лобби на этих обсуждениях. И это лобби жестко отстаивало позиции ФАУФИ. Так что на самом деле они проходили в жарких спорах, но всегда В. Плескачевский умело находил устраивающие всех компромиссы при неуклонном соблюдении исходных принципов Закона.

Первая проблема таких обсуждений — это формат стандартов оценочной деятельности. В самом первом варианте проекта Закона, вышедшем из недр Департамента корпоративного управления МЭРТа, утверждалось, что Международные стандарты оценки (МСО-2005) должны быть приняты в качестве российских национальных стандартов. По этому поводу инициаторы такого положения закона И. Артеменко и Г. Микерин (они из Российского общества оценщиков) восторженно писали в предисловии к седьмому русскому изданию МСО: «На сегодняшний день можно с уверенностью констатировать (откуда такая уверенность? — *В.Р.*), что Международные стандарты оценки благодаря деятельности РОО (вот, оказывается, кому оценщики «по гроб» обязаны. — *В.Р.*) стали воистину (здесь уже появляется что-то сакральное. — *В.Р.*) национальными стандартами в России». «Признанием данного факта, — безапелляционно писали эти авторы, — является включение в новую редакцию Закона об оценочной деятельности в Российской Федерации статьи о том, что Федеральные стандарты оценки разрабатываются на базе Международных стандартов оценки».¹

Но в окончательном тексте Закона, подписанном Президентом РФ, ничего этого нет. И отождествления российских стандартов оценки с Международными стандартами удалось избежать уже при подготовке проекта Закона ко второму чтению. В промежуточном проекте от 18.01.2006 на этот счет было сказано иначе: «Федеральные стандарты разрабатываются на основе международных стандартов оценки». Здесь слово «международные» было написано с маленькой

¹ МСО-2005. Изд. РОО. 2005. С. 13.

буквы, что означало очень многое для тех, кто понимал, что за этим стоит. (Это означало, что российские стандарты разрабатываются на основе всех имеющихся международных стандартов.), т.е. с учетом не только МСО-2005, но и американских «Единых стандартов профессиональной практики оценки», а также разных стандартов, принятых организациями оценщиков в отдельных странах.

Позднее, в следующей версии проекта для второго чтения (от 17.03.2006), в так называемом «белом тексте» последовательно соблюдалось условие известной самостоятельности российских оценщиков при разработке используемых ими стандартов. В «белом тексте» было сказано: «Федеральные стандарты оценки разрабатываются Национальным советом по оценочной деятельности с учетом (а не «на основе», как было сказано прежде. — В.Р.) международных стандартов оценки».

Эта формулировка сохранилась и в варианте, принятом во втором и третьем чтениях Госдумы. Правда, в этот вариант было добавлено разумное положение о том, что российские СРО руководствуются в своей деятельности не только Федеральными стандартами, но и составленными в каждой из них «правилами оценочной деятельности».

Компенсационный фонд

В проекте МЭРТа институт компенсационного фонда был лишь только намечен. При подготовке документа ко второму чтению были четко расписаны задачи такого фонда и условия его формирования. Так, в проекте ко второму чтению было сказано: «В целях обеспечения имущественной ответственности членов СРО перед заказчиком по договору... и (или) перед третьими лицами СРО обязана предъявлять требования к использованию ее членами следующих видов ответственности:

- заключения договора обязательного страхования ответственности членов СРО;
- формирование компенсационных фондов; обязательный взнос каждого члена СРО должен быть не менее чем 30 тыс. руб.».

Компенсационный фонд становится инструментом коллективной ответственности СРО перед заказчиком и третьими лицами. В этом — организации механизма коллективной ответственности СРО — заключается самое главное новшество подписанных Президентом РФ изменений в Законе об оценочной деятельности. Этот фонд является обособленным имуществом, принадлежащим СРО.

Основанием же для обращения взыскания на имущество компенсационного фонда является решение суда. При этом требование о получении компенсационной выплаты из имущества компенсационного фонда может быть предъявлено только при сочетании двух непременных условий: компенсации вследствие недостаточной по размерам страховки и отсутствии реакции оценщика на заявленные претензии. В этих случаях требования о возмещении убытков предъявляются уже не конкретному оценщику, а той СРО, в которой он состоит. Размеры отдельной компенсационной выплаты ограничены суммой в 600 тыс. руб.

Имущественные барьеры для вступления в СРО есть и в других профессиональных организациях, например в Национальной ассоциации таможенных брокеров (НАТБ). Так, страховая сумма договора страхования риска гражданской ответственности таможенного брокера, согласно статьи 140 Таможенного кодекса, «не может быть менее 20 млн руб.».

Новым, что характерно только для Закона об оценочной деятельности, является то, что в нем предусмотрено «инвестирование средств из компенсационного фонда в целях их сохранения и прироста». Для этого Закон вводит институт управляющей компании, с которой СРО «заключает... договор о доверительном управлении средствами компенсационного фонда».

Создается также специализированный депозитарий, с которой управляющая компания обязана заключить договор. «Депозитарий осуществляет контроль за соблюдением управляющей компанией ограничений размещения и инвестирования средств компенсационного фонда» с учетом правил, в т. ч. и тех, что разрабатываются каждой СРО в отдельности.

При этом отбор управляющей компании и специализированного депозитария складывается по результатам конкурса, «проведенного в порядке, установленном внутренними документами СРО». Доход, полученный от размещения средств компенсационного фонда, направляется на его пополнение и покрытие неизбежных расходов.

Управляющая компания, нанятая СРО, обязана в своей работе следовать условиям «инвестиционной декларации, принятой СРО». При этом должны учитываться ограничения, устанавливаемые Законом об оценочной деятельности. Вот эти ограничения, минимизирующие риск поступлений оценщиков в компенсационный фонд и касающиеся инвестирования средств:

- не менее чем 40 % средств компенсационного фонда должны быть размещены в государственных ценных бумагах РФ;
- не более чем 40 % могут быть размещены в ценные бумаги, обращающиеся на российском организованном рынке ценных бумаг (акции ОАО, паевые инвестиционные фонды); при этом «не допускается размещение более чем 5 % средств компенсационного фонда в акции одного эмитента»;
- не допускается размещение средств в векселя и ценные бумаги, которые не котируются на организованном рынке, а также в иностранные ценные бумаги.

На мой взгляд, соблюдение требований минимизации рисков позволит СРО стать участником рынка ценных бумаг. Размеры компенсационных фондов позволят проводить им с помощью управляющих компаний политику прибыльного инвестирования средств, обязательно поступающих от оценщиков в компенсационные фонды СРО.

Членство в СРО

Условия решения вопроса о членстве в СРО менялись от одного проекта к другому.

В исходной версии проекта (12.12.2005), подготовленной в МЭРТе, в качестве субъектов оценочной деятельности признавались:

- юридические лица;
- индивидуальные предприниматели (оценщики);
- специалисты-оценщики.

Правда, с самого начала было непонятно, что это за новая категория «специалистов-оценщиков». И вследствие полной неопределенности статуса этой фигуры оценочной деятельности ее сразу же исключили из текста последующих версий проекта Закона.

Но возникли вопросы и по поводу правомерности рассматривать в качестве субъекта оценочной деятельности юридических лиц. Одна из наиболее серьезных причин, заставивших законодателей отказаться от придания юридическим лицам статуса субъектов оценочной деятельности, заключалась в том, что при их сохранении в качестве таковых становилось невозможным правильно оценить вклады юридического лица в формируемые при СРО компенсационные фонды. Одно дело фирма из трех оценщиков, и другое, когда речь идет о компании, скажем, из 150 профессионалов. Но это все же была техническая сторона проблемы статуса юридических лиц.

Сущностная же причина исключения юридических лиц из категории субъектов оценочной деятельности заключалась в том, что именно физические лица представляют профессию, специализирующуюся на такой особой сфере профессиональной работы, как оценочная деятельность. Тут вполне можно провести аналогию с адвокатами. Субъектами адвокатской деятельности являются физические лица. Каждый из них несет персональную ответственность за свою профессиональную деятельность по защите клиентов в суде. Но это отнюдь не означает, что невозможно создание адвокатских контор, объединяющих с помощью трудовых договоров отдельных адвокатов в рамках юридического лица.

Точно так же и Закон об оценке вовсе не исключает участие в оценочной деятельности юридических лиц, но только не в качестве ее субъектов. Об этом вполне определенно сказано в статье 4 «Субъекты оценочной деятельности»: «Оценщик (напомню, что это только физическое лицо. — *В.Р.*) может осуществлять оценочную деятельность самостоятельно, занимаясь частной практикой (как адвокат. — *В.Р.*), а также на основании трудового договора между оценщиком и юридическим лицом...» (как между адвокатом и адвокатской фирмой. — *В.Р.*).

В отношении юридического лица, связанного с оценочной деятельностью, в Законе сформулированы новые требования, систематизированные в особой статье «Обязанности юридического лица, с которым оценщик заключил договор».

Такое юридическое лицо обязано, прежде всего, иметь в штате не менее двух лиц — членов СРО. Среди других требований отметим такое новое условие их работы, как «хранить копии составленных отчетов в течение 10 лет».

«Оценщики не хотят быть только физическими лицами»

Так называлась опубликованная «Коммерсантом» (25.05.2006) статья, освещающая негодование группы оценщиков по поводу исключения из состава субъектов оценочной деятельности юридических лиц.

Инициатором движения за восстановление в Законе статуса юридических лиц в качестве субъектов оценочной деятельности выступила та СРО, которая в ходе заблаговременной подготовки и предстоящих (уже после принятия Закона) выборов в Национальный совет по оценочной деятельности создала «веер» саморегулируемых организаций из своих региональных структур, объединяющих юридических лиц. Это было сделано для того, чтобы обеспечить их преимущественное представительство в Национальном совете.¹ Такое представительство должно осуществляться по закону исходя из принципа: одна саморегулируемая организация — одно место в Национальном совете. Естественно, чем больше дочерних СРО, тем значительнее представительство в Национальном совете материнской СРО.

Отмена статуса юридических лиц в качестве субъектов оценочной деятельности сводила результаты этой кипучей деятельности одной из СРО на нет.

Эта материнская СРО инициировала письмо-жалобу в адрес Президента РФ В.В. Путина.² Копии были направлены Председателю Правительства М.Е. Фрадкову, Председателю Совета Федерации С.М. Миронову, Председателю Госдумы Б.В. Грызлову, Председателю Комитета Госдумы по собственности В.С. Плескачевскому.

Вопрос о президенте Национального совета заслуживает особого внимания. Это должен быть абсолютно независимый профессионал, пользующийся уважением всех СРО. Он не должен быть связан с уже сформировавшимся каким-либо объединением оценщиков. Я знаю только одного такого специалиста. Это Зумруд Хандадашевна Рустамова, бывший заместитель министра имущественных отношений. Впрочем, я не уверен, что она могла бы принять такое предложение. Насколько мне известно, у нее сейчас весьма интересная работа. Хотя здесь совмещение вполне возможно.

Как и полагалось в прежние, советские, времена, письмо начиналось с цитаты из публичного выступления главного адресата: «В Вашем ежегодном послании от 10.05.2006 указывается на то, что «в условиях жесткой международной конкуренции экономическое развитие страны должно определяться главным образом ее научными и технологическими преимуществами». Далее «на голубом глазу» утверждалось, что отмена в Законе статуса юридических лиц в качестве субъектов оценочной деятельности мешает достижению этих «научных и технологических достижений». Отсюда авторами письма устанавливалось «несоответствие действительности и складывающегося противоречия в области саморегулирования оценочной деятельности» (стиль оригинала. — В.Р.). «Целями регулирования оценочной деятельности является: обеспечение потребителей результатами оценочной деятельности надлежащего качества; гарантированность ответственности субъектов оценочной деятельности за результаты своей деятельности; конкурентоспособность услуг по оценке, оказываемых российским производителям».

¹ Большинство же голосов представителей материнской и дочерних СРО в Национальном совете гарантировало «посадку» своего представителя в президентское кресло.

² Это письмо мне напомнило прошлогоднее обращение ряда любителей футбола к Президенту России оставить команду «Терек» в премьер-лиге, несмотря на занятое ею последнее место в футбольном турнире.

В результате отказа законодателей юридическим лицам быть субъектом оценочной деятельности «предлагаемое Законом регулирование оценочной деятельности, которое определяет в качестве субъектов данной деятельности физических лиц, *не соответствует ни одной из указанных целей*» (для вящей убедительности эти слова были подчеркнуты авторами письма. — В.Р.).

Письмо заканчивается таким призывом: «Уважаемый Владимир Владимирович! Убедительно просим Вас разобраться в складывающейся ситуации в области регулирования оценочной деятельности и не позволить разрушить (слова-то какие сильные были подобраны. — В.Р.) уже сложившийся (в тексте «сложившейся» — В.Р.) конкурентный сектор российской экономики — оценочная деятельность» (так в тексте. — В.Р.).

Как мне рассказали, каждый член Комитета Госдумы по собственности получил по 4–5 подобных писем — по почте и факсу. Похожие письма поступали по тем же каналам и членам профильного комитета Совета Федерации. Но, несмотря на столь серьезные эпистолярные усилия, Совет Федерации поддержал Закон без каких бы то ни было изменений.

Возможно, этому способствовало открытое письмо Председателю Совета Федерации Федерального собрания РФ С.М. Миронову от руководства одной из СРО — Ассоциации российских магистров оценки (АРМО), которое было послано накануне рассмотрения Закона, поступившего из Госдумы в Совет Федерации. Вот что говорилось в этом письме: «Недавно Государственная Дума в третьем чтении приняла проект изменений к Закону об оценочной деятельности. Эти поправки вносят достаточно существенные коррективы в законодательные условия организации оценочной деятельности в России. Одно из таких изменений связано с тем, что, согласно поправке к статье 4 «Субъекты оценочной деятельности», «субъектами оценочной деятельности признаются физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков...».

Это положение вызвало негативную реакцию ряда оценщиков, которые в открытом письме на имя В.В. Путина, М.Е. Фрадкова, С.М. Миронова, Б.В. Грызлова, В.С. Плескачевского высказались за то, чтобы субъектами оценочной деятельности были не только физические, но и юридические лица.

Не останавливаясь подробно на аргументации авторов письма в пользу сохранения (как в действующей редакции Закона) за юридическими лицами статуса субъектов оценочной деятельности, отметим, что мы придерживаемся позиции, получившей свое признание в проекте изменений в указанный Закон. Как и Госдума, мы считаем, что субъектами оценочной деятельности должны быть *только физические лица*. Это связано с тем, что именно они (физические лица) являются представителями профессионально организованного сообщества. Их деятельность носит публичный характер, затрагивая интересы третьих лиц. Значит, именно они (физические лица) несут ответственность как представители публичной профессии перед всеми лицами, чьи интересы так или иначе гарантируются результатами проводимых ими оценочных работ.

Нельзя согласиться с тем, что такое выделение субъектов оценочной деятельности приведет к тому, что, как сказано в открытом письме, снизится каче-

ство оценочных услуг. «Некачественная оценка, — пишут авторы открытого письма, — выполняемая, прежде всего, оценщиками-одиночками (физическими лицами).

Это не так. В некачественных оценках преуспевают и отдельные оценочные фирмы, т.е. юридические лица. И трудно сказать, у кого таких оценок больше — у одиночек или у юридических лиц.

В проекте изменений устанавливаются определенные барьеры недобросовестного выполнения оценочных работ. Это личная ответственность физического лица, т.е. *индивидуальная* ответственность и обязательное членство в СРО, что означает *коллективную* ответственность за действия отдельных физических лиц. В проекте поправок прописаны все необходимые для этого механизмы.

Кроме того, в той же статье 4 «Субъекты оценочной деятельности» сказано, что «оценщик может осуществлять оценочную деятельность самостоятельно, занимаясь частной практикой, а также на основании трудового договора между оценщиком и юридическим лицом..., т.е. на основании договора с конкретной оценочной фирмой. Требования юридического лица, зафиксированные в договоре, обязательны к выполнению физическим лицом. Это с одной стороны. А с другой стороны, его интересы теперь по договору будет представлять и защищать в случае необходимости юридическое лицо. Возникает *взаимная* ответственность сторон — участников такого договора. Этого нет в действующем Законе об оценочной деятельности. И в этом заключается *взаимная* ответственность физических и юридических лиц. Именно в ней — во *взаимной* ответственности — мы видим одно из направлений реального повышения качества оценочных услуг в России.

Поддерживаем в целом проект изменений Закона об оценочной деятельности, и мы против расширения состава субъектов оценочной деятельности за счет включения в их число юридических лиц. Единственными субъектами такой публичной, профессиональной деятельности должны быть только физические лица, являющиеся членами саморегулируемой организации».

30 июля 2006 г. Президент РФ В.В. Путин подписал ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Этот Закон вступил в силу с момента его подписания.

В дальнейшем дискуссия по поводу указанных изменений Закона об оценке продолжалась. Моя позиция по поводу этого законодательного акта изложена в интервью, опубликованном в приложении к «Коммерсанту» «Финансовая отчетность» от 04.10.2006 № 185. Там же опубликовано и подробное интервью разработчика этого законодательного акта — председателя Комитета Госдумы по собственности В. Плескачевского.¹

¹ Финансовая отчетность от 04.10.2006 № 185. С. 32–33.

Назревшие изменения в гражданском законодательстве

Гражданский кодекс — «священная корова»?

Принятые летом 2006 г. Госдумой изменения Закона об оценочной деятельности способствовали тому, что это направление гражданского законодательства обрело особую значимость. Но что интересно, в самом Гражданском кодексе (далее — ГК) по этому поводу вообще ничего не сказано, ни разу не упоминается ни оценочная деятельность, ни распространенная уже профессия оценщика. Более того, в ГК по поводу оценки зафиксированы ошибочные, с моей точки зрения, положения. Вот, например, как звучит статья 561 «Удостоверение состава продаваемого предприятия» 2-й части ГК РФ:

«1. Состав и стоимость продаваемого предприятия определяется в договоре продажи предприятия на основе полной инвентаризации предприятия...

2. До подписания договора продажи предприятия должны быть составлены и рассмотрены сторонами: акт инвентаризации, бухгалтерский баланс, заключение независимого аудитора о составе и стоимости предприятия...».

Возглавляя весной 2005 г. Комитет Торгово-промышленной палаты по оценочной деятельности, я написал докладную записку в адрес руководства ТПП РФ о том, что эту статью следовало бы привести в соответствие со сложившимися в то время реальными условиями оценки стоимости предприятия при его продаже. Я писал о двух моментах.

Во-первых, сама по себе «полная инвентаризация предприятия» накануне его продажи не может дать представление о его рыночной стоимости. Помимо инвентаризации (сама по себе она требуется для установления набора активов, можно сказать, в натуральной форме) необходима еще и оценка рыночной стоимости таких активов. Кроме того, предприятия могут обладать гудвиллом — деловой репутацией, которая в соответствии с действующими правилами бухгалтерского учета не отражается в составе активов действующего предприятия, но «оживает», приобретая стоимостную форму при его продаже. Дело в том,

что гудвилл действующего предприятия, согласно ПБУ-14, п. 5, не оформляется в качестве «единицы бухгалтерского учета нематериальных активов», которой «является инвентарный объект».¹ В то же время деловая репутация учитывается в составе нематериальных активов (п. 4) данного предприятия, но только при условии, что она (деловая репутация) появляется при приобретении им другого предприятия. В таком случае, гласит пункт 27, «деловая репутация организации может определяться в виде разницы между покупной ценой организации (как приобретенного имущественного комплекса в целом) и стоимостью по бухгалтерскому балансу всех ее активов».²

Это означает, что в составе активов приобретаемого предприятия гудвилл (деловая репутация) не фигурирует. Он появляется в бухгалтерском балансе предприятия-покупателя только после приобретения другого предприятия. Поэтому, как это фиксирует пункт 28, «для целей бухгалтерского учета величина приобретенной деловой репутации организации определяется расчетным путем как разница между суммой, уплачиваемой продавцу за организацию, и суммой всех активов и обязательств по бухгалтерскому балансу организации на дату ее покупки (приобретения)».³

Отсюда следует, что, когда согласно статьи 561 ГК РФ определяется стоимость продаваемого предприятия в договоре на основе полной его инвентаризации, деловая репутация (гудвилл) продаваемого предприятия никак не учитывается. Какая бы ни была «полная инвентаризация предприятия», она никак не может установить его гудвилл, и, естественно, договор, составленный на основе обобщения ее (инвентаризации) результатов, занижает стоимость продаваемого предприятия. (Разумеется речь идет только о тех предприятиях, которые обладают положительной деловой репутацией; многие продаваемые предприятия ее не имеют.)

Поэтому я считаю, что в пункте 1 статьи 561 ГК следовало бы добавить слова о том, что определяется рыночная стоимость предприятия, а не вообще «стоимость». Кстати говоря, употребление понятия «стоимость» без соответствующего определения «рыночная стоимость» или «отличная от рыночной стоимости» противоречит появившимся в июле 2001 г. «Стандартам» оценочной деятельности, утвержденных постановлением Правительства РФ. Короче говоря, сейчас уже нельзя говорить просто о стоимости предприятия, это или ее рыночная стоимость, или балансовая стоимость, или, может быть, инвестиционная или ликвидационная стоимость предприятия. Безнадёжно устарел в этой области ГК РФ.

Устаревшим выглядит еще одно положение процитированной выше статьи 561 ГК РФ, а именно то, что «до подписания договора продажи предприятия» должно быть «рассмотрено сторонами» «заключение независимого аудитора о составе и стоимости предприятия».

На самом деле в этой статье, конечно же, с учетом уже сформировавшихся в реальной практике позиций должна быть запись об оценке рыночной стоимости продаваемого предприятия независимым оценщиком. Почему же все-

¹ Положение по бухгалтерскому учету «Учет нематериальных активов», ПБУ 14/2000 в сб. «20 положений по бухгалтерскому учету». М.: Омега-Л, 2003. С. 191.

² Там же. С. 199.

³ Там же.

так в ГК в статье 561 в свое время появилось упоминание не об оценщике, а относительно роли аудитора в определении денежной оценки (рыночной стоимости) продаваемого предприятия?

Появление в указанной статье «аудиторов» объясняется тем, что во время принятия части второй ГК РФ (декабрь 1995 г. — январь 1996 г.) еще не сформировались законодательные требования к оценочной деятельности, не было достаточного количества самих оценщиков. Сейчас условия изменились — оценкой занимается значительное число независимых оценщиков, объединенных в десяток-другой СРО.

Все эти проблемы были внимательно рассмотрены руководством ТПП РФ, и старший вице-президент палаты Б. Пастухов, будучи депутатом Госдумы, внес на ее рассмотрение проект Федерального закона № 57925-4 «О внесении изменений в статью 561 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации». Вот текст этого проекта:

«Статья 1. Внести в статью 561 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации (Собрание законодательства Российской Федерации, 1996, № 5, ст. 410) следующее изменение: в пункте 2 слова «заключение независимого аудитора о составе и стоимости предприятия» заменить словами «заключение независимого оценщика об оценке рыночной стоимости предприятия в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации».

Статья 2. Настоящий Федеральный закон вступает в силу со дня его официального опубликования».

К этому проекту прилагалась пояснительная записка, объясняющая, почему из текста статьи 561 предлагалось исключить формулировку о «составе предприятия» (учитывая неясность и юридическую неопределенность данного термина), заменив ее формулировкой «рыночная стоимость», определение которой приводится в ФЗ «Об оценочной деятельности».

В пояснительной записке приводились также аргументы, обосновывающие исключения из указанной статьи «упоминание и о независимом аудиторе, т. к., говорилось в Пояснительной записке, оценка рыночной стоимости предприятия согласно Федеральному закону «Об оценочной деятельности» составляет предмет и исключительную сферу¹ профессиональной деятельности независимых оценщиков».

Далее в Пояснительной записке говорилось следующее: «Замена применяемых (в ГК. — В.Р.) формулировок обусловлена сугубо практическими обстоятельствами. Дело в том, что упоминание о составлении аудитором заключения о составе и стоимости предприятия является анахронизмом — реально этим занимаются независимые оценщики, которые руководствуются специальным Законом об оценочной деятельности в Российской Федерации и утвержденными Правительством РФ стандартами оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности (от 06.07.2001 № 519).

Появление в статье 561 ГК РФ аудиторов объясняется тем, что во время принятия части второй ГК РФ (декабрь 1995 г. — январь 1996 г.) еще не сфор-

¹ Дело в том, что противоречивое российское гражданское законодательство пока предусматривает участие в оценочной деятельности и иных кроме оценщиков специалистов, и не только аудиторов. Это будет показано ниже.

мировались законодательные требования к оценочной деятельности, не было достаточного количества самих оценщиков.

Сейчас условия изменились — оценкой занимаются независимые оценщики, аудиторы же к этой процедуре не имеют непосредственного отношения».

Проект закона, внесенный депутатом Б. Пастуховым, согласно регламенту Госдумы должен был обсуждаться в ее фракциях, в профильном комитете и в правовом управлении.

Вот выписка из решения Экспертного совета внутрифракционной группы (группа В.В. Володина) фракции «Единая Россия» от 08.07.2004: «Поддержать проект Федерального закона «О внесении изменений в статью 561 Гражданского кодекса Российской Федерации», внесенный депутатом ГД, членом фракции «Единая Россия» Б.Н. Пастуховым, при условии дополнения законопроекта поправкой: «в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации». Это решение было подписано заместителем руководителя фракции «Единая Россия» В.В. Рязанским.

Я приведу также положительное заключение на проект Закона, внесенный депутатом Б.Н. Пастуховым, Правового управления Госдумы. Там было сказано весьма кратко: «Изучив представленный проект Федерального закона, Правовое управление аппарата Государственной думы сообщает, что замечаний по концепции проекта не имеет». Это решение подписала М.М. Ласточкина, заместитель начальника указанного управления.

Но помимо этих двух положительных отзывов негативная оценка проекта закона депутата Б. Пастухова содержалась в трех отрицательных, по существу разгромных, отзывах.

Первый отзыв — это «Заключение по проекту Федерального закона № 57925-4 «О внесении изменений в статью 561 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации» из государственного учреждения при Президенте Российской Федерации «Исследовательский центр частного права». Оно было подписано заместителем председателя Совета Исследовательского центра частного права Г.Е. Авиловым. Вот это заключение целиком:

«1. Проект Федерального закона № 57925-4 «О внесении изменений в статью 561 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации» (далее — Проект), внесенный депутатом Государственной думы Б.Н. Пастуховым, направлен в Исследовательский центр частного права для проведения правовой экспертизы Комитетом по гражданскому, уголовному, арбитражному и процессуальному законодательству Государственной думы (письмо от 13.10.2004 № 3.3-13/214).

2. Проектом предусмотрено внесение изменения в определенный пункт 2 статьи 561 Гражданский кодекс Российской Федерации (далее — ГК РФ) перечень документов, который должен быть рассмотрен продавцом и покупателем предприятия до подписания договора продажи имущественного комплекса. В Проекте предлагается заключение независимого аудитора о составе и стоимости предприятия заменить заключением независимого оценщика об оценке рыночной стоимости предприятия.

3. Проект и обоснования необходимости его принятия, содержащиеся в пояснительной записке, вызывают возражения.

3.1. Удостоверение состава предприятия независимым аудитором, от которого предлагается отказаться, на самом деле важно для покупателя, поскольку аудитор в соответствии с Федеральным законом от 07.08.2001 № 119-ФЗ «Об аудиторской деятельности» (п. 1 ст. 5) может проверять фактическое наличие любого имущества, учтенного в документации, касающейся финансово-хозяйственной деятельности юридического лица. Поэтому принятие Проекта приведет к ущемлению интересов покупателя предприятия по сравнению с существующим порядком.

3.2. В пояснительной записке отмечается, что одной из причин, по которой принятие Проекта необходимо, является неясность и юридическая неопределенность термина «состав предприятия». Однако разработчики Проекта не учитывают два обстоятельства. Во-первых, виды имущества, которые могут входить в состав предприятия, определены в абзаце втором пункта 2 статьи 132 ГК РФ, а не в статье 561 ГК РФ. Во-вторых, в каждом конкретном случае продажи предприятия его состав определяется продавцом и покупателем. Поэтому данное обоснование необходимости внесения изменения в статью 561 ГК РФ нельзя признать правомерным.

3.3. В пояснительной записке к Проекту указано, что «составление аудитором заключения о составе и стоимости предприятия является анахронизмом — реально этим занимаются независимые оценщики». Однако экспертиза состава предприятия в сопоставлении с бухгалтерскими документами к оценочной деятельности не относится.

Что касается определения стоимости имущества, то следует учитывать, что Федеральный закон «Об аудиторской деятельности», принятый позднее Федерального закона от 27.02.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», предусматривает право аудитора оказывать услуги по оценке стоимости не только предприятий как имущественных комплексов, но и другого имущества, а также предпринимательских рисков (п. 6 ст. 1).

Отсюда следует, что в пункте 2 статьи 561 ГК РФ имеется в виду не оценка рыночной стоимости, а оценка аудитором балансовой стоимости предприятия и установление правильности ее отражения в бухгалтерских документах продавца. Скорее всего, ГК не предполагал введения обязательной оценки именно рыночной стоимости предприятия. При таком понимании проблемы необходимость вносить предлагаемое изменение в ГК отсутствует. Более того, принятие проекта внесет путаницу в законодательство, поскольку разработчики Проекта не предлагают вносить изменения в статью 1 Федерального закона «Об аудиторской деятельности».

Следует также учитывать, что оценка имущества не является исключительной прерогативой оценщиков (см., например, ст. 52 Федерального закона от 21.07.1997 № 119-ФЗ «Об исполнительном производстве»).

3.4. Представляется неверным вынуждать продавца и покупателя прибегать к услугам независимого оценщика для определения рыночной стоимости предприятия при заключении любого договора продажи.

В условиях обычной хозяйственной деятельности сторон данной сделки цена предприятия определяется соглашением продавца и покупателя. Если же возникнет потребность в независимой оценке рыночной стоимости предприятия, стороны договора всегда могут обратиться к услугам оценщика.

Требование Федерального закона об обязательном определении рыночной стоимости предприятия, так же как и иного продаваемого имущества, должно носить не общий, а специальной характер (т.е. в законе должны быть перечислены конкретные случаи, когда проведение предпродажной оценки рыночной стоимости имущества обязательно). Например, соответствующие предписания устанавливаются в целях защиты публичных интересов при продаже государственного или муниципального имущества (см. ст. 8 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»), защиты интересов должника, кредиторов, общества при продаже имущества в ходе процедур банкротства (см. статьи 110–112, 139, 140 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве»).

Из сказанного в настоящем Заключении следует, что проект Федерального закона № 57925-4 «О внесении изменения в статью 561 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации» не может быть рекомендован для принятия Государственной думой.

Второй отрицательный отзыв принадлежал председателю Комитета Госдумы по гражданскому, уголовному, арбитражному и процессуальному законодательству П. Крашенинникову. Я также приведу его полностью:

«Проектом Федерального закона предполагается заменить необходимость получения заключения независимого аудитора при продаже предприятия заключением независимого оценщика об оценке рыночной стоимости предприятия (п. 2 ст. 561 ГК РФ).

В пояснительной записке к законопроекту указывается, что оценка рыночной стоимости предприятия составляет предмет и исключительную сферу профессиональной деятельности независимых оценщиков, а действующая редакция пункта 2 статьи 561 ГК РФ обусловлена отсутствием законодательных требований к оценочной деятельности в период ее принятия.

Между тем данная норма не преследует цели подтверждения рыночной стоимости предприятия — определение покупной цены осуществляется исключительно соглашением продавца и покупателя, которые руководствуются конъюнктурой рынка. Пункт 2 статьи 561 ГК РФ имеет в виду не оценку рыночной стоимости, а оценку балансовой стоимости предприятия и установление правильности ее отражения в бухгалтерских документах продавца. Эти вопросы относятся к компетенции аудитора.

При таких обстоятельствах концепция законопроекта не может быть поддержана.

В связи с вышеизложенным Комитет Государственной думы по гражданскому, уголовному, арбитражному и процессуальному законодательству рекомендует Государственной думе отклонить проект Федерального закона № 57925-4 «О внесении изменений в статью 561 части второй ГК РФ», внесенный депутатом Государственной думы Б.Н. Пастуховым».

Третий отрицательный отзыв поступил от Правительства РФ. Его подписал заместитель Председателя Правительства РФ А. Жуков. Вот его заключение (от 30.11.2004 № 5534п-П13):

«В Правительстве Российской Федерации рассмотрен представленный проект Федерального закона.

Законопроект направлен на внесение изменений в статью 561 ГК РФ, в соответствии с которым в состав документов, составляемых и рассматриваемых сторонами для подписания договора продажи предприятия, вместо заключения независимого аудитора о составе и стоимости предприятия включается заключение независимого оценщика об оценке рыночной стоимости предприятия.

В соответствии со статьей 561 Гражданского кодекса Российской Федерации к другим документам из определенного состава документов относятся: акт инвентаризации, бухгалтерский баланс, а также перечень всех долгов (обязательств), включаемых в состав предприятия, с указанием кредиторов, характера, размера и сроков их требований. При этом следует отметить, что состав и стоимость продаваемого предприятия определяются в договоре продажи предприятия на основе полной инвентаризации предприятия, проводимой в соответствии с установленными правилами такой инвентаризации (п. 1 ст. 561 ГК РФ).

В соответствии со статьей 3 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» под оценочной деятельностью понимается деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости. В связи с чем отчет независимого оценщика об оценке рыночной стоимости предприятия не может иметь своей основной целью удостоверение состава имущества, вовлекаемого в сделку. Согласно статье 11 указанного Федерального закона в отчете должно указываться точное описание объекта оценки.

Вместе с тем включение отчета об оценке предприятия в состав документов, необходимых для совершения сделки с предприятием, означает обязательность проведения оценки подобного вида имущества. Однако пользование услугами по оценке имущества осуществляется участниками рынка на добровольной основе, за исключением случаев обязательности проведения независимой оценки, установленных статьей 8 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Кроме того, в соответствии со статьей 11 указанного Федерального закона надлежащим исполнением оценщиком своих обязанностей являются своевременное составление и передача заказчику отчета об оценке объекта оценки, а не заключение об оценке.

В связи с этим включение предложенного в законопроект изменений в статью 561 Гражданского кодекса Российской Федерации не соответствует предмету ее правового регулирования и не решает задачи, поставленной в обосновании разработки законопроекта согласно пояснительной записки к нему.

На основании изложенного Правительство Российской Федерации не поддерживает представленный законопроект».

Таким образом, депутаты Госдумы, получив три «увесистых» отрицательных отзыва, конечно же, не поддержали проект Закона, внесенный депутатом Б. Пастуховым. «Священная корова» — Гражданский кодекс сохранил все свои формулировки, хотя для большинства разбирающихся в том, как на самом деле обстоят дела с оценкой рыночной стоимости продаваемых предприятий, сохранившаяся формулировка о том, что этим занимаются аудиторы, уже давно казалась анахронизмом. Появившиеся впоследствии изменения Закона об оценочной деятельности продемонстрировали, что совершенствование гражданского законодательства как бы обходит стороной монолитную конструкцию ГК.

Ни один из аргументов Правительства, Комитета Госдумы по законодательству, Исследовательского центра частного права не опирался на рассмотрение реального состояния оценочного дела в России. А ведь законопроект Б. Пастухова исходил из сугубо практических целей — привести в соответствие со сложившейся практикой устаревшие законодательные формулировки. Думаю, что если система защиты ГК от внешних «посягательств», в которую, как оказалось, вовлечены президентские структуры (Исследовательский центр частного права), Правительство и Комитет Госдумы по законодательству, сохранится, то сам ГК превратится постепенно в мало чего значащий исторический документ, сыгравший исключительно полезную роль в начале 90-х гг., но теряющий востребованность со стороны практикующих экономистов и юристов.

Среди аргументов, выдвинутых ученым человеком Г.Е. Авиловым, есть один заслуживающий специального обсуждения. В его отзыве присутствует любопытное положение о том, «что оценка имущества не является исключительной прерогативой оценщиков». Это единственное положение всех трех отзывов, которое нельзя опровергнуть. Действительно, гражданское законодательство Российской Федерации формировалось так, что сейчас сложилась ситуация, когда «оценка имущества» не является исключительным объектом оценочной деятельности. Такой оценкой по закону, как ни странно, занимаются и другие специалисты.

Оценкой имущества занимаются не только оценщики

В своем отзыве Г.Е. Авилов ссылается на статью 52 Федерального закона от 21.07.1997 № 119-ФЗ «Об исполнительном производстве». Прежде чем рассмотреть эту статью, стоит отметить, что Закон об исполнительном производстве был принят Госдумой за год до вступления в силу Закона об оценочной деятельности. В связи с появлением этого специального закона стоило бы уточнить уже действующие законы, в т.ч. и тот, на который ссылается Г.Е. Авилов. Ясно, что положение об участии судебных приставов при осуществлении соответствующих процедур исполнительного производства после появления специального Закона об оценочной деятельности нужно бы пересмотреть. В свое время это не было сделано. Тем самым был дан повод для юридических спекуляций на тему о том, кто должен в России заниматься оценочной деятельностью. (По-хорошему, стоило бы уточнить и ряд иных статей ГК.)

Таможенная стоимость

Еще одно направление оценки, развивавшееся в течение длительного времени как бы в стороне от специального законодательства об оценочной деятельности, — это оценка таможенной стоимости. Условия такой оценки были сформулированы задолго до принятия Закона об оценочной деятельности, точнее, в 1993 г.; именно тогда вступил в силу Федеральный закон «О таможенном тарифе».

Этот закон ввел в оборот 6 методов оценки таможенной стоимости. Сразу же надо сказать, что эти методы не представляют целостной системы; каждый из них не является элементом общего механизма оценки таможенной стоимости.

Первый метод — это метод определения таможенной стоимости по цене сделки с ввозимыми товарами. В соответствии со статьей 18 Закона этот метод является основным при установлении таможенной стоимости. Так что на территории РФ согласно статье 19 указанного Закона таможенной стоимостью ввозимого на таможенную территорию РФ товара является цена сделки, фактически уплаченная или подлежащая уплате за ввозимый товар на момент пересечения им таможенной границы РФ. Как на это ориентируют Методические указания таможенных органов, «на практике это означает, что при проведении оценки товаров необходимо в максимально возможной степени использовать метод 1» (п. 3.2).

В данных Методических указаниях таможенных органов представлены уточняющие расчеты таможенной стоимости на основе метода № 1 и добавления. Однако основа ее (таможенной стоимости) — цена сделки.

Цена сделки, однако, как показала практика, не может служить отправной точкой установления того, насколько правильно определены размеры таможенных пошлин, налогов, поступающих в бюджет РФ. Дело в том, что цена сделки может отклоняться от реальной рыночной стоимости товаров вообще, в особенности таких товаров, как разнообразные виды высокотехнологического оборудования.

Необходимо отметить, что Таможенный кодекс 1993 г. (сейчас действует Кодекс 2004 г.) предполагал использование понятия рыночной стоимости товаров при их перемещении через таможенную границу РФ, но только в случае нарушений установленных Кодексом условий такого перемещения. Так, в статье 245 Кодекса 1993 г. «Взыскание стоимости товаров и транспортных средств» указывается, что такое «взыскание стоимости товаров и транспортных средств, являющихся непосредственными объектами нарушения таможенных правил... состоит в принудительном изъятии денежной суммы, составляющей свободную (рыночную) цену таких товаров и транспортных средств на день обнаружения правонарушения...».

Возникает, однако, вопрос о том, как устанавливалась такая «свободная (рыночная) цена» подобных товаров, тем более «на день обнаружения правонарушения». Значит ли это, что таможенные органы тогда располагали базой данных, с помощью которой они были в состоянии в любой день пересечения таможенной границы устанавливать «свободную (рыночную) стоимость того или иного товара»? И почему такая «свободная (рыночная)» цена в противоположность «контрактной (фактурной) цене» ввозимого товара не использовалась в качестве «исходной базы (основы) для определения таможенной стоимости товара»?

Все дело в том, что такой базой данных о «свободных (рыночных) ценах» таможенные органы как раз и не располагали.¹ Не имеют они ее (базу данных)

¹ Не случайно в Таможенном кодексе 2004 г. отсутствует процитированная выше формулировка Кодекса 1993 г. Отметим и то, что при характеристике условий определения таможенной стоимости в ТК 2004 г. ни разу не упомянута категория рыночной стоимости. Сведения о рыночной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России, не систематизируются. Можно сказать, что таможенные органы вообще не ориентируются законодательством на определение рыночной стоимости этих товаров. Это свидетельствует о безусловном отставании этого законодательства от складывающихся реалий XXI века.

и сейчас. Поэтому они вынуждены для определения таможенной стоимости использовать сведения, фигурирующие в рамках состоявшихся сделок. Среди этих сведений особое значение для таможенных органов приобретает цена уже совершенной сделки, на цене которой, собственно, и основывается первый метод определения таможенной стоимости. На практике, как это следует из Методических рекомендаций таможенных органов, при проведении оценки необходимо прежде всего использовать метод 1. «И только тогда, когда окончательно установлено, — подчеркивается в этих Рекомендациях, — что цена сделки отсутствует, либо не может быть определена, либо не может использоваться для определения таможенной стоимости, следует переходить к следующим методам оценки».

Второй метод — «метод определения таможенной стоимости по цене сделки с идентичными товарами». Суть этого метода, согласно статье 20 Закона о таможенном тарифе, заключается в том, что таможенная стоимость оцениваемых (ввозимых) товаров определяется путем использования в качестве исходной базы стоимости сделки с идентичными им товарами, таможенная стоимость которых была определена по методу 1 и принята таможенными органами. «Таким образом, — расшифровывается это положение в Методических указаниях таможенных органов, — в качестве основы для определения таможенной стоимости ввозимых (оцениваемых) товаров используется стоимость товаров по другой сделке».

Эта рекомендация не выглядит достаточно убедительной, т.к. единичная сделка, даже прошедшая все таможенные процедуры (т.е. после того, как она была «принята» таможенными органами), не может служить серьезным основанием для установления цены (стоимости) другой подобной единичной сделки. Каждая из них отражает результаты своеобразных условий переговоров, нахождения компромиссных решений, неодинаковых давлений со стороны продавца на покупателя. Иначе говоря, контрактная цена по каждой единичной сделке есть агрегатное выражение наиболее «существенных условий сделки» (п. 3.1.1 Методических указаний таможенных органов). Именно поэтому методологически неправильно использовать контрактную (фактурную) цену в качестве основы установления цены в другой единичной сделке, а в этом, повторим, суть второго метода определения таможенной стоимости ввозимых товаров.

Отметим, что этот метод (метод 2) аналогичен условиям определения контрактной (фактурной) цены, а следовательно, и таможенной стоимости на основе применения последующих методов (методы 3, 4, 5, 6), рекомендуемых к использованию законом в этих же целях, т.е. для определения таможенной стоимости.

Третий метод — «метод определения таможенной стоимости по цене сделки с однородными товарами» (п. 3.4 цитированных Методических указаний). Этот метод рекомендуется использовать в том случае, «если не выполняются условия применения 1-го и 2-го методов определения таможенной стоимости».

Суть метода 3 — это «оценка по цене сделки с однородными товарами», согласно статьи 21 Закона, заключается в том, указывается в Методических рекомендациях таможенных органов, что «таможенная стоимость оцениваемых (ввозимых) товаров определяется путем использования в качестве исходной

базы стоимости сделки с однородными им товарами, таможенная стоимость которых была определена по методу 1 и принята таможенными органами, т.е. в качестве основы для принятия стоимости ввозимых (оцениваемых) товаров используется стоимость товаров по другой сделке. При этом обязательным требованием является условие, чтобы таможенная стоимость сравниваемых товаров была определена по методу 1».

Применение 3-го метода представляется также несостоятельным исходя из методологических условий организации таможенного дела. Нельзя использовать данные относительно сделок по так называемым «однородным товарам» для определения цены товара, который не относится к данной товарной группе. В результате этой сугубо субъективной операции получаемую оценку таможенной стоимости ни в коем случае нельзя расценивать в качестве достоверной.

По поводу применения метода 3 возникает уместный вопрос о том, а как все же определить «однородный товар». Что может служить критерием «однородности»? Нам представляют, что «отсыл» к определению стоимости однородных товаров, уже прошедших таможенные процедуры, открывает широчайшие возможности произвольного толкования самого понятия однородности. Поскольку же наиболее заинтересованной стороной в выборе таких однородных товаров является сам декларант, а таможенные органы пока не располагают достаточной информационной базой, применение метода 3, по определению, должно вести к занижению таможенной стоимости декларируемого товара.

Четвертый метод — «метод определения таможенной стоимости на основе вычитания стоимости». Этот метод используется в таможенных процедурах согласно статье 22 пункта 3 Закона. Применение четвертого метода возможно только в случае, если уже были проведены попытки установления таможенной стоимости с помощью последовательного (в соответствии с иерархией применения) использования методов 1, 2, 3. При этом Закон допускает после безрезультатного применения указанных иерархически более значимых методов использование или метода 4, или метода 5, каждый из которых будет представлен ниже. Здесь уже нет той строгой последовательности, характерной для применения методов 1, 2, 3. Все здесь зависит от желания декларанта.

Этот метод (4) ориентируется, во-первых, на условное стремление продавца на территории РФ «идентичных или однородных товаров» (т.е. если бы они гипотетически были проданы на территории России). Во-вторых, он применяется только в том случае, если не происходило изменение «первоначального состояния товаров», рассматриваемых в качестве аналогов. В-третьих, в качестве цены для последующего определения таможенной стоимости рассматривают показатели реализации наибольшей партии такого рода товаров не позднее 90 дней с даты их ввоза на территорию Российской Федерации.

Суть же этого метода весьма проста — из цены реализации «идентичных или однородных товаров» вычитаются компоненты цены, добавленные к контрактной (фактурной) цене после прохождения таможенных процедур (расходы на комиссионные, дополнительные затраты, связанные с конкретными условиями реализации товаров в России, суммы таможенных пошлин, налогов, сборов и иных платежей на таможне). Именно так: как бы заново формируется условная контрактная (фактурная) цена товара, проходящего таможен-

ные процедуры. И потом эта условная цена используется для получения таможенной стоимости, отталкиваясь от которой проводятся взимания (теперь уже не условные, а фактические) таможенных пошлин, налогов.

Ясно, что получение этих пошлин, налогов, сборов не имеет сколько-нибудь серьезного обоснования. Размеры этих денежных взиманий определяются, можно сказать, на глазок.

Пятый метод — «метод определения таможенной стоимости на основе сложения стоимости». Этот метод используется в таможенном деле в соответствии со статьей 23 Закона о таможенном тарифе. Как отмечается в Методических рекомендациях таможенных органов (п. 3.6), в рамках метода сложения стоимости «таможенная стоимость оцениваемых товаров определяется на основе издержек производства... товаров, к которым добавляются суммы прибыли и расходов, характерных для продажи оцениваемых товаров в России». Это означает, что для определения таможенной стоимости при проведении соответствующих процедур, в частности при взимании таможенных пошлин, налогов на таможне, она (таможня) должна располагать сведениями об издержках производства этих товаров применительно к стране вывоза. Импортер, естественно, заинтересован в том, чтобы подобная информация на таможне (об издержках производства) способствовала бы занижению взимаемых сумм.

Так что применение метода 5 объективно подталкивает импортера к занижению взимаемых с него средств на таможне. Ведь фактические цены продажи оцениваемых таможней товаров не имеют никакого отношения к выполняемым таможней процедурам исходя из определения таможенной стоимости в соответствии с методом 5.

Отметим, что использование метода 5 может наносить ущерб интересам российского бюджета и самих таможенных органов.

Шестой метод — «резервный метод определения таможенной стоимости» (п. 3.7).

Этот метод, рекомендуемый Законом о таможенном тарифе (ст. 24), согласно Методическим указаниям таможенных органов применяется в том случае, «когда оказывается невозможным вследствие действия разнообразных причин применение представленных выше методов (1, 2, 3, 4, 5). То есть на основе указанных методов оказывается нереальным определить таможенную стоимость.

Применение резервного (6-го) метода относится к следующим случаям:

- товары, импортируемые на временной основе;
- бартерные сделки (что не исключает использование базового, 1-го, метода);
- договоры аренды или найма;
- реимпорт товаров после ремонта или модернизации;
- отсутствуют идентичные или однородные товары;
- товары не перепродаются в стране импортера;
- изготовитель неизвестен;
- производители товара отказываются предоставить данные об издержках его производства.

В Законе о таможенном тарифе (п. 1 ст. 24) условия применения этого метода даны в самой общей форме: он применяется в случаях, если таможенная сто-

имость не может быть определена декларантом в результате последовательного применения методов 1—5 определения таможенной стоимости «либо если таможенный орган аргументированно (?) считает, что эти методы определения таможенной стоимости не могут быть использованы, таможенная стоимость оцениваемых товаров определяется с учетом мировой практики». Какие аргументы для этого нужны? Что, однако, означает «учет мировой практики»? В Законе о таможенном тарифе это никак не разъясняется. Что касается Методических рекомендаций таможенных органов, то в них сказано о применении условий Соглашения ГАТТ/ВТО по таможенной оценке, хотя пока еще Россия не присоединилась к этому соглашению. Именно поэтому Методические рекомендации означают, что при применении 6-го метода таможенная стоимость должна определяться «с использованием разумных (?) способов... но при этом допустима определенная гибкость (?)... которая должна соответствовать... общим целям и условиям (как?) принятой системы оценки товаров в таможенных целях».

Схема использования шести методов определения таможенной стоимости представляют собой весьма жесткую конструкцию. Об этом так пишут О. Бакаева и Г.В. Матвиенко: «Рассмотренная последовательность методов определения таможенной стоимости не может быть изменена. При этом каждый последующий метод применяется, если таможенная стоимость не может быть определена путем использования предыдущего метода.

Методы вычитания и сложения могут применяться в любой последовательности».¹

Представляется, что применение 6-го метода открывает никем не контролируемые возможности субъективной оценки контрактной (фактурной) цены и определения на ее основе таможенной стоимости. Это означает, что денежные взимания, связанные с этой стоимостью, в т.ч. и прежде всего пошлины, налоги, не имеют сколько-нибудь серьезного обоснования.

Таким образом, все представленные методы определения таможенной стоимости, основывающиеся преимущественно на характеристиках единичных сделок, свидетельствуют по крайней мере о том, что использование этих методов в отношении ввоза, допустим, высокотехнологичного оборудования не может быть сколько-нибудь рациональным. В отношении как высокотехнологичного оборудования, так и других современных товаров нужна разработка специальных методик оценки таможенной стоимости.

Используемые в таможенном деле 6 методов определения таможенной стоимости основаны на законодательном акте, принятом в 1993 г. — Законе о таможенном тарифе (21.05.1993). Это означает, что представленные выше мето-

¹ Бакаева О.Ю., Матвиенко Г.В. Таможенное право. Отв. редактор — доктор юридических наук Н.И. Химичева. М.: Юрист, 2003. С. 183. Я ознакомился также и с другими работами в области таможенного права и могу констатировать недостаточно высокий уровень разработки проблем этого раздела юридической практики. Более того, нас удивило, в частности, что в одной из работ, имеющей гриф учебного пособия (Потокин О.М., Тихомирова Ю.С. Таможенное право), изданной Московским университетом МВД России в 2004 г. под редакцией доктора юридических наук, профессора И.Ш. Килиясанова, рассматривается как основа таможенного дела в России Таможенный кодекс 1993 г. Однако в то время (с 01.01.2004) уже действовал новый Таможенный кодекс, принятый Госдумой России 25.04.2003. Это, как нам кажется, пример достаточно пренебрежительного отношения отдельных представителей юридической науки к разработке действительно запущенного в правовом отношении российского таможенного дела.

ды оценки таможенной стоимости товаров не учитывают условий государственного регулирования оценочной деятельности, которые устанавливались в принятом в 1997 г. Законе об оценочной деятельности, а также в «Стандартах оценки», принятых Правительством РФ в 2001 г. В частности, в этих «Стандартах», утвержденных в развитии Закона об оценочной деятельности, указывается, что любая оценка стоимости объектов оценки (в т.ч., как мы считаем, и таможенная стоимость) должна проводиться на основе использования трех подходов: затратного, сравнительного, доходного.

Используемые в таможенном деле 6 методов оценки таможенной стоимости являются эклектичными и непоследовательными. В одних случаях отбираются факты формирования стоимостных характеристик с других стран, в иных случаях — условные элементы производства соответствующих товаров в России. Считаю, что все эти 6 методов стоило бы вообще упразднить. Нужно для стоимостных оценок на таможне, в частности для определения таможенной стоимости, использовать методический опыт проведения оценочных процедур в отношении объектов оценки — опыт, накопленный в последнее время как у нас, так и за рубежом. Подчеркнем специально, что проведение такого рода оценочных процедур немыслимо сейчас без использования современных баз данных.

Иначе, т.е. при сохранении неизменными 6 методов оценки таможенной стоимости, возникает ситуация, что условия организации оценочной деятельности в России не распространяются на таможенное дело. И здесь складываются свои особые, ни на что не похожие схемы определения таможенной стоимости товаров, никак не связанные с определением их рыночной ценности. Можно даже утверждать, что зафиксированные 13—14 лет назад 6 методов определения таможенной стоимости, наскоро придуманные в чрезвычайно трудных условиях начала 90-х гг., в конце концов привели к появлению *темных* схем прохождения таможенных процедур. Эти схемы учитывали несовершенство механизма действия законодательно оформленных 6 методов определения таможенной стоимости.

Вследствие этого появляются, как считает российский министр экономического развития и торговли Г. Греф, «дырки в законодательстве». И пока, считает этот министр, «такие дырки в законодательстве мы с вами имеем, наша прямая вина в том, что... коррупция расцветает».¹

Олег Виханский, один из организаторов системы бизнес-образования в Московском Государственном университете, отмечает, что японские менеджеры выделяют «определенное количество нерациональных вещей, которые мешают быстро и качественно работать (по-японски это называется «муда»)» («Компания», 2004, № 21, с. 70). Именно такой «мудой», препятствующей эффективной организации таможенного дела, является набор из 6 методов определения таможенной стоимости, законодательно оформленный в 1993 г.

По словам руководителя Департамента по таможенному праву компании STS Logistics Сергея Фалина, «таможня зачастую не имеет представления о реальной цене товара... Случается, что инспекторы судят о стоимости груза на глазок».²

¹ Греф обвиняет государство. // Эксперт. 2006. № 9. С. 12.

² // Компания. 2005. Ноябрь. № 44. С. 39.

Это, безусловно, подталкивает декларантов, а нередко и самих таможенников к нарушениям организации таможенного дела в России. Так, в мае 2006 г. в ФТС сообщили, что «сравнительный анализ сведений о количестве и номенклатуре товаров, содержащихся в счетах-фактурах (а именно эти счета являются, согласно действующим законодательным нормам, основой применения 6 методов оценки таможенной стоимости. — В.Р.), с данными в декларациях выявил несоответствие по ряду товарных позиций (речь идет о фирме «Формоза», реализующей компьютеры. — В.Р.) на сумму почти 30 млн руб.»¹ Фирма-нарушитель признала выявленные несоответствия и заплатила дополнительные платежи в размере 2 млн руб., «после чего было произведено таможенное оформление товаров в упрощенном порядке».² Это, конечно, частный случай. Но он отражает сложившийся порядок занижения реальной ценности ввозимых товаров.³

Попытки улучшения методов определения таможенной оценки

С июня 2006 г. вступил в силу Федеральный закон «О внесении изменений в закон Российской Федерации «О таможенном тарифе» (от 08.11.2005 144-ФЗ). Этот закон, однако, не отменил 6 методов оценки таможенной стоимости. Были оформлены на законодательном уровне некоторые улучшения отдельных методов. Так что этот закон, внесший изменения, которые имеют все же половинчатый характер, можно в целом оценить позитивно.⁴

Теперь в новом ФЗ несколько по-иному представлен 5-й метод оценки таможенной стоимости, т.е. метод сложения. Можно считать, что установленные Законом нововведения направлены на определенную защиту интересов декларантов. Теперь в случае несогласия с соответствующими решениями таможенного органа они (декларанты) вправе потребовать информацию о том, как таможенники определили стоимость в рамках этого метода. Правда, это касается лишь ограниченного круга статей. Об этом сказано в статье 23 пункта 4: «Если для расчета суммы прибыли и коммерческих, и управленческих расходов используются имеющиеся у таможенного органа сведения о сумме прибыли и коммерческих, и управленческих расходов, то по заявлению декларанта

¹ // Компания. 2006. Май. № 18. С. 17.

² Там же.

³ Занижение реальной ценности ввозимых товаров было характерно и для таможенного дела в России до октябрьского (1917 г.) переворота. Так, профессор М. Н. Соболев в своей известной работе «Таможенная политика России во второй половине XIX века» (Томск, 1911 г.) писал. «В прежнее время... в России при существовании ценовых пошлин вводилась оговорка, что в случае нового для таможенных чиновников несоответствия объявленной цены товара с действительной ценой таможенники могут принудительно покупать товар по этой объявленной цене. Этим предполагалось поставить некоторую угрозу для недобросовестных провозителей. Однако на практике этим правом таможенники пользовались очень редко из опасения ошибиться в оценке товара и понести убыток при реализации его» (цитируется по тексту книги Н.А. Лебедева «Таможенная и тарифная политика России: теоретики и творцы» / М., 2002, с. 200).

⁴ Подготовка к введению в действие этого закона сопровождалась эффективными мероприятиями по совершенствованию организации самого таможенного дела. Не случайно в мае 2006 г. Федеральная таможенная служба перечислила в бюджет 233,4 млрд руб., что на 30,7 % выше планового задания. С начала 2006 г. (до мая включительно) российский бюджет получил от таможни 1070,4 млрд руб., что на 20 % больше плановой отметки // Ведомости от 02.06.2006.

таможенный орган обязан предоставить произведенные на их основе расчеты и указать источник таких сведений». Это, конечно, разумное изменение законодательства, ибо прежде таможенные органы не несли никаких обязанностей перед декларантами и уж, конечно, не указывали источник сведений для проводимых ими расчетов.

Еще одно нововведение, касающееся 5-го метода, связано с тем, что теперь согласно пункту 5 статьи 23 «таможенные органы не вправе требовать от иностранных лиц без их согласия представления документов для подтверждения расчетной стоимости». Выходит, что подобные документы иностранные лица могут представлять только на добровольных началах. А могут и не представлять.

Отметим новое положение, также зарегистрированное в статье 23 (п. 5), т.е. применительно к использованию 5-го метода, что «проверка документов и сведений, представленных производителем или от его имени, может производиться таможенными органами Российской Федерации в соответствии с международными договорами Российской Федерации и нормами международного права».

Новшества коснулись и 4-го метода — метода вычитания. В статье 22 сказано, что таможенная стоимость товара в рамках применения этого метода может определяться с учетом «стоимости, добавленной в результате переработки (обработки) (п. 4)». Эта стоимость вычитается из таможенной стоимости «на основе объективных и поддающихся количественному определению данных, относящихся к стоимости переработки (обработки)» (там же). Правда, возможность применения этих положений о вычете стоимости переработки (обработки) в рамках метода вычитания «определяется в каждом конкретном случае в зависимости от конкретных обстоятельств» (п. 6). Звучит это довольно загадочно, поскольку совершенно не ясно, что имеется в виду под «каждым конкретным случаем» и каким образом устанавливаются «конкретные обстоятельства». Кто будет решать эти вопросы? Не останется ли при этом поле для произвольных решений?

Не обошлись без определенных изменений и условия использования резервного метода. В частности, как сказано в статье 24, пункта 2, подпункта 1, «за основу для определения таможенной стоимости может быть принята стоимость сделки с идентичными или однородными товарами, произведенными в стране иной, чем страна, в которой произведены оцениваемые товары». На это и резервный метод, что позволяет такие послабления в отношении определения таможенной стоимости. При использовании других 5 методов такого рода послабления (вместо одной страны, производящей данный товар, ориентироваться на условия «страны иной») не допускаются.

Достаточно подробно изложена новая статья Закона о таможенном тарифе — статья 19.1 «Дополнительные начисления к цене, фактически уплаченной или подлежащей уплате». Эта новая статья расширяет представления о применении 1-го метода таможенной оценки — «метода по стоимости сделки с ввозимыми товарами». В этой статье представлен исчерпывающий перечень. Это означает, что никакие другие платежи, кроме тех, что перечислены в статье 19.1, не могут учитываться при определении таможенной стоимости в соответст-

вии с этим методом. Это специально отмечено в пункте 3. Перечень учитываемых расходов, представленный в этой новой статье, является своеобразной нормой, которая является общей для всех применяемых методов, несмотря на то что она сформулирована применительно лишь к 1-му методу.

Совершенствование организации сбора денежных средств в пользу бюджета в рамках таможенной службы происходит и вне рамок 6 методов определения таможенной стоимости. Так, в мае 2006 г. ФТС ввел новые таможенные пошлины для дистрибьюторов компьютерной техники. Они увеличились примерно в 2 раза. Конечно, дистрибьюторы этим были недовольны. Ведь «ставки рассчитывались не от оптовых (так должно быть по закону. — В.Р.), а от розничных цен».¹

Интересно, что такой шаг ФТС совершила лишь после того, как «запросила у участников рынка прайс-листы с реальными ценами на товары». Именно по этим документам, добавляет журнал «Компания», «были вычислены новые ставки».²

Приходится удивляться, почему таможенная служба самостоятельно не смогла собрать информацию о розничных ценах. Отметим, что при этом произошел отход от условий применения 1-го метода, основывающегося на ценах сделки, т.е. на оптовых ценах.

В ведомственном журнале ФТС «Таможня» с разбором всех этих нововведений выступила Л. Бондарь, начальник отдела Департамента налоговой и таможенно-тарифной политики Министерства финансов РФ. Вывод этого специалиста неутешителен: «Никаких переворотов и революций в части законодательства по таможенной стоимости никто и не планировал». «Мне непонятно, — добавляет Л. Бондарь, — откуда взялись ожидания отдельных участников ВЭД, может быть, отчасти таможенных органов, что будут какие-то радикальные изменения... Применительно к вступившему в силу нормативному акту (имеется в виду Федеральный закон. — В.Р.) надо иметь в виду конкретизацию, уточнение, более четкий перевод терминов и целых положений (странно, разве новый закон — собрание переводов «терминов и целых положений»? — В.Р.), а также более подробное изложение».³

Для Л. Бондарь вполне естественным сохранение устаревших методов. Так удобно работать, ничего не меняя. Мне же кажется, что изменения здесь уже давно назрели.

Кроме того, ФТС России пытается наладить использование в таможенном деле информации о ценах на биржевые товары. Об этом говорилось в приказе ФТС России от 04.05.2006 № 422 «О контроле документов, связанных с применением процедуры перемещения товаров трубопроводным транспортом», подписанном еще прежним руководителем ФТС России А.Е. Жериховым. Этот документ систематизировал условия взимания пошлин, налогов в зависимости от стоимости экспортируемой сырой нефти. Цена контракта на поставку нефти, специально выделим это обстоятельство, является совершенно безразличным обстоятельством для установления указанных денежных взи-

¹ // Компания. 2006. № 20. С. 16.

² Там же.

³ // Таможня. 2006. Июль. № 14. С. 10.

маний в доход государства. Дело в том, что (согласно приказу) «пошлины на экспорт нефти взимаются по шкале, зависящей от цены на рынке (т.е. на бирже. — В.Р.), а не от цены контракта».¹

Этот документ ФТС России позволяет контролировать механизм ценообразования на поставку сырой нефти вне трубопроводного транспорта. Речь идет о «несколько заниженных по цене сделок с собственными трейдерами нефтяных компаний».² За счет этих заниженных цен они (нефтяные компании) «имеют возможность аккумулировать средства за пределами России».³ Эти не вполне легитимно аккумулированные средства складываются за счет уменьшения установленных ставок поступлений в бюджет от экспорта сырой нефти, взимаемых на таможне. Насколько велик этот «теневой экспорт» капитала? По разным оценкам он составляет сейчас 6—9 млрд долл. в год.⁴

Нас эта проблема интересует в несколько иной плоскости. Мы имеем в виду, что описанный порядок ориентации на «цены рынка» существенно отличается от схемы определения величины таможенных пошлин, налогов, представленных в ТК РФ, а также в Законе № 144-ФЗ «О внесении изменений в Закон Российской Федерации «О таможенном тарифе». Эти отклонения от законодательных условий нам представляются вполне оправданными. Систематизируем эти уже состоявшиеся отклонения.

Определение стоимости экспортируемого товара (неважно, что в данном случае рассматривается такой товар, как сырая нефть) не зависит от мнения декларанта. А ведь согласно ст. 131 ТК РФ «в целях подтверждения заявленной таможенной стоимости (заявленной декларантом. — В.Р.) декларант обязан представить документы, обосновывающие заявленную таможенную стоимость». В соответствии же с Приказом ФТС России от 04.05.2006 № 422 ничего этого делать не надо: сами таможенные органы установят таможенную стоимость товара.

Декларант в описанном механизме вовсе не фиксирует «избранный им метод определения таможенной стоимости» (п. 4 ст. 131 ТК РФ). Ни один из 6 методов определения таможенной стоимости при этом не будет востребован. Зачем тогда эти методы, если сам рынок представляет информацию о рыночной стоимости экспортируемого (импортируемого) товара?

Все эти процедуры осуществляются напрямую, без посредника между экспортером (импортером) и таможенными органами, то есть в них не участвуют брокеры. По нашему глубокому убеждению, так и должно быть. Мы полагаем, что степень участия посредников в таможенных процедурах должно постепенно изменяться. Этому посвящен отдельный раздел данной работы.

Теперь возвращаемся к товару, фигурирующему в представленных новых таможенных процедурах — сырой нефти. Стоит отметить, что 08.06.2006 на срочном рынке российской биржи PTC FORTS «начались торги среднесрочными контрактами на нефть марки Urals. Кроме того, там же торгуются фью-

¹ // Коммерсантъ от 16.05.2006.

² Там же.

³ Там же.

⁴ Там же.

черсы на российское золото».¹ Но до настоящей биржевой торговли сырой нефтью и нефтепродуктами еще далеко, она начнется только в 2007 г.

Одно из выявленных направлений развития коррупционных связей на российской таможне до последнего времени было связано с квотированием импортных поставок мяса. Мясо, получаемое в рамках квот, облагалось пониженной пошлиной, которая в среднем в 3 раза ниже, чем для сверхквотных поставок.² Согласно материалам Генпрокуратуры России, в 2005 г. на основании незаконно выданных в Минэкономразвития России квот было ввезено в Россию значительное количество мяса по заниженной ставке таможенных пошлин. Со слов источника «Коммерсанта», «торговля квотами чиновникам МЭРТа шла постоянно. В 2004 г. получение лицензии на ввоз мяса стоило 30—50 долл. за тонну, в 2005 г. эти неофициальные ставки поднялись до 100—150 долл. за тонну в зависимости от вида мяса...». «Чиновников, торговавших лицензиями, мы называли жучками, — продолжил тот же источник. Эти люди часто менялись... из тех, кто в 2004—2005 гг. отвечал за квоты, в министерстве практически никого не осталось».³ Они, можно сказать, умыли руки.

В заключение я хочу отметить, что вопросы определения таможенной стоимости не сводятся только к обсуждению условий применения 6 методов ее оценки. Рассмотрение этих вопросов, как оказалось, охватывает весьма широкий круг проблем гражданского законодательства. Именно эти проблемы рассматриваются в следующей части работы. При этом хочу специально подчеркнуть, что совершенствование условий определения таможенной стоимости, безусловно, должно проходить исходя из основных требований Закона «Об оценочной деятельности».⁴

¹ // Коммерсантъ от 09.06.2006

² // Коммерсантъ от 05.05.2006.

³ Там же.

⁴ К слову сказать, определенное «тяготение» к этому закону демонстрируют и специалисты в области таможенного права. Так, С.В. Халипов, комментируя ст. 430 ТК «Распоряжение товарами и транспортными средствами, являющимися вещественными доказательствами по делам об административных правонарушениях», затрагивает и условия их реализации в ст. 431 ТК. Он выделяет п. 3 ст. 431, который гласит: «Реализация товаров и транспортных средств производится по ценам, определяемым в соответствии с законодательством Российской Федерации об оценочной деятельности». По мнению С.В. Халипова, это положение ТК ориентирует на учет рыночной стоимости указанных объектов (Халипов С.В. Таможенное право. М.: Зерцало-М, 2004, С. 270).

Но тогда вполне естественна постановка вопроса о расширении методов оценки рыночной стоимости и на всю совокупность таможенных товаров.

Глава 14

Таможенная стоимость и ее оценка¹

Взаимосвязь рациональной организации таможенного дела и эффективной экономической политики (макроэкономические аспекты импортозамещения и экспортной ориентации)

Условия установления взаимосвязи разумной организации таможенного дела в России и осуществление эффективной экономической политики зависят, как считают академик В. Полтерович и профессор В. Попов, от стадийности модернизации экономики страны. Они приводят пример Японии, выделяя 4 фазы японской экономической политики.

Сначала происходило восстановление разрушенной во время войны экономики. При этом «слабые отрасли защищались высокими тарифами».²

Это:

- 1-я стадия — 50-е гг. прошлого столетия;
- 2-я стадия (60-е гг.) связана с «быстрым увеличением экспорта». В это время государство поддерживало формирование крупных предприятий, растущая часть производства которых ориентировалась на экспорт;
- 3-я стадия (70-е гг.) — развитие высокотехнологичных производств. «Усиливается... поддержка малых и средних предприятий»;
- 4-я стадия, начавшаяся в середине 80-х гг., «носит уже инновационный характер».

Одновременно осуществлялись вначале мероприятия по импортозамещению (с помощью, в частности, высоких тарифов по отношению к импортируемым товарам), а затем — ускоренное развитие экспортно-ориентированных

¹ Глава написана на основе материалов брошюры, подготовленной совместно с И.В. Ожороковым (см. также Приложение 9–12).

² Полтерович В., Попов В. Четыре стадии модернизации. //Коммерсантъ от 10.05.2006.

отраслей с акцентированным вниманием к поддержке инноваций. Это означало обеспечение определенного направления эволюционного развития экономики, в частности «от импортозамещения к экспортной ориентации».¹ Этому курсу экономического развития соответствовала меняющаяся от стадии к стадии таможенная политика: от управления системой тарифов — к неселективной таможенной политике. Понятно, что осуществление специально ориентированного таможенного дела было бы невозможно в условиях неопределенности оценок стоимости товаров, пересекающих таможенные границы модернизируемой экономики. Это касается не только Японии, но и других стран «экономического чуда» — Южной Кореи и Тайваня. Близки к представленной схеме, считают В. Полтерович и В. Попов, также условия быстрого экономического развития Испании и Франции в послевоенный период.²

Вступление России в ВТО может создать достаточно необходимые условия сбалансированного осуществления политики импортозамещения и увеличения экспорта. Так, по расчетам Я. Лисоволика, если бы не «отсутствие у России статуса члена ВТО, объемы экспорта... были бы существенно выше».³ В результате обретения этого статуса российский экспорт «в долгосрочной перспективе может увеличиться на 50 %».⁴

Указанный автор справедливо, на наш взгляд, отмечает, что расширение экспортных возможностей России, связанное со вступлением в ВТО, позволит, с одной стороны, «предотвратить разрастание новых протекционистских мер» (а они усиленно лоббируются некоторыми крупными производителями не вполне конкурентоспособной продукции), а с другой стороны, станет «залогом отраслевой диверсификации российского экспорта».⁵

Отметим также, что вступление России в ВТО позволит ей «оспорить многочисленные торговые барьеры, от которых сейчас теряет миллиарды долларов».⁶ По данным Минэкономразвития, против российских компаний сейчас установлено 107 защитных мер в 19 странах мира, а также в ЕС. Ущерб от действия этих мер оценивается в 2 млрд долл. ежегодно. 90 % защитных мер, утверждает А. Кушниренко, замдиректора департамента МЭРТа, приходится на химиков, в первую очередь производителей минеральных удобрений, и «черных металлургов».⁷

Согласно оценкам, приведенным в докладе ПАСЕ, подготовленном финским парламентарием Кимо Саси, «присоединение России к ВТО... без всякого сомнения, отвечало бы интересам России». По его расчетам, Россия от вступления в ВТО получит выигрыш, оцениваемый в 19 млрд долл. ежегодно. В докладе также утверждается, что вступление в ВТО, отмечает «Коммерсантъ», приведет к повышению благосостояния практически всех слоев населения. «Тарифные ограничения, — сказано в докладе, — будут снижены в два раза».⁸

¹ Полтерович В., Попов В. Четыре стадии модернизации. // Коммерсантъ от 10.05.2006

² Там же.

³ Лисоволик Я. Потери аутсайдера. // Коммерсантъ от 18.05.2006.

⁴ Там же.

⁵ Там же.

⁶ // Ведомости от 16.05.2006.

⁷ Там же.

⁸ // Ведомости от 23.05.2006.

Ясно, однако, что вступление в ВТО потребует модернизации российского таможенного законодательства и самой организации таможенного дела, которое должно стать достаточно транспарентным и свободным от коррупционных «темных» и «серых» схем. Это предполагает, помимо прочего, организационно правильные системы оценки стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России. Эти оценки, как мы считаем, должны основываться на учете реальных цен конечной реализации этих товаров. Задача такого учета цен реализации при установлении таможенной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России, относится, как пишут «Ведомости», к числу «застарелых проблем системного характера».¹ Ведь «занижение таможенной стоимости» является, как считает «Коммерсантъ», одним из условий существования «серых» и «черных» схем растаможивания товаров. Сюда же относится и «мошенничество с так называемыми кодами ТН ВЭД», что «приводит к тому, что реальный размер таможенных платежей, он же средневзвешенный фактический тариф, меньше, чем тот процент от *стоимости* импортируемых и экспортируемых товаров, который таможене предписывает собирать действующее законодательство (формальный тариф). Сейчас, продолжает далее «Коммерсантъ», *разница* между средневзвешенным фактическим и формальным тарифом составляет как минимум 25 %, или около 100 млрд руб. в год в ценах 2005 г., только на импортных пошлинах, составляющих около 15 % от суммарных сборов таможен».²

В значительной мере эта разница возникает из-за того, что расчеты таможенной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России, не основываются в полной мере на оценках их реальной, рыночной, стоимости. Вместо рыночных цен используются суррогатные цены, занижающие существенно размеры таможенных взиманий — налогов, пошлин.

Нельзя никак утверждать, что все «серые» и «темные» схемы таможенной очистки вообще нелегитимны. Многие действия таможенных органов основываются на действующем законодательстве. Впрочем, такая ситуация характерна не только для таможни. Об этом пишет А. Привалов, напрямую связывая злоупотребления в банкротстве российских предприятий в середине 90-х гг. с действующим в то время законодательством в этой сфере. Так, один из бывших руководителей ведомства по делам о банкротстве (сейчас упраздненного) рассказал историю появления Закона (о банкротстве. — В.Р.): «олигархи и полуолигархи, не поспевшие в желаемой мере к приватизации, пролоббировали универсальный инструмент захвата собственности... Партнером-исполнителем по захвату собственности они сознательно сделали арбитраж, «благо они ни за что не отвечает», для чего и дали суду безграничные полномочия по распоряжению активами».³

Некоторые действия таможенных органов, наносящие ущерб государственным интересам, на наш взгляд, представляют использование законодательства о таможенном деле. Мы полагаем, что это применимо и к Закону о таможенном тарифе, принятому в 1993 г. Этот ныне действующий Закон «не улуч-

¹ // Ведомости от 12.05.2006.

² Два тарифа для ФТС. // Коммерсантъ от 13.05.2006.

³ Привалов А. Любитель отечества. Спб.: Амфора. 2006. С. 183.

шается — он порочен не в деталях... (в 2006 г. его немного «подтянули», внося малозначимые изменения. — В.Р.), а в самой концепции, согласно которой участникам процесса допускается принимать решения, за которые они *в принципе* не могут отвечать и не отвечают».¹ Сказанное о Законе о банкротстве применимо и к Закону о таможенном тарифе.

Законодательные условия оценки таможенной стоимости

В современных условиях оценка стоимости товаров при осуществлении необходимых процедур в рамках таможенного дела приобретает все более существенное значение.

Это по существу основополагающий пункт самой организации таможенного дела в Российской Федерации. Согласно действующему законодательству, таможенное дело «представляет совокупность методов и средств обеспечения соблюдения мер таможенно-тарифного регулирования и запретов, и ограничений, установленных в соответствии с законодательством РФ о государственном регулировании внешнеторговой деятельности, связанных с перемещением товаров и транспортных средств через таможенную границу» (Таможенный кодекс РФ 2004 г., ст. 1, п. 2; далее — ТК).

В последнее время организация таможенного дела вообще и механизм определения стоимости товаров, пересекающих таможенную границу Российской Федерации, в частности привлекают особое внимание государственных структур. Это вызвано выявленными злоупотреблениями на таможне, которые зачастую проявляются в фактах «манипуляции с таможенными пошлинами и... с НДС».² Исходное условие таких манипуляций — занижение таможенной стоимости товаров. При этом действующие схемы определения таможенной стоимости товаров открывают широкие возможности для подобных злоупотреблений. Объясняется это устаревшими принципами определения таможенной стоимости, которые зафиксированы в действующем законодательстве с 1993 г. (см. об этом в предыдущей главе).

Законодательство Российской Федерации о таможенном деле состоит из самого Кодекса, Закона РФ от 21.05.1993 «О таможенном тарифе» (далее — Закон) и других законодательных актов РФ, в т.ч., как мы считаем, и Закона об оценочной деятельности, в котором в ст. 8 «Обязательность проведения оценки объектов оценки» сказано, что «проведение оценки объектов оценки является обязательным — при проведении оценки объектов оценки в целях контроля за правильностью уплаты налогов при исчислении налогооблагаемой базы».

Дело в том, что таможенные органы, в соответствии со ст. 30 НК, обладают «полномочиями налоговых органов». В частности, как отмечено в ст. 34 НК, «таможенные органы пользуются правами и несут обязанности налоговых ор-

¹ Там же. С. 183–184.

² Грозов А. Вторая таможенная война. // Эксперт. 2006. № 18. С. 83.

ганов по взиманию налогов и сборов при перемещении товаров через (таможенную) границу Российской Федерации».

В статье 322 ТК «Объект обложения таможенными пошлинами, налогами» определено, что «объектом обложения таможенными пошлинами, налогами являются товары, перемещаемые через таможенную границу. Налоговой базой для целей исчисления таможенных пошлин, налогов является *таможенная стоимость* товаров и (или) их *количество*».¹

Такое разделение товаров в интересах определения налоговой базы, т.е. по стоимости, с одной стороны, и по количеству, с другой стороны, объясняется особенностями определения размеров таможенных пошлин и налогов. В одном случае эти размеры устанавливаются в зависимости от стоимости — *ad valorem*, в другом — от технических или иных материальных характеристик количества товаров.²

Согласно ст. 338 ТК 2004 г., к таможенным платежам относятся следующие взимания в денежной форме:

- ввозная таможенная пошлина;
- вывозная таможенная пошлина;
- налог на добавленную стоимость...;
- акциз...;
- таможенные сборы.

Как свидетельствует журнал «Эксперт», «таможня сегодня обеспечивает более 50 % поступлений в российский бюджет».³

Что касается определения таможенной стоимости, то она исходно вначале фиксируется декларантом «согласно методам определения таможенной стоимости, установленным законодательством Российской Федерации...» (ст. 323 ТК «Порядок определения и заявления таможенной стоимости товаров»). Это означает, что нормативная документация *относительно методов оценки стоимости*, в частности принимаемая таможенными органами стоимость, должна быть производной (и это принципиальное условие ТК) по отношению к законодательно фиксируемым методам оценки таможенной стоимости. Сейчас набор этих методов зафиксирован в отмеченном выше Законе о таможенном тарифе.

¹ Таможенные пошлины — денежные суммы, взимаемые государственными органами при провозе товаров через границу. Различают по направлению торговых потоков — импортные (ввозные), экспортные (вывозные) и транзитные пошлины; по форме — адвалорные, специфические и смешанные пошлины; по способу установления — автономные (введенные государством) и конвенционные (устанавливаются с помощью двусторонних торговых или многосторонних договоренностей — тарифных раундов в рамках Всемирной торговой организации (бывшее ГАТТ); по мотивам введения — фискальные, протекционистские и покровительственные пошлины. Таможенные пошлины — составная часть расходов на приобретение товара. Таможенные пошлины в отличие от других торговых ограничений (количественных ограничений, контингентных) не отменяют действия рыночного механизма, они совместимы с системой рыночной экономики. С точки зрения финансовой науки тарифные пошлины — налог, который взимается государственными таможенными органами в соответствии с таможенными тарифами в процессе товарообмена между государствами» (Энциклопедический словарь Габлера «Экономика и право» М.: Большая Российская Энциклопедия, 1998. С. 188).

² «Адвалорная пошлина — таможенная пошлина, величина которой измеряется на основе цены товара, составляющего таможенный груз, и исчисляется в процентах от стоимости товара. Преимущества адвалорной пошлины — автоматическая подстройка к ценам и применимость к обложению как дорогих, так и дешевых товаров. В то же время адвалорная пошлина недостаточно обеспечивает защиту внутреннего рынка, т.к. влияние ее уменьшается в периоды затруднений со сбытом и падения цен, а в периоды бума — увеличивается. Кроме того, расчет адвалорной пошлины на основе стоимости товаров оказывается более сложным, чем определение веса, подлежащего таможенному обложению. Таможенные тарифы большинства государств ориентированы преимущественно на адвалорные пошлины» (словарь Габлера, с. 8).

³ // Эксперт. 2006. № 18. С.83.

Однако руководство таможенной службы, сознавая, что этот Закон во многом устарел, пытается с помощью нормативных актов оперативно вносить изменения в условия определения таможенной стоимости. Такие действия можно понять. Но нужно понимать и то, что согласно законодательству, в частности положениям, зафиксированным в ТК, такие действия должны все же оформляться в рамках соответствующих законодательных актов.¹

Эти методы должны соответствовать Закону об оценочной деятельности, принятому Государственной думой в июне 1997 г. Позднее в этот Закон были внесены поправки, среди которых самые существенные были зафиксированы в 2006 г.

В настоящее время такое соответствие не обеспечивается Законом о таможенном тарифе. В связи с этим мы считаем целесообразным хотя бы добавить в ст. 8 Закона об оценочной деятельности положение о том, что «проведение оценки объекта оценки является обязательным» также «при проведении оценки объектов оценки в целях контроля за правильностью уплаты таможенных пошлин, налогов и сборов, поступающих в федеральный бюджет Российской Федерации».

Это положение, с одной стороны, уравнивает условия обязательности проведения оценки объектов оценки в отношении как собственно налоговых органов (об этом сказано в ст. 8 указанного Закона), так и таможенных органов, которые, повторим, «несут обязанности налоговых органов». С другой стороны, указанное выше дополнение фактически создает условия для определения правильности уплаты таможенных пошлин, налогов как бы с внешней стороны, со стороны структур, непосредственно не связанных с деятельностью таможенных органов и не подчиненных им. Причем понятно, что главным объектом контролирующих действий со стороны таких структур, внешних по отношению к таможенным органам, должно быть установление того, насколько правильно определена *таможенная стоимость* товаров, пересекающих таможенную границу России.

Ясно также и то, что в определении достоверности оценки таможенной стоимости должны участвовать и независимые оценщики. Сейчас же они никак не связаны с проведением оценочных процедур в рамках организации таможенного дела. Присутствие *независимых оценщиков* — этой по существу третьей стороны помимо декларантов, т.е. лиц, которые предъявляют товары на таможне, и представителей таможенных органов позволит в особых случаях (специально подчеркиваем, это не должно быть всеобщим условием) правильно устанавливать рыночную стоимость отдельных видов товаров, пересекающих таможенную границу.

Действующий порядок определения таможенной стоимости ограничивает роль представителей таможенных органов, как ни странно, пассивным участием в этой процедуре. Все дело в том, что активно действующим лицом в рамках этой процедуры выступает сам декларант. Ведь именно на него возложена ТК обязанность объявления таможенной стоимости. Так, согласно ст. 323 ТК «Порядок определения и заявления таможенной стоимости», таможенная сто-

¹ Однако это принципиальное требование ТК нередко игнорируется, что связано с несовершенством самого ТК в части определения таможенной стоимости. При этом отход от условий ТК может оказаться полезным, об этом ниже.

имость определяется декларантом. Но поскольку он (декларант) заинтересован в силу естественных причин и объективных обстоятельств в *занижении* таможенной стоимости (от величины которой устанавливаются уплачиваемые именно им пошлины и налоги), то логика его действий направлена на то, чтобы он никогда не поступал во вред самому себе. И уж никак нельзя ожидать от него *завышения* объявленной им же таможенной стоимости. (Хотя заметим, что бывает и такое, но подобные случаи носят чисто криминальный характер. Мы же рассматриваем вполне законные процедуры.)

Поскольку же заинтересованность представителей таможенных органов в установлении *правильной* величины таможенной стоимости существенно слабее, чем сугубо *личная* заинтересованность декларанта в ее *занижении*, то исходная позиция этих представителей должна заключаться в том, чтобы иногда (далеко не всегда так бывает на деле) сформулировать определенные сомнения в том, что объявляемая декларантом стоимость действительно соответствует истинной ценности (рыночной стоимости) принадлежащих ему товаров. (Мы оставляем в стороне роль перевозчиков, таможенных брокеров, т.е. других «заинтересованных лиц», «интересы которых затрагиваются решениями, действиями (бездействием) таможенных органов в отношении товаров... непосредственно и индивидуально» (ТК, ст. 11, п. 18).)

В случае, если эти «сомнения» не подкреплены реальными оценками стоимости товаров (а как это сделать, если нет информации?), позиция представителей таможенных органов в конечном счете трансформируется — или в признание объявленной декларантом таможенной стоимости, или в принятие заведомо компромиссного решения, устраивающего обе стороны как раз *за счет интересов государства*.

Таким образом, сами законодательные условия по существу не фиксируют необходимые условия установления рыночной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России, которая бы соответствовала их истинной ценности. Пассивная же роль таможенных органов в рамках этой процедуры объясняется еще и тем, что они не располагают современной базой данных, без использования которой невозможна их сколько-нибудь активная роль в установлении таможенной стоимости товаров в соответствии с рыночными условиями.

Отметим, что в самом ТК РФ вообще отсутствует упоминание об информационном обеспечении механизмов определения таможенной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России. В ст. 358 ТК «Принципы проведения таможенного контроля» сказано лишь о том, что, «при проведении таможенного контроля таможенные органы исходят из *принципа выборочности*...». Правда, не совсем понятно, что это за принцип и как можно «выборочно» контролировать правильность установления таможенной стоимости товаров, от которой (стоимости) зависит величина соответствующих поступлений в федеральный бюджет.

В этой же статье (ст. 358) представлены достаточно туманные положения (п. 2.) о том, что «при выборе форм таможенного контроля используется *система управления рисками*». Интересно было бы узнать, каким образом в рамках таможенного контроля применяется эта система? И какими рисками управляет

эта система? На самом деле приведенные выше положения применяются лишь в отношении одного-единственного риска. Ведь под риском в этой статье ТК «понимается вероятность несоблюдения таможенного законодательства Российской Федерации». Но тогда возникает вполне очевидный вопрос: а причем здесь «система управления рисками»? Возьмем на себя смелость утверждать, что таможенные органы никакими рисками вообще не управляют. А «система управления рисками» не более чем затуманивающая истинное положение дел бюрократическая выдумка, но кодифицированная (т.е. прописанная в ТК), тем более что речь идет всего лишь об одном риске — риске нарушения декларантом таможенного законодательства. Но, строго говоря, он вовсе не относится к той категории рисков, с которыми имеют дело экономисты, в т.ч. и те, которые заняты в таможенных органах. Риск — это «элемент неопределенности, который может отразиться на деятельности того или иного хозяйствующего субъекта или на проведении какой-либо экономической операции».¹ И далее: «любая экономическая деятельность подвержена неопределенности, связанной с изменениями обстановки на рынке, т.е. в значительной степени с поведением других хозяйствующих субъектов, их отношениями и решениями».²

Возможность же нарушения «таможенного законодательства» вовсе не является таким риском. Это обычная ситуация известной «определенности» (а вовсе не неопределенности) появления тех или иных отклонений от действующих норм организации таможенного дела, в т.ч. и прямого нарушения законодательно установленных требований. Как можно управлять этим «риском»? Надуманность этих законодательных формулировок представляется здесь вполне очевидной.

Приходится удивляться, как могло пройти указанное положение ТК о «системе управления рисками». И совсем удивительно, что вся эта система свелась лишь к одному риску — «вероятности нарушения законодательства». На наш взгляд, такое понимание проблемы «управления рисками» в рамках таможенного дела свидетельствует об отсутствии в таможенной практике методов, с помощью которых «риск стал в известной мере прогнозируемым и в большинстве случаев поддающимся... измерению».³ Заметим, без самих измерений рисков нельзя построить какую-либо систему управления ими.

Надо сказать, что категории рисков вообще «не повезло» в ТК. Мало того что они сводятся лишь к «риску нарушения таможенного законодательства», эта категория трактуется совершенно неверно. Так, в п. 3. той же статьи 358 утверждается, что «таможенные органы применяют методы анализа рисков для определения товаров... подлежащих проверке...». Как можно применить «анализ рисков» для установления товаров, которые следует проверять таможенным органам?

И еще одно странное утверждение той же статьи (п. 4): «Федеральная служба, уполномоченная в области таможенного дела, определяет *стратегию* таможенного контроля исходя из *системы мер оценки рисков*». Это утверждение кажется странным потому, что «под риском понимается вероятность несоблюдения

¹ Бернар и Колин. Толковый энциклопедический и финансовый словарь. Т. 2. М.: Международные отношения, 1994. С. 500.

² Там же.

³ Там же.

ния законодательства...». Можно ли измерить такую вероятность? Вряд ли. Странно это еще и потому, что никакой «системы мер оценки рисков» в таможенном деле реально не применяется. Зачем же в серьезный по своему конечному назначению документ (ТК РФ) нужно было «загонять» неправдоподобное положение о «системе мер оценки рисков», да еще с помощью отдельной поправки, принятой Госдумой 29.06.2004, т.е. после того, как кодекс вступил в силу (с 01.01.2004)? К чему это, если никакой подобной «системы мер» на таможне не было, да и сейчас нет?

Факторы установления таможенной стоимости. Таможенная оценка¹

Согласно ст. 131 ТК декларант не только заявляет таможенному органу таможенную стоимость товара, пересекающего таможенную границу. Он еще обязан представить документы, обосновывающие заявленную таможенную стоимость и *избранный им* метод установления стоимости товара. Какова же при этом роль таможенных органов? Они предоставляют список этих методов, и сам декларант должен выбрать из этого списка тот метод, который в наибольшей мере подходит для оценки стоимости принадлежащих ему товаров, пересекающих таможенную границу России (эти методы представлены в *Главе 13*).

Повторим, что набор методов определения таможенной стоимости должен определяться в законодательном порядке. Об этом сказано в п. 1 ст. 323 ТК: «Таможенная стоимость товаров определяется декларантом согласно методам определения таможенной стоимости, установленным *законодательством Российской Федерации*...». Это означает, что никакие нормативные акты, издаваемые, скажем, ФТС России в отношении способов определения стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России, не являются, строго говоря, *легитимными*. Только законодательство может регламентировать набор этих методов и условия применения каждого из них. (Руководители таможенной службы нередко вводят новые методы определения таможенной стоимости. И хотя, как нам кажется, некоторые из новаций подобного рода вполне разумны, они не прошли процедуру законодательного оформления, как того требует ТК РФ (ст. 323).)

Выбрав из набора методов тот способ расчета таможенной стоимости товаров, который в наибольшей мере устраивает самого декларанта, он представляет их оценку (стоимость) в таможенный орган. Сведения о таможенной стоимости являются, согласно ст. 124 ТК, обязательным элементом декларирования товаров (п. 2, п.п. 4).²

¹ Глава написана по материалам совместной (с В.Ф. Балахиным) публикации.

Это определение — «таможенная оценка» использовалось в Законе о таможенном тарифе в ст. 12 «Система определения таможенной стоимости» до ее изменения в рамках 144-ФЗ. В новой редакции ст. 12 указанное определение исчезло. И думается, что зря. Ведь таможенная стоимость устанавливается в результате оценочных процедур. Так что выражение «таможенная оценка» можно считать вполне уместным.

² Помимо этого таможенная стоимость используется для следующих целей: «внешнеэкономической и таможенной статистики; применения иных мер государственного регулирования торгово-экономических отношений, со стоимостью товаров, включая осуществление валютного контроля» (Романова Е. Таможенное право. М. — СПб.: Питер, 2006. С. 147).

Сам же набор методов определения таможенной стоимости товара представлен в действующем Законе «О таможенном тарифе».¹ Этот Закон неоднократно подвергался изменениям. Последние из них зафиксированы Федеральным законом от 08.11.2005 № 144-ФЗ. Изменения, сформулированные этим Законом, вступили в силу с 01.07.2007.

Согласно последним изменениям, представленным в 144-ФЗ, устанавливаются «основные принципы определения таможенной стоимости товаров, ввозимых на таможенную территорию Российской Федерации». Они изложены в статье 12 Закона РФ №5003-1 («О таможенном тарифе»).

Самые важные положения заключаются в том, что, согласно новой редакции ст. 12, «определение таможенной стоимости товаров, ввозимых на таможенную территорию Российской Федерации, основывается на принципах определения таможенной стоимости товаров, установленных нормами *международного права и общепринятой международной практики*». Это означает, что условия установления таможенной стоимости *должны соответствовать* международным схемам таможенной оценки.

Заметим, однако, что положения о таком соответствии все-таки во многом остались на словах и методы определения таможенной оценки на деле воспроизводят с несущественными изменениями подходы, зафиксированные в Законе РФ от 21.05.1993 № 5003-1, которые, на наш взгляд, существенно отличаются от «международной практики».²

В новом Законе (144-ФЗ) потребовалось уточнить термины и определения, используемые в Законе «О таможенном тарифе» (1993 г., № 5003-1). В частности, в ст. 5 «Основные понятия» представлены отсутствовавшие в прежнем законе определения идентичных и однородных товаров, а также «товаров того же класса или вида».

«Идентичные товары, отмечается в 144-ФЗ, одинаковые во всех отношениях, в т.ч. по физическим характеристикам, качеству и репутации». Здесь, однако, не совсем понятно, что означает определение «репутация товара». И может ли быть одинаковой репутация товаров, «одинаковых во всех отношениях»?

Далее оказывается, что даже идентичные товары могут иметь, сказано в 144-ФЗ, «незначительные расхождения во внешнем виде». И тут остается вопрос о том, насколько допустимы «незначительные расхождения» с тем, чтобы их наличие не отразилось на условиях установления идентичности разных товаров.

Несколько загадочно звучит утверждение о том, что, даже если есть «незначительные расхождения», они «не являются основанием для отказа в рассмотрении таких товаров, как идентичные». Создается впечатление, что решение — что считать и что не считать «идентичными товарами» — складывается на основе субъективных оценок самих таможенных органов.

¹ Закон 1993 г. «воспринял целый ряд положений Закона СССР «О таможенном тарифе» от 26.03.1991, который, отмечено в учебнике «Таможенное право», следует признать утратившим юридическую силу в связи с принятием нормативного правового акта с равной юридической силой и регулирующего однородные общественные отношения» (Таможенное право: Учебник. 2-е издание. Под редакцией М. Рассолова и Н. Эриашвили. М.: Юнити, 2006. С. 211).

² Стоимостные оценки применяются также при квотировании товаров. «Квотирование — это установление количественных и (или) стоимостных ограничений на перемещение товара через таможенную границу государства. Данный метод нетарифного регулирования таможенных правоотношений применяется в большинстве стран мира» (Романова Е. Таможенное право. С. 55).

Примерно то же можно сказать и относительно определения «однородные товары», которое дано в 144-ФЗ. Здесь особенно сомнительно утверждение о том, что к числу «однородных товаров» могут быть отнесены «коммерчески взаимозаменяемые» с «оцениваемым товаром». Как установить такую «коммерческую взаимозаменяемость» и что она означает? Здесь также существенное влияние на принятие соответствующих решений оказывают субъективные представления таможенников. Этому способствует сама неопределенность понятия, отсутствующего в экономическом лексиконе.

Методы определения таможенной стоимости неравноценны. «Первоосновой для таможенной стоимости», отмечается в п. 2 ст. 12 №144-ФЗ, «является стоимость сделки». Несколько необычное для юридического документа столь высокого ранга, как Федеральный закон, высокопарное слово «первооснова» означает лишь первый, приоритетный метод определения таможенной стоимости. Если затруднительно определение таможенной стоимости с помощью первого метода, возможен последовательный переход ко второму методу, а затем к третьему; при невозможности использования трех первых методов не возбраняется произвольно применять оставшиеся. Если и они окажутся несостоятельными, согласно п. 2 ст. 12 № 144-ФЗ, используется резервный метод.

Оправданно ли применение лишь одного метода для определения таможенной стоимости? Это **первый вопрос** по поводу оценочных процедур на таможне. Оценочная деятельность базируется на перекрестном использовании разных методов оценки стоимости объектов.

А. Дамодаран полагает, что «оценка не является наукой, что бы ни говорили некоторые из ее поборников... Здесь едва ли удастся избежать определенной степени предвзятости в полученных оценках».¹ Это верно и в отношении условий определения стоимости как товаров, в частности таможенной оценки, так и отдельных фирм в целом. По мнению коллектива авторов «Руководства по оценке стоимости бизнеса», такую предвзятость, т.е. субъективизм оценки, в известной мере можно преодолеть с помощью использования применительно к одному и тому же объекту разных методов оценки. Это доказывает необходимость применения различных принципов и подходов при оценке стоимости компаний.² Об этом я писал в самом начале этой книги.

Мы полагаем, что определение таможенной стоимости товаров, или таможенная оценка, не может, как правило, основываться на одном методе, за исключением биржевых товаров.³ Таможенная оценка двумя-тремя методами относительно более объективна, а следовательно, менее предвзята.

Нам представляется архаичным законодательно оформленное в 1993 г. требование проведения таможенной оценки на основе лишь одного из шести методов. «Для получения многоаспектной перспективы аналитики стараются производить оценку, — пишут Р. Рейли и Р. Швайс, — с использованием отдельных методов... Окончательное заключение об оценке стоимости обычно

¹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. С. 2—3.

² Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000. С. 15.

³ Товаров, цены которых определяются на бирже. См. Приложение.

основывается на синтезе показателей, сформированных в результате применения различных альтернативных методов оценки».¹

Второй вопрос относительно применения методов оценки таможенной стоимости товаров заключается в следующем: насколько соответствует сложившейся оценочной практике ориентация на единичные сделки? Мы думаем, что такая ориентация, зафиксированная в Законе о таможенном тарифе 1993 г. и подтвержденная в Законе о поправках к нему от 08.11.2005 № 144-ФЗ, не отражает современных подходов к оценке стоимости объектов на базе сравнительного подхода, лежащего в основе применяемых 6 методов определения таможенной стоимости. Для исключения случайных колебаний цены сделок этот подход обязательно предполагает применение на основе достаточного объема информации данных о состоявшихся сделках. Речь идет об определении характеристик рыночного спроса, «суммарного значения всех индивидуальных требований определенного товара или услуги», тогда как методы определения таможенной стоимости ориентируются на выявление «индивидуального спроса на товар».² Для использования подхода, основанного на сравнении аналогов, консультант (оценщик) должен иметь «доступ к огромному массиву информации».³

«Вопреки расхожему мнению, — пишет Р.К. Майлз, американский оценщик, — цена не то же самое, что стоимость. Единичная сделка или малое их количество не формируют рынок. Рынок формирует совокупность цен, по которым совершены сделки (не все цены сделок, добавляет он в скобках, являются справедливыми, однако и они участвуют в формировании рынка...). Очевидно, что утверждение, будто рыночная стоимость — это одна-единственная цена, неправильно... Мы категорически отвергаем нереалистичные представления о рыночной стоимости как о единственно возможной величине... Рыночная стоимость — это диапазон значений...».⁴

Следует отметить, что понимание весьма ограниченного значения информации относительно единичных сделок как базы формирования таможенной стоимости все же нашло отражение в одной поправке к Закону о таможенном тарифе (от 08.08.2001 № 126-ФЗ). Эта поправка касается установления вывозных таможенных пошлин. Приведем формулировку этой поправки: «Правительство Российской Федерации осуществляет мониторинг цен на нефть сырую марки «Юралс» на мировых рынках нефтяного сырья (средиземноморском и роттердамском) в целях определения средней цены за период мониторинга. Периодом мониторинга... являются каждые два календарных месяца, начиная с 01.11.2001». Дальше в Законе приводятся технические детали определения вывозной таможенной пошлины на сырую нефть. Важно отметить самый существенный момент этих расчетов: они основываются на информации о массовых, а не единичных сделках по продаже товаров. Отсюда и достаточно очевидное противоречие между общим подходом к оценке таможенной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России, и частным случаем установления таможенной оценки в отношении сырой нефти.

¹ Рейли Р., Швайс Р. Оценка нематериальных активов. М.: Квинто-Консалтинг, 2005, с. 175

² Менкью Н.Г. Принципы экономики. М. — СПб. Интер, 1999; с. 92.

³ Филиппен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2000. С. 177

⁴ Майлз Р.К., Уэст Т.Л., Джонс Д.Д. Пособие по оценке бизнеса. Пер. с англ. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. С. 204–205.

Третий вопрос, связанный с применением 6 методов определения таможенной стоимости, сводится к возможности выявления с их помощью рыночной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу. Как отмечается в Международных стандартах оценки, «профессионально полученные значения рыночной стоимости являются объективной оценкой... В этом определении подразумеваются понятие «рынка в целом», обобщающая деятельность и мотивация множества участников, а не заранее представленный взгляд... или... интересы конкретного лица».¹ Практикуемые российскими таможенниками методы определения таможенной стоимости никак не ориентированы на выявление рыночной стоимости товара.

В связи с этим довольно странно выглядит положение п. 6 ст. 12 Закона от 08.11.2005 № 144-ФЗ о том, что «в целях обеспечения законности, единообразия и беспристрастности... не должна использоваться *произвольная или фиктивная* таможенная стоимость товара». Странность этого утверждения заключается в том, что применяемые методы таможенной оценки вовсе не исключают возможность произвольного определения таможенной стоимости. Непонятно, что такое «фиктивная таможенная стоимость товара». Может быть, имеется в виду та стоимостная характеристика товаров, которая получена вне рамок указанных методов? Именно по этому пути и продвигается в последнее время практическая работа таможенных органов. Получается, что 6 методов существуют сами по себе и зачастую при определении таможенной стоимости вообще обходятся без них.

Четвертый вопрос в определенной степени связан с предыдущими. Речь идет о ст. 20 Закона о таможенном тарифе (в редакции от 08.11.2005 № 144-ФЗ). В отношении применения второго метода она утверждает (на основе единичных сделок с идентичными товарами) следующее (п. 4): «Если выявлено наличие более одной стоимости сделки с идентичными товарами... для определения таможенной стоимости оцениваемых товаров применяется *самая низкая из них*».²

Вопрос заключается в том, почему «самая низкая цена», а не «средняя цена»? Ведь самая низкая цена состоявшихся сделок в отношении так называемых идентичных товаров может отражать совершенно необычные условия продажи товара, вовсе не характерные для установления рыночной цены на него. Вполне возможно, что эта «самая низкая цена» являлась следствием ошибочных действий таможенных органов или введения их (органов) в заблуждение декларантом. Когда-то зафиксированная ошибочная конкретная цена («самая низкая») в последующем не может учитываться при определении таможенной стоимости других товаров. Представляется, что сама ориентация на такую цену («самую низкую»), представленная в Законе о таможенном тарифе, является *ошибочной*.

Тем более что такой подход противоречит самому Закону, согласно которому, к примеру, установление таможенной стоимости вывозимой сырой нефти ориентируется на средние цены рынка. Противоречит эта ситуация и условиям определения таможенной стоимости товаров, представленным в НК РФ, но об этом речь пойдет ниже.

¹ Международные стандарты оценки. М.: РОО. 2005. С. 44.

² Отметим, что выражение «выявлено наличие более одной стоимости сделки» не совсем корректно с экономической точки зрения. Более правильно было бы сказать о «наличии более одной цены сделки».

Пятый вопрос касается формулировки положений Закона от 08.11.2005 № 144-ФЗ «О внесении изменений в закон Российской Федерации «О таможенном тарифе». Статья 13 «Дополнительные положения, относящиеся к таможенной стоимости ввозимых товаров» (п. 4) гласит: «Правительство Российской Федерации устанавливает: 1) правила изменения методов определения таможенной стоимости ввозимых товаров...» (то же устанавливается ст. 14 относительно «товаров, вывозимых с таможенной территории Российской Федерации»).' Следовало бы уточнить, какова процедура изменения этих правил.

В работе по таможенному праву Т. Бакаевой и Т. Матвиенко отмечается, что «порядок изменения таможенной стоимости вывозимых и ввозимых товаров различен. Если товар *вывозится* за пределы России, его таможенная стоимость определяется на основе *цены сделки*, т.е. цены, *фактически* уплаченной или подлежащей уплате при продаже товаров на экспорт. При этом цена сделки представляет собой фактическую стоимость товара. Таможенная стоимость вывозимых товаров всегда *превышает* их общую фактическую стоимость, т.к. в нее включаются расходы, понесенные покупателем, но не включенные в фактически уплаченную или подлежащую уплате цену сделки. К ним относятся: а) комиссионные и брокерские вознаграждения; б) стоимость контейнеров...; в) стоимость упаковок...».² Авторы приводят и другие компоненты таможенной стоимости.

Отметим, что нельзя согласиться с тем, что «таможенная стоимость включает, помимо общей фактической стоимости, еще отдельные компоненты». Эти утверждения не вполне корректны с экономической точки зрения. Нельзя отождествлять цену и стоимость товаров. Во-первых, цена сделки вовсе необязательно отражает фактическую стоимость товаров. Во-вторых, неправильно считать, что «таможенная стоимость вывозимых товаров всегда превышает их общую фактическую стоимость». Следовало бы говорить о том, что таможенная стоимость включает величину дополнительных затрат, связанных с транспортировкой и таможенным оформлением.

Такое отождествление указанными выше авторами цены со стоимостью и затратами неправомерно потому, что каждая из этих экономических категорий имеет свою сущность и между ними нельзя ставить знак равенства. Под стоимостью понимается денежный эквивалент, который гипотетический покупатель готов обменять на тот или иной товар. Это означает, что стоимость имеет вероятностную природу. Цена отражает исторически свершившийся факт такого обмена, и здесь отсутствует вероятностная природа. Что касается издержек, то они представляют собой затраты для производства товара (услуги) данной стоимости. Будет ли она признана гипотетическим покупателем? Неизвестно.

Таможенное право характеризуется определенными особенностями юридического свойства. Так, по мнению Н. Косаренко и Т. Кочергиной, «для та-

¹ Отметим, что понятия «таможенная территория» и «таможенная граница» не совпадают с определением «государственная граница РФ». «Таможенной границей признаются пределы таможенной территории РФ, а также периметры свободных таможенных зон и свободных складов» (Косаренко Н., Кочергина Т. Таможенное право России. С. 27).

² Бакаева Т.Ю., Матвиенко Т.В. Таможенное право. Отв. редактор — доктор юридических наук Н.И. Химичева. М.: Юристъ, 2003. С. 180.

моженного права характерен механизм административно-правового регулирования, в котором присутствуют правовые средства распорядительного типа, т.е. предписания... Здесь... воочию виден *императивный характер правового регулирования*.¹

Регулирующие условия применения 6 методов определения таможенной стоимости носят, безусловно, императивный характер. Так, согласно ст. 323 «Порядок определения и заявления таможенной стоимости товаров» ТК РФ, таможенная стоимость товаров определяется с помощью *установленных законодательством* методов. Это значит, что участники таможенного дела не вправе менять эти методы. Здесь невозможен механизм «взаимного (договорного) волеизъявления управляющих таможенных органов».² Однако такое «волеизъявление» нередко происходит, что является серьезным нарушением требований законодательства, императивного характера правового регулирования таможенного дела.

В заключение этой главы отметим, что косвенно таможенные вопросы регулируются и Гражданским кодексом РФ. Там предусмотрено использование при регулировании коммерческих отношений обычаев делового оборота, т.е. сложившихся и широко применяемых в какой-либо области предпринимательской деятельности правил поведения, не предусмотренных законодательством, независимо от того, зафиксированы ли они в каком-либо документе (ст. 5, п. 1). В сфере международной торговли таможенного дела к таким правилам относятся, в частности, «Международные правила толкования торговых терминов» («Инкотермс»);³

При этом российская арбитражная практика исходит из того, что если во внешнеторговом контракте содержится ссылка на тот или иной вариант базисных условий, предусмотренных «Инкотермс», то соответствующие положения «Инкотермс» становятся обязательными для сторон.⁴

Новые подходы к оценке стоимости товаров ФТС России

Сейчас стало ясно, что организация таможенного дела нуждается в глубокой реорганизации с позиций, прежде всего, совершенствования методов оценки таможенной стоимости.

¹ Косаренко Н., Кочергина Т. Таможенное право России. М.: Феникс, 2005. С. 20.

² Там же.

³ «Инкотермс» — Incoterms (International Commercial Terms) — Международные правила толкования коммерческих терминов и выражений, наиболее часто встречающихся во внешнеторговых контрактах. Эти правила выпускаются Международной торговой палатой (МТП), которая является международной неправительственной организацией. Она объединяет на начало XXI века «деловые круги и отдельные фирмы около ста тридцати стран». МТП была организована в 1920 г. «с целью содействия улучшению условий мировой внешней торговли и разрешения международных таможенных проблем. Штаб-квартира в Париже (Баскакова М.А. Толковый юридический словарь: бизнес и право. М.: Финансы и статистика, 1998. С. 247).

⁴ Вестник ВАС РФ. 1997. № 3. С. 97—98) (информация приводится по материалам книги «Коммерческое право», часть 2. Под ред. профессора В.Ф. Попондопуло. М.: Юристъ, 2002. С. 566).

В связи с этим, как нам кажется, необходимо создание единой базы данных об экспортно-импортных операциях. Обязательным элементом такой базы данных должна быть систематизированная информация о рыночной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России.

Разделяемое нами понимание того, что контрактная (фактурная) цена не может выступать в качестве единственного условия установления таможенной стоимости нашло отражение в системе мероприятий, осуществленных ФТС России в конце 2005 г. — первой половине 2006 г. Главная причина такого рода мероприятий заключается в том, что ориентация на контрактную (фактурную) цену создавала и пока еще создает условия для образования «серых» каналов ввоза в Россию импортных товаров. А это, помимо всего прочего, приводит к занижению таможенной стоимости, а значит, и производных от нее налогов и пошлин. По данным МЭРТ, объем импорта по «серым» каналам бытовой техники и электроники достигает 85 %.¹ «Сегодня, — отмечается в «Известиях», — все товары завозятся по минимальной цене, которая обозначена в нормативных таможенных документах».² При этом «Известия» ссылаются на Г. Грефа, согласно оценкам которого импорт цифровых фото- и видеокамер стоит 2–5 тыс. долл. за штуку, а таможенная пошлина в связи с их ввозом уплачивается исходя из минимальной стоимости — 53 долл. за штуку. «Ключевой задачей, — считает Г. Греф, — должно стать усиление *контроля за таможенной стоимостью*».³

Это свидетельствует о том, что методы оценки таможенной стоимости не соответствуют современной ситуации, когда она (стоимость) должна определяться исходя из рыночных условий реализации товаров, т.е. речь идет о попытках наладить определение таможенной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России, на основе их рыночной стоимости. По существу это означает отход от характеристик единичных сделок, лежащих в основе применения непотопляемых методов, зафиксированных в действующем и сейчас Законе о таможенном тарифе. Для определения таможенной стоимости нужно, как показала практика, пользоваться реальными данными, характеризующими массовые процессы реализации отдельных видов товаров.

Именно этим объясняется принятое в конце 2005 г. распоряжение ФТС, согласно которому «иностранные производители (бытовой техники. — В.Р.) должны передать в ФТС прайс-листы со своими оптовыми ценами и назвать имена своих официальных импортеров».⁴ Это означает «фактический переход на прямой импорт и вытеснение «серых» импортеров».

Как полагает Т.Н. Голендеева, заместитель руководителя ФТС, «если мы не получим от них (производителей бытовой техники. — В.Р.) информации... то все равно с большой долей достоверности сумеем определить реальные цены. Источником для нас станет *розничная цена*».⁵

Это означает, что в отношении этого сегмента внешнеторговых связей происходит фактический отказ от использования контрактных (фактурных) цен

¹ // Известия от 26.02.2006

² Там же.

³ Там же.

⁴ Кряжев Д., Захаров Д. Таможня закрывает серый коридор. // Коммерсантъ от 30.09.2005

⁵ Там же.

в качестве основы определения таможенной стоимости. За основу берутся розничные цены реализации импортируемой бытовой техники в России. «Вычитая из нее (розничной цены. — В.Р.) наценку, таможенную пошлину и НДС, мы, — утверждает Т.Н. Голендеева, — получим *реальную оптовую цену*».¹ Мы полагаем, что в целом это было правильным решением.

По мнению А. Кабанова, председателя совета директоров торговой компании «Мир» (эта компания в числе добросовестных налогоплательщиков — импортеров бытовой техники, список которых официально утвержден ФТС России), «главная цель» указанных мер «заключается в том, чтобы перепоручить импорт техники производителям. Мы хотим поддержать эти меры, чтобы в России розничная торговля бытовой электроникой развивалась по аналогии с европейскими рынками».²

Ориентация на розничные цены продажи бытовой техники, по мнению Т.Н. Голендеевой, вовсе не исключает возможности учета *скидок* зарубежных производителей для отдельных российских импортеров, у которых существуют давно налаженные торговые контакты с этими производителями. Речь идет о том, что здесь нужно «требовать документальных подтверждений того, что импортер получил скидку на партию груза».³

Как видно, реальные действия ФТС России в последнее время были ориентированы на систематизацию и использование в практической работе информации о розничных ценах продажи предметов бытовой электроники на российских рынках в сопоставлении с оптовыми ценами их зарубежных производителей.⁴

Этот подход должен быть распространен и на некоторые другие виды товаров, в частности на оценку таможенной стоимости высокотехнологичного оборудования. Ясно, что информация о контрактных (фактурных) ценах производителей такого оборудования при этом также должна учитываться, в особенности если эти цены сложились в отношениях с крупными фирмами, которые дорожат своей деловой репутацией. Трудно предположить, что такие фирмы могут пойти на сознательное занижение контрактных (фактурных) цен в интересах «серых» импортеров. Ведь это может нанести ущерб их деловой репутации.

Таким образом, меры ФТС России по установлению реальной, а не заниженной таможенной стоимости полностью соответствуют направлениям установления рыночной стоимости объектов оценки, на что направлен Закон об оценочной деятельности (в его новой редакции).

Следует, однако, заметить, что методы ФТС России, внедрение которых в таможенную практику регулируется с помощью ведомственных инструкций по определению таможенной стоимости на основе рыночной информации, в известном смысле нелегитимны. Эти методы определения таможенной сто-

¹ Там же

² Там же.

³ Там же.

⁴ Правда, не все производители бытовой техники согласны безоговорочно с этим новым подходом. «Если 10 лет работали неправильно, — считает Берайжер Дюпюэль, директор российского представительства TCL & Alcatel Mobile Phones, — то решить все за несколько дней достаточно трудно». По ее мнению, компания, интересы которой она представляет в России, «намерена обсудить этот вопрос (о прайс-листах и списках официальных дилеров и дистрибуторов. — В.Р.) с другими производителями и сотовыми дилерами» // Ведомости от 28.05.2006

имости, как следует из п. 1 ст. 319 ТК РФ, должны устанавливаться в рамках законодательства Российской Федерации.

Сейчас, по нашему мнению, наступил весьма благоприятный момент для законодательного оформления новых условий определения таможенной стоимости исходя из рыночной стоимости товаров, пересекающих таможенную границу России. Но внедрение этих условий требует обязательной отмены дискредитировавших себя методов определения таможенной стоимости, зафиксированных в безнадежно устаревшем Законе о таможенном тарифе.

Полагаем, с учетом новых изменений Закона об оценочной деятельности нужно внести соответствующие поправки и в Закон о таможенном тарифе исходя, в частности, из новой практики ФТС России. Эта практика развивается в направлении более широкого, чем прежде, использования методов проведения оценочных исследований и организации самой оценочной деятельности в расчете на установление в рамках таможенных процедур рыночной стоимости соответствующих товаров.

Следует отметить, что проблема установления цены продажи в качестве основы определения таможенных пошлин, налогов в конце 1960-х гг. дискутировалась весьма активно в США в связи с рассмотрением в Конгрессе законопроекта, предусматривающего «отмену системы американской продажной цены (ASP — American Selling Price)». Именно эта цена лежала в основе определения указанных денежных выплат. Однако в то время это положение не прошло через Конгресс США.¹

И сейчас ASP лежит в основе определения условий таможенного регулирования в США. Так, здесь импорт российской стали регулируют с помощью квот и минимальных цен. «При этом, — пишет А. Петрачкова, обозреватель газеты «Ведомости», — минимальные цены на горячекатаный тонкий лист американский минторг рассчитывает исходя из ситуации *на своем рынке* (его не интересует, сколько стоит сделать этот лист в России)».² Мы полагаем, что это разумный подход. Ему, как нам кажется, нужно следовать и в России при определении таможенной стоимости не только применительно к импортируемым товарам, но и к товарам, поступающим на экспорт. По мнению А. Портянского, директора информбюро по присоединению России к ВТО, «контрагенты должны будут ориентироваться не на ситуацию на своем рынке, а на затраты наших производителей».³

На наш взгляд, помимо внесения назревших изменений в таможенное законодательство, касающихся методов определения таможенной стоимости товаров, потребуются уточнить в ближайшее время концепцию развития таможенных органов на период до 2010 г., уже утвержденную Правительством РФ. Согласно этой концепции, на улучшение организации таможенного дела в России в этот период потребуется потратить 89 млрд руб. (более 3 млрд долл.). Эта концепция в ее прежнем виде была ориентирована в основном на сугубо технические моменты, связанные с модернизацией информационных систем

¹ Вулфел Дж. Энциклопедия банковского дела и финансов. М., 2000. С. 248.

² Петрачкова А. ЕС так нагнать не будет. // Ведомости от 16.03.2006.

³ Там же.

таможни, организацией информационного обмена между таможенными структурами, отладкой встречного таможенного анализа сделок при участии таможен других стран.¹

Эти направления концепции, безусловно, актуальны. Но не менее важно совершенствование законодательства, связанного с определением таможенной стоимости. Мы уверены, что архаичные методы ее определения, зафиксированные в Законе о таможенном тарифе, во многом способствовали появлению и устойчивому использованию из года в год коррупционных схем растаможивания товаров. Согласно имеющимся оценкам, «большая часть разницы между фактическим и формальным таможенным тарифом (эта разница объясняется неправильными методами определения таможенной стоимости. — В.Р.) скрывается именно в *коррупционных схемах*».²

Согласно имеющимся оценкам, «доля контрабанды (а именно так квалифицируется УК (Уголовным кодексом. — В.Р.) манипуляции с таможенным тарифом) на рынке бытовой техники и электроники составляла в 2005 г. от 60 до 85 %, одежды и обуви — 60 %, мебели — 45–55 %».³ Отсюда становится понятно, что переход от суррогатных методов определения таможенной стоимости к расчетам на основе рыночных цен будет способствовать резкому снижению доли контрабанды. Именно поэтому механизмы установления таможенной стоимости на основе современных оценочных подходов, ориентированных на определение рыночной стоимости товаров, мы рассматриваем в качестве еще одного обязательного элемента концепции развития таможенных органов до 2010 г.

Условия определения таможенной стоимости в Налоговом кодексе РФ

Условия определения таможенной стоимости зафиксированы также в Налоговом кодексе РФ. Эти условия ориентируют на определение таможенной стоимости на основе концепции рыночной стоимости товаров. Отсюда можно сделать весьма важный вывод о противоречиях между Налоговым кодексом и таможенным законодательством, точнее, с Законом о таможенном тарифе. И различия в условиях определения таможенной стоимости на основе рыночной стоимости или при ее игнорировании представляют **1-е противоречие** между Налоговым кодексом и таможенным законодательством.

Важно отметить, что существует еще одно противоречие между Налоговым кодексом и таможенным законодательством. Оно заключается в том, что таможенные органы ориентируются на цены производителей в странах-экспортерах, тогда как налоговое законодательство достаточно определенно ориентирует на учет розничных цен продажи в России импортных товаров. Это **2-е противоречие**.

¹ // Коммерсантъ от 13.05.2006.

² Там же.

³ Там же.

3-е противоречие вытекает из разных установок таможенного законодательства и Налогового кодекса на учет условий сделок при определении таможенной стоимости. Указанное законодательство ориентирует на информацию об единичных сделках; в то же время Налоговый кодекс прямо указывает на то, что здесь нужно использовать данные о средних ценах реализации, которые формируются на основе обработки материалов массовых наблюдений, статистики товарных рынков.

4-е противоречие объясняется тем, что указания Налогового кодекса исходят из того, что в некоторых случаях оценка таможенной стоимости может происходить на основе затратного подхода. В таможенном законодательстве этот подход, соответствующий сформировавшейся международной практике, напрямую вообще не упоминается.

5-е противоречие заключается в том, что таможенная стоимость, согласно Закону о таможенном тарифе, должна ориентироваться на *минимальные* стоимостные характеристики отобранных сделок, тогда как налоговое законодательство исходит из *средних* рыночных цен реализации ввезенных товаров на сложившихся российских рынках. При этом Налоговый кодекс полностью исключает возможность использования для определения таможенной стоимости контрактных (фактурных) цен, характеризующих условия производства этих товаров, а не их конечной реализации.

Так что можно вполне определенно сделать вывод о том, что разные области российского законодательства, касающиеся условий определения таможенной стоимости, слабо увязаны между собой. Такую увязку, как мы считаем, нужно выполнить на основе новой редакции Закона об оценочной деятельности.

Рассмотрим теперь более подробно положения Налогового кодекса, касающиеся условий определения таможенной стоимости как налоговой базы. Прежде всего следует сказать, что в главе I НК РФ «Законодательство о налогах и сборах» отмечено, что таможенные платежи относятся к взиманиям налогов и сборов. В связи с этим в п. 5 ст. 5 указано, что «положения, предусмотренные настоящей статьей, распространяются также на нормативные правовые акты, регулирующие порядок взимания налогов и сборов, подлежащих уплате в связи с перемещением товаров через *таможенную границу* РФ...».

В ст. 40 «Принципы определения цены товаров, работ и услуг для целей налогообложения» декларируется (п. 1), что, «пока не доказано обратное, предполагается, что... цена (товаров для целей налогообложения. — В.Р.) соответствует уровню *рыночных цен*». При этом рынком товаров (работ, услуг), сказано в п. 5, «признается сфера обращения этих товаров (работ, услуг), определяемая исходя из возможности покупателя (продавца) *реально* и без значительных дополнительных затрат приобрести (реализовать) товар (работу, услугу) на *ближайшей* по отношению к покупателю (продавцу) территории РФ или за пределами РФ».

Отсюда следует важный вывод о том, что регулируемые Законом об оценочной деятельности методы определения рыночной стоимости товаров исходя из фактически сформировавшихся рыночных цен должны использоваться при определении *таможенной стоимости* товаров (работ, услуг), исходя из

которой устанавливается, как сказано в п. 2 ст. 40 НК РФ, «*правильность* применения цен по сделкам...».

Далее в ст. 191 НК РФ «Определение налоговой базы при ввозе подакцизных товаров на таможенную территорию РФ» говорится (п. 1), что «при ввозе подакцизных товаров... определяются... адвалорные (в процентах) налоговые ставки как сумма: их таможенной стоимости; подлежащей уплате таможенной пошлины». В продолжении сказано, что «*таможенная стоимость* подакцизных товаров... определяется *в соответствии* с настоящим Кодексом» (т.е. в соответствии с НК РФ).

Особенности определения таможенной стоимости для целей налогообложения, согласно п. 2 ст. 187 НК РФ, связаны с тем, что она (таможенная стоимость) «определяется... как стоимость реализованных (переданных) подакцизных товаров, исчисленная *исходя из цен*, определяемых с учетом положений ст. 40 настоящего Кодекса...», в частности п. 3, т.е. *исходя из рыночных цен*.

Это означает, что цены конечной реализации ввозимых на таможенную территорию РФ с учетом указанных корректировок импортных товаров (работ, услуг) при их реализации на этой территории могут являться основой определения таможенной стоимости. При этом таможенная стоимость (налоговая база) может определяться, согласно ст. 187, п. 2, «*исходя из средних цен реализации, действовавших в предыдущем налоговом периоде...*».

Что касается ст. 40 НК РФ, в которой изложены основные условия определения цен на товары (работы, услуги), пересекающие таможенную границу РФ, то в ней наряду с другими методами определения рыночных цен (п. 3), лежащих в основе установления таможенной стоимости как налогооблагаемой базы, отмечается и формирование ее (таможенной стоимости) на основе «*затратного метода*», «при котором (ст. 40, п. 10) *рыночная цена* товаров, работ или услуг, реализуемых продавцом, определяется как сумма произведенных затрат и *обычной для данной сферы деятельности прибыли*».

Подытоживая обзор методов определения таможенной стоимости, представленных в НК РФ, можно утверждать, что эти методы являются *более продвинутыми*, чем приемы ее оценки (таможенной стоимости), установленные в Законе о таможенном тарифе. И это вполне естественно, поскольку НК РФ в определенной мере учел подходы к установлению рыночной стоимости представленные в Законе об оценочной деятельности, принятом еще в 1997 г.; условия определения таможенного тарифа эти подходы игнорируют.

Отсюда можно сформулировать вывод о том, что «контрактная (фактурная) цена ввозимого товара» *не может служить* исходной базой (основой) для установления таможенной стоимости ввозимых товаров.

Такой основой может служить только рыночная цена конечной реализации товаров массового спроса на сложившихся в России рынках. Что касается уникальных изделий, относящихся к разряду High Tech, то и здесь нужно ориентироваться на условия, сформировавшиеся в рыночной экономике России.

Это не значит, что при установлении рыночных цен, из которых должна исходить процедура установления таможенной стоимости, не следует учитывать условия формирования контрактных (фактурных) цен. Ведь фактические, оплаченные по договору цены за те или иные импортные товары являются

одним из факторов формирования в последующем конечных цен продажи этих товаров.

Однако сами контрактные цены должны, как мы считаем, проходить, когда нужно, процедуру объективной экспертизы. Речь идет о введении в систему организации таможенного дела, принятых в других странах, в частности в США, использования так называемого «заключения о справедливой цене сделки». «Такое заключение (Fairness Opinion), — как об этом пишут американские специалисты по оценке М. Марк Ли (M. Mark Lee) и Гилберт Э. Мэттьюз (Golbert E. Matthews), — это аргументированное мнение экспертов (заключение), подготовленное компетентной *финансово-консультационной* фирмой (чаще всего... организацией, специализирующейся на оценке), в котором указывается, является ли цена самой сделки или финансовые условия сделки справедливыми (fair). Оценка справедливости цены сделки определяется с финансовой точки зрения по отношению или к одной стороне, или применительно к большому числу участников сделки».¹ Заключение о справедливости цены сделки, по мнению указанных специалистов, преследует основную цель — «предоставить существенную информацию лицу, принимающему решение».² Как мы полагаем, привлечение компетентных специалистов по оценке товаров, проходящих таможенные процедуры, позволит повысить уровень обоснованности устанавливаемой в ходе этих процедур таможенной стоимости. А это будет означать повышение степени контроля за правильностью размеров взимания таможенных пошлин, налогов и других сборов при поступлении соответствующих товаров на таможенную территорию РФ. Как мы считаем, для этого необходимо привлечение квалифицированных оценочных фирм в необходимых случаях (но вовсе не в обязательном порядке) для установления таможенной стоимости отдельных видов товаров и, прежде всего, высокотехнологичного оборудования.

Информационные системы и технологии

Таможенный кодекс содержит особую главу 40 «Информационные системы и информационные технологии в таможенном деле». Там говорится о «разработке и использовании информационных систем, информационных технологий, в том числе основанных на электронных способах обмена информацией...» (ст. 423, п. 1). Однако положения всей этой главы представлены настолько общо, что вряд ли могут служить основой реального внедрения информационных систем в организацию таможенного дела в России. А это внедрение просто необходимо. Соответственно прав П. Рушайло, что, «для того чтобы реально бороться с коррупцией на таможне, нужна схема, причем крайне технологичная...».³

Важно еще и то, что общие принципы функционирования таких информационных систем (предполагающих, прежде всего, формирование регулярно обновляемой базы данных, организацию повседневного мониторинга цен на биржевые товары, обмен информацией между отдельными таможенными органа-

¹ См. статью этих авторов в книге Handbook of Advanced Business Valuation. N.Y.: McGraw-Hill, 1999. P. 310.

² Ibid.

³ // Коммерсантъ от 08.06.2006.

ми) никак не согласуются с законодательно оформленными условиями применения методов установления таможенной стоимости, применение которых, как мы уже отмечали, основывается на обработке данных об единичных сделках. Для применения этих методов не требуются какие-либо современные информационные системы и информационные технологии, указанные в гл. 40 ТК РФ.

В журнале «Компания» приводится характерный пример так называемого *электронного декларирования*. «Суть его такова: данные о грузах проверяются с помощью компьютера еще до пересечения границы, а сама «растаможка» занимает считанные минуты, экономя помимо времени и накладные расходы». «Однако, — добавлено в статье, — система, зарекомендовавшая себя в Европе и США, в нашей стране *не прижилась* (1). Время и стоимость подготовки документов только выросли, а разработанная для электронной декларации программа оказалась не совместимой с существующими программами таможенных брокеров». ¹ Так что пришлось выбирать между электронной обработкой таможенных грузов и активной ролью таможенных брокеров. В конечном счете были выбраны последние. И это вполне объяснимо. Современные информационные технологии делают зачастую ненужными и обременительными их услуги. Однако таможенное брокерство стало органичным элементом российского таможенного дела. Думаем, что роль брокеров будет меняться по мере реального, а не на словах внедрения информационных систем и информационных технологий в таможенное дело. ²

Внедрение этих систем должно сопровождаться совершенствованием методологии оценки таможенной стоимости на основе уже достаточно глубоко проработанных подходов к оценке объектов оценки (затратного, сравнительного, доходного) и применяемых в их рамках отдельных методов оценки (их больше двух десятков), в т.ч. и современных методов с использованием электронных баз данных. В связи с этим особо следует сказать относительно определения таможенной стоимости *биржевых товаров*. В Законе о таможенном тарифе относительно этой разновидности товаров, пересекающих таможенную границу России, вообще ничего не сказано. Понятно, однако, что в отношении биржевых товаров представленные выше методы никак не подходят. В то же время в самом Таможенном кодексе, судя по п. 6 ст. 323 «Порядок определения и заявления таможенной стоимости товаров», отмечено, что именно биржевая стоимость должна лежать в основе установления таможенной стоимости, правда, как сказано там, только «в случае экспорта биржевых товаров». Об импорте не сказано ничего.

При этом в законодательстве не прописаны процедуры определения таможенной стоимости биржевых товаров. В связи с этим ФТС вынуждена была

¹ // Компания. 2005. Ноябрь. № 44. С. 39.

² Пока что-то не слышно о внедрении этих систем и технологий. До майских кадровых перестановок 2006 г. таможенные органы, совершенствуя организацию самого таможенного дела, стали действовать проверенным, но, безусловно, малоэффективным способом. Вот что по этому поводу пишет Л. Подобедова: «Убедившись в печальном опыте инноваций, чиновники решили подойти к реформе таможенного законодательства по старинке. Пакет поправок в Таможенный кодекс... предлагает начать борьбу с контрабандой обычных «челюшков». После предполагаемого «изменения таможенного закона «челюшки» беспощадно смогут провозить не более 30 килограммов груза, цена которого не будет выходить за пределы 20 000 руб. Тем самым, по мнению чиновников, «челюшечная» контрабанда станет экономически невыгодной, и «теневые» бизнесмены от нее откажутся» (// Компания. 2005. Ноябрь. № 244. С. 40). Что касается глобальных проблем таможенного дела, то их оказалось решать не с руки.

с помощью собственных нормативных актов установить условия оценки таможенной стоимости таких биржевых товаров, как сырая нефть и нефтепродукты. Эти условия определены Приказом ФТС России от 04.05.2006 № 422 «О контроле документов, связанных с применением процедуры перемещения товаров трубопроводным транспортом». Этот Приказ позволяет Центральной энергетической таможне (ЦЭТ) контролировать прохождение в «Транснефти» и в «Транснефтепродукте» всех документов, связанных с экспортом нефти и нефтепродуктов. Это важно, поскольку «пошлина на экспорт нефти взимается по шкале, зависящей от цены на рынке, а не от цены контракта». То есть здесь произошел реальный отход от контрактных (фактурных) цен в направлении учета реальных цен конечной реализации экспортных товаров.

Таможенный брокераж

Таможенный брокераж является органичным элементом таможенного дела в России. Согласно п.п. 17 ст. 11 ТК РФ, «таможенный брокер (представитель) — посредник, совершающий таможенные операции от имени и по поручению декларанта или иного лица, на которого возложена обязанность или которому предоставлено право совершать таможенные операции...».

Отношения таможенного брокера с декларантом или другими заинтересованными лицами строятся на договорной основе. Таможенный брокер — юридическое лицо. Оно (лицо) может действовать после включения в Реестр таможенных брокеров (представителей). Включение в этот Реестр налагает на таможенного брокера определенные обязанности. Так, исходя из п. 4 ст. 139 ТК РФ, он (брокер) не вправе отказать в таможенных услугах декларанту или другому заинтересованному лицу. «Отказ таможенного брокера (представителя) от заключения договора при наличии у него возможности оказать услугу или выполнить работу не допускается».

В России рынок таможенных услуг возник сравнительно недавно, в начале 90-х гг. прошлого века. После отмены государственной монополии на внешнюю торговлю с этой сферой деятельности стали взаимодействовать товаропроизводители и, как сейчас говорят, ритейлеры, которые имели лишь приблизительное представление о том, как осуществляются таможенные процедуры. Естественно, что им понадобились услуги посредников, которые взяли бы на себя участие в этих процедурах на возмездной основе. Так, стихийно, можно сказать, возник институт таможенных брокеров, которые первые несколько лет работали в условиях неполной правовой обеспеченности их деятельности. Этот институт обрел более или менее такую обеспеченность лишь к 1996 г., когда вместо справок и свидетельств, не имеющих никакой юридической силы, брокерские фирмы стали получать государственные лицензии.

Скажем, что в Таможенном кодексе 1993 г. присутствовало понятие «таможенный брокер», но оно (понятие) не имело требуемой расшифровки. В п. 6 ст. 18 этого ТК говорилось достаточно подробно лишь о понятии «лица», к которому относились «предприятия, учреждения и организации, а также физические лица». Эти «лица» делились на «российские лица» (п. 7) («предприятия, учреж-

дения и организации с местонахождением в Российской Федерации») и «иностранные лица» (п. 8). Кроме того, определялись (п. 9) «лица, перемещающие товары», — «лица, являющиеся собственниками товаров, их покупателями, владельцами либо выступающими в ином качестве, достаточном... для совершения с товарами действий... от собственного имени». Это относилось и к выделенной ТК 1993 г. категории таможенных брокеров.

Подготовкой полноценного оформления статуса таможенных брокеров в ГТК РФ занималось Управление таможенных режимов. Управлением были подготовлены соответствующие постановления Правительства России и распоряжения ГТК России, которые в дальнейшем послужили основанием для правовой обеспеченности таможенного брокеража. Таможенные брокеры становились на легитимной основе частью единой системы экономической безопасности страны. Их деятельность в конечном счете должна была способствовать повышению конкурентоспособности отечественных товаров и услуг, ускорению оборота товаров и услуг между Россией и иностранными государствами.

Инициаторами процесса необходимого правового обеспечения их деятельности были все-таки сами брокеры — вернее, те из них, которые стремились к упорядоченной в рамках закона работе. Это было своеобразное давление снизу. В 1995 г. они создали профессиональное объединение — Национальную ассоциацию таможенных брокеров (НАТБ). В 1997 г. НАТБ подписала первое соглашение о сотрудничестве с ГТК РФ. До нее еще ни одна профессиональная организация такого соглашения с таможенным комитетом не имела.

Сама идея создания ассоциации таможенных брокеров, работающих в установленных законом рамках, принадлежала тогдашнему председателю ГТК РФ и нынешнему президенту НАТБ А.С. Круглову. Деятельность таможенных органов создала своеобразный околотамженный бизнес (таможенный брокераж, функционирование складов временного хранения (СВХ), деятельность таможенных перевозчиков).

Особо стоит сказать о таможенных складах. Согласно ст. 47 прежнего ТК 1993 г., владельцами таможенных складов могли быть «таможенные органы Российской Федерации либо российские лица». Но у них был неодинаковый режим существования. Так, «при невозможности или в случае неосуществления таможенного вывоза или возврата товары передаются на склады временного хранения, владельцами которых являются таможенные органы Российской Федерации» (ст. 20), т.е. СВХ, принадлежащие «российским лицам», не пользовались возможностями и привилегиями, принадлежащими таможенным органам.

Заметим, что впоследствии в ТК 2004 г. различия в условиях функционирования между этими видами складов были полностью устранены. Более того, было упразднено понятие складов, владельцами которых, по старому Таможенному кодексу, были «таможенные органы России». В ст. 208 ТК 2004 г. сказано, что «владельцем склада временного хранения может быть российское юридическое лицо, включенное в Реестр владельцев складов временного хранения». Тем самым существенно ограничивалось государственное регулирование оборота товаров на СВХ. Ведь, согласно п. 2 ст. 100 ТК 2004 г., «склад временного хранения является зоной таможенного контроля», выходит, что такая зона формировалась и на складах, принадлежащих частным лицам. Это,

как нам кажется, было в какой-то мере шагом назад от более правильных положений ТК 1993 г., предусматривавшего большие возможности для СВХ, принадлежавших таможенным органам (и находящихся под более жестким контролем).¹

Таможенные брокеры получали неодинаковые лицензии. Общим для всех лицензий было право оформлять не только свои, но и чужие товары. В то же время государственное лицензирование устанавливало деление брокеров по географическому признаку.

Общероссийский таможенный брокер получал право работать на территории всей страны, региональный — в своем регионе, зональный — в зоне деятельности только одной таможни. Для получения того или иного типа лицензии необходимо было представлять в ГТК РФ, помимо заявления, соответствующий набор документов. По ним проводились необходимые проверки, часто с выездом в офис, проверялась финансовая отчетность претендентов, оценивалась их материально-техническая готовность к осуществлению брокерских операций.

С введением лицензирования стало необходимым получение соответствующего образования. Дело в том, что лицензирование не только выполняло функцию учета количества операторов на рынке. Оно еще и налагало на таможенного брокера солидарную с получателем груза ответственность перед таможней. Если раньше брокер не привлекался к ответственности в случае ошибки или совершения правонарушения при оформлении груза, то после введения института лицензирования ситуация существенно изменилась. Брокер становился ответственным за юридическую чистоту осуществляемых им таможенных операций. Эта ответственность повысила совокупность требований к уровню квалификации таможенных брокеров.

Для специалистов по таможенному оформлению вводился обязательный экзамен. Чтобы получить квалификационный аттестат, им необходимо было пройти курс обучения и сдать экзамен квалификационной комиссии ГТК России. Впоследствии необходимо было каждые полтора-два года подтверждать требуемый уровень квалификации.

Таможенный кодекс 2004 г. существенно изменил статус таможенных брокеров. Если прежде в рамках действия ТК 1993 г., согласно п. 9 ст. 18, таможенный брокер (посредник) представлял товары «от собственного имени», то теперь он являлся законным представителем декларанта. Более того, таможенный брокер при определенных условиях становится единственным представителем декларанта. Для этого брокер должен быть:

- включен в Реестр таможенных брокеров;
- иметь в своем штате специально обученных и профессионально подготовленных специалистов по таможенному оформлению грузов.

При этом брокер должен обеспечивать свои обязательства перед таможенными органами по уплате таможенных платежей и налогов на сумму 50 млн

¹ Последнее время государство пытается вернуть себе контроль над СВХ. «Новое руководство ФТС России намерено всерьез взяться за склады временного хранения (СВХ). Уже в ближайшее время многим владельцам СВХ будут сделаны предложения принять государство в акционеры с блокирующим пакетом (25 % + 1 акция) либо продать их таможне» // Коммерсантъ от 22.06.2006.

руб. и страхование своей ответственности перед третьими лицами на сумму 20 млн руб. Предполагается также вернуть в ТК «персональную ответственность брокеров за недостоверное декларирование товаров».¹

В Реестр таможенных брокеров (представителей) в настоящее время включено более 350 таможенных брокеров.

Сегодня таможенные брокеры стремятся осуществлять полный комплекс услуг для своих клиентов:

- консультируют по вопросам таможенного законодательства и внешнеэкономической деятельности;
- организуют международные перевозки, терминальную обработку, хранение товаров и транспортных средств;
- проводят таможенное оформление товаров и транспортных средств, пытаются наладить электронное декларирование;
- осуществляют бизнес-проекты не только в области таможенных услуг, но и в сфере международной торговли;
- нередко осуществляют несколько видов деятельности в таможенной сфере: услуги таможенного брокера, таможенного и международного перевозчика, складскую обработку и хранение товаров.

На долю таможенных брокеров приходится постепенно возрастающая часть оформления товаров на российской таможне. Так, количество грузовых таможенных деклараций (ГТД), оформленных таможенными брокерами в 2004 г., составило в отношении к общему числу ГТД, прошедших через российскую таможню, 25,4 %, а в 2005 г. — 29 %.

Сравнение средней стоимости товаров, оформляемых таможенными брокерами и иными лицами (участниками ВЭД и лицами, действующими «за печатью клиента»), показывает, что заявляемая таможенным брокером стоимость товаров по многим группам товарной номенклатуры выше в 1,3—2 раза и составила в 2004 г. 51 %, за 2005 г. — 53 % от общей стоимости всех задекларированных товаров.

По товарам, декларированным таможенными брокерами, собираемость таможенных платежей несколько выше, чем у других лиц. Сумма таможенных платежей, уплаченных таможенными брокерами, составила в 2004 г. 54 %, в 2005 г. — 58 % от общей суммы таможенных платежей (пошлин, налогов).

Но все эти цифры касаются результатов деятельности таможенных брокеров, оформленных в Реестре. Вместе с тем происходит неконтролируемая таможней деятельность «серых» и «черных» брокеров. Результаты их деятельности не находят статистического оформления.

Условно всех лиц, обеспечивающих такой бизнес, как таможенный брокераж, можно разделить на следующие группы.

Первая — компании, включенные в Реестр таможенных брокеров.

Вторую группу составляют сами импортеры и экспортеры. Они не несут никаких дополнительных финансовых обязательств в виде банковских гарантий, поручительств, депозитов за правомерность своих действий. На линии таможенного контроля они представлены своими должностными лица-

¹ // Коммерсантъ от 22.06.2006.

ми и штатными сотрудниками, специально уполномоченными декларировать товары.

Третья группа — это представители импортеров, не имеющие никакой специальной подготовки и не представляющие таможенным органам никаких обеспечений и гарантий правомочности своей деятельности в таможенной сфере. Они используют в своей деятельности, как показывает практика, исключительно «личные связи». Они действуют по доверенности от импортеров.

Деятельность участников *третьей* группы, действующих по доверенности от импортеров, практически никак не регулируется таможенными органами. А именно на этих участников таможенных процедур сейчас приходится большая часть всех декларируемых налогооблагаемых товаров. Они (эти участники) выступают как физические лица и не обременены действующим таможенным законодательством какими-то обязательствами.

От них не требуется никаких финансовых гарантий, они обходятся без образовательной подготовки. То есть они заведомо поставлены как бы в привилегированное положение по сравнению с таможенными брокерами. Но, как показывает практика, именно эти лица совершают большую часть правонарушений на российской таможне: некоторые из них занимаются контрабандой, сознательно стремятся занижить таможенную стоимость товаров, организуют так называемые «серые» и «черные» схемы таможенного оформления, представляют фиктивных получателей товаров. Таможня не вправе применить к ним какие-либо санкции. В частности, предъявить требование возместить потери, которые из-за них понес бюджет, практически невозможно, потому что эти лица не обладают ни реальными материальными возможностями, ни финансовыми ресурсами на собственных банковских счетах.

Нередко за этими лицами стоят организованные группы лиц по существу из криминальной среды, организующих недостоверное декларирование, уход от уплаты таможенных взиманий и сознательное занижение таможенной стоимости, а значит, и поступающих в бюджет пошлин и налогов. Они создают зачастую фирмы-однодневки — фиктивных получателей товаров.

Околотаможенную деятельность этих групп, естественно, нельзя назвать хоть в какой-то мере прозрачной. Они фактически неподконтрольны как таможенным, так и налоговым органам.

Анализ структуры правонарушений на таможне свидетельствует о том, что многие импортеры с целью экономии на налогах и пошлинах за счет реализации «серых» схем таможенного оформления предпочитают нанимать «представителей по доверенности». Конкурировать с ними добросовестным брокерам практически невозможно. К тому же такие квази-брокеры, как правило, используют субъективный фактор — им оказывают поддержку отдельные должностные лица во властных структурах и, прежде всего, в самих таможенных органах.

Одно из направлений решения этой проблемы, как нам представляется, заключается в законодательном решении о существенном ограничении возможностей участия в процедурах таможенного оформления товаров лиц, действующих по доверенности. По мнению самих таможенников, это позволило бы значительно снизить количество контрабандных поставок товаров, «черных»

и «серых» схем оформления, существенно ограничить влияние субъективного фактора при перемещении грузов и их оформлении. Более объективно будет оцениваться и таможенная стоимость, вследствие чего *повысится* уровень поступлений в государственный бюджет.

Однако такого рода ограничения, даже законодательно оформленные в виде поправок в ТК РФ, не могут решить всех проблем российского таможенного брокеража. На наш взгляд, здесь необходимы преобразования, аналогичные тем, что зафиксированы в 2006 г. в отношении оценочной деятельности. Конечно, при этом должны учитываться особенности специфической таможенной деятельности, но важно, чтобы она соответствовала изменившимся общеэкономическим условиям. Это как раз и учитывали изменения 2006 г. в Законе об оценочной деятельности (эту проблему мы уже рассматривали).

Думаем, что многое из того, что сделано законодателями в области оценочной деятельности, можно было бы перенести на почву таможенного брокеража, что соответствует прозрачным направлениям развития околотаможенного бизнеса.¹ На наш взгляд, здесь важны четыре направления.

Первое — прежде всего необходимо «разгрузить» таможенные органы от контроля условий профессиональной подготовки таможенных брокеров, в частности организация их подготовки и проведение экзаменов должны осуществляться в рамках одной профессиональной среды.

Второе — целесообразно ввести равнозначную с лицензированными брокерами материальную ответственность тех, кто представляет интересы декларантов на таможне напрямую, т.е. без участия таможенных брокеров.

Третье — следует исключить участие в таможенных процедурах фиктивных фирм-однодневок. Не случайно в МЭРТе, ФНС России и Минфине сейчас готовятся согласованные, учитывающие интересы основных ведомств, связанных с таможенным делом, предложения «по борьбе с фирмами-однодневками во внешнеэкономической деятельности».¹

Думаем, что такая «борьба» должна быть частью преобразований таможенного брокеража. На наш взгляд, эти преобразования должны иметь законодательную основу, а не основываться на разрозненных ведомственных документах. Важно при этом, как нам кажется, опираться на активность НАТБ.²

Четвертое — это означает, что государственное регулирование таможенного дела вообще и таможенного брокеража в частности должно регламентироваться с помощью таможенного законодательства. Это позволит установить четкие и транспарентные формы участия государственных структур, помимо самих таможенных органов, в регулировании таможенного дела в России.

Упорядочивание таможенного брокеража по этим направлениям может явиться конструктивным развитием саморегулируемой деятельности таможенных брокеров. «В идеале эти специалисты (таможенные брокеры. — В.Р.), — от-

¹ В частности, объединенные в рамках НАТБ брокерские компании минимизируют риски таможенных органов. Так, в случае корректировки таможенной стоимости изыскать причитающиеся налоги с таможенного брокера, входящего в НАТБ, не представляет никаких трудностей: он обладает реальным материальным и финансовым обеспечением, денежными средствами на счетах, его деятельность подконтрольна. При необходимости с таможенных брокеров, являющихся членами НАТБ, задолженность по таможенным платежам гасится из стабилизационного фонда ассоциации.

² // Вестник от 09.06.2006

мечает Л. Подобедова, — должны не только облегчить жизнь бизнесменам, но и отбить у них желание перевозить товары в обход закона или давать взятку таможеннику».¹

С сожалением стоит отметить, что ситуация здесь нередко складывается по-другому. Некоторые таможенные брокеры сами становятся инициаторами «серых» схем таможенного оформления товаров. Не случайно после введения в действие ТК 2004 г., несколько упорядочившего по сравнению с 1993 г. условия деятельности таможенных брокеров, их количество сократилось в Реестре вдвое.² Из-за ужесточения требований (в т.ч. и материального характера) к брокерским компаниям многим прежним участникам этот бизнес стал не по карману. «Из оставшихся на плаву брокеров более 30 % работают «по-черному», без уплаты налогов».³ Важно еще и то, что, как правило, такие «черные брокеры» обслуживают фирмы-однодневки, желающие получить сиюминутную прибыль».⁴

Ясно, что у таких квази-брокеров нет никакого желания отстаивать интересы государства в части уплаты таможенных пошлин и налогов.

Без всякого сомнения, существенное повышение уровня технического оснащения таможенных органов, создание всеобъемлющей базы данных изменит само таможенное дело и связанный с ним таможенный брокераж. Все в большей мере, как мы полагаем, они (брокеры) будут заниматься консультационными услугами. В этой связи особые надежды возлагаются на так называемое «электронное декларирование».

Но как бы то ни было, новые технологии, в т.ч. и системы электронного декларирования, в конце концов займут подобающее им место в российском таможенном деле. Решение же этой конкретной задачи предполагает подготовку и переподготовку таможенных кадров, способных работать в новой системе декларирования, обустройство объектов таможенной инфраструктуры. Необходимо также развернуть новые технологии для осуществления данного проекта, связанного с приобретением дорогостоящих технических и программных средств.

К сожалению, таможенная служба не обладает сегодня такими ресурсами, которые позволили бы ей в короткие сроки внедрить электронное декларирование на всей территории страны. Видимо, целесообразно для этих целей привлекать материальные ресурсы НАТБ (по мнению президента ассоциации

¹ НАТБ разработала проект создания Единой общенациональной системы предварительного информирования. Ее организация предполагает: развитие информационно-логистических центров в отдельных регионах России; обеспечение системного взаимодействия этих центров между собой и с таможенными органами в целом; применение информационного обмена, касающегося наиболее проблемных направлений международного товарооборота для обеспечения безопасности и облегчения таможенных процедур; гармонизацию российской системы таможенного учета с соответствующей информацией зарубежных стран.

Ассоциацией разработана и введена в действие система обеспечения деятельности таможенных брокеров, владельцев складов временного хранения, таможенных складов, таможенных перевозчиков в форме поручительства Ассоциации. Тем самым создан компенсационный механизм, позволяющий снизить организационно-финансовые нагрузки на предпринимательство в таможенной сфере и в то же время позволяющий таможенным органам обеспечить реальную безопасность цепи поставок, вовремя взыскивать задолженности по уплате таможенных платежей и налогов.

Подобедова Л. Дырявые границы России. // Компания. 2005. Ноябрь. № 44. С. 39.

² Там же, с. 40.

³ Там же.

⁴ Там же.

А.С. Круглова), а также материальные и финансовые ресурсы профессиональных объединений перевозчиков и других коммерческих структур. Они заинтересованы в быстром и повсеместном внедрении системы электронного декларирования, понимая, что это ускорит прохождение таможенных процедур и сведет на нет влияние субъективного фактора при таможенном оформлении товаров.

Условия таможенного союза Европейского союза

Исходным условием существования таможенного союза Европейского союза (ЕС) является Общий таможенный тариф (ОТТ).¹ Именно с его помощью страны ЕС проводят независимую таможенную и общую торговую политику. В настоящее время доходы от ОТТ поступают не государствам — членам ЕС, а напрямую в ЕС, являясь важнейшим источником *доходов* этого европейского сообщества.

Общий таможенный тариф был введен статьями 18 и 19 Договора о ЕЭС в 1958 г. (ныне это ст. 26 и 27 указанного Договора). Целостное применение этого тарифа было организовано после переходного периода, начиная с 1968 г.

ОТТ был вначале закреплен на уровне среднеарифметических пошлин стран — участниц этого союза, которые были в силе на 01.01.1957. Впоследствии отдельные составляющие ОТТ уточнялись. Эти уточнения прилагались к Договору об ОТТ в качестве различных списков. Так, для ряда категорий сырья, указанных в списке D, ОТТ не мог превышать 3 %, для некоторых химических продуктов неорганического происхождения из списка D — не более 15 %.

Особенно сложно для установления ОТТ было определение *тарифной номенклатуры*. Эта номенклатура была закреплена Брюссельской конвенцией о номенклатуре для классификации товаров применительно к таможенным тарифам. Первоначально составленная таможенная номенклатура включала более 20 тысяч субпозиций. Столь значительные размеры указанной номенклатуры объяснялись тем, что она суммировала страновые особенности выделения ее отдельных элементов. Позже число субпозиций вследствие унификации номенклатуры сократилось в два раза — сначала до 10 тыс. субпозиций, а затем еще более чем в 3 раза — до 2809 субпозиций. В таком виде тарифная номенклатура сосуществовала до 1987 г. В сентябре 1987 г. ЕС ратифицировала Международную конвенцию о гармонизированной системе описания и кодирования товаров — Convention on the Harmonized Commodity Description & Coding Systems (HS). Эта система включала и новую таможенную номенклатуру. Она была сформирована Советом таможенного сотрудничества ЕС — Customs Cooperation Council. Именно эта система заменила во всем мире, кроме ряда стран, в т.ч. и России (тогда еще СССР), прежнюю Брюссельскую номенклатуру. Новая таможенная номенклатура стала основой для тарифных статистических номенклатур стран ЕС и их торговых партнеров. Она

¹ Здесь и далее излагаются условия общего таможенного тарифа, представленные в монографии «Право Европейского Союза». Под ред. профессора С.Ю. Капкина. М.: Юристъ, 2002. С. 471—478.

вступила в действие на территории стран ЕС с 01.01.1988 в форме совмещенной номенклатуры (Combined Nomenclature (CN)) и действует до сих пор. За время действия CN в нее вносились неизбежные, прежде всего в связи с появлением новых изделий, изменения с помощью специальных регламентов.

Совмещенная номенклатура (CN) включает в себя:

- номенклатуру CN;
- субпозиции к этой номенклатуре, разработанные ЕС и называемые как «субпозиции CN» (CN Subheadings);
- предварительные положения, т.е. дополнительные разделы (секции), примечания к главам и подстрочные примечания к субпозициям CN.

Параллельно с введением CN Европейским Союзом была создана информационная база данных ТАРИК (TARIC) — интегрированная тарифная система ЕС.

ТАРИК объединяет положения об импорте, не включенные в CN: тарифные квоты, временные ограничения на применение автономных пошлин, входящих в ОТС, антидемпинговые пошлины и компенсационные пошлины. Таким образом, ТАРИК представляет «интегрированный тариф» ЕС. ТАРИК публиковался *ежегодно*.

В 1994 г. ЕС создал электронную версию этой базы данных — ТАРИК-2 (TARIC 2). Эта база обновляется ежедневно. Результаты же обновления сразу же становятся доступны пользователям (таможенным службам).

Для облегчения получения информации о классификации товаров и тарифов на них участники экономических отношений с 01.01.1991 могут запрашивать соответствующую информацию у властей государств — членов ЕС. Власти, сформировавшие такую информацию, несут ответственность за предоставленные данные. Это способствует укреплению правовой защищенности участников экономических отношений и расширению импортно-экспортных операций. Отметим, однако, что полностью ОТС применяется лишь в торговле с США, Канадой, Австралией и ЮАР.

На возможности применения ОТС к другим странам решающее влияние оказывали соответствующие Международные соглашения, в особенности Генеральное соглашение о тарифах и торговле (ГАТТ).

Тарифная компонента Генерального соглашения о тарифах и торговле Всемирной торговой организации и Общего таможенного тарифа стран Европейского союза

Генеральное соглашение о тарифах и торговле (ГАТТ) сформировалось в результате последовательных изменений основополагающего документа, принятого в начале 60-х гг. прошлого века. Каждый из раундов переговоров относительно содержания ГАТТ приводил к существенным снижениям тарифов применительно к странам-участницам этого соглашения. Так, после раундов Диллона (1960—1962 гг.) и Кеннеди (1965—1967 гг.) таможенные тарифы госу-

дарств — участников ГАТТ уменьшились почти на 50 %. Токийский раунд (1973—1979 гг.) привел к сокращению таможенных тарифов еще на 1/3. Это сокращение проходило в 8 этапов, последний из которых завершился в начале 1987 г. Последовательные сокращения торговых тарифов позволили сохранить систему всемирной торговли открытой и развивающейся, несмотря на отдельные кризисные явления, случавшиеся в период функционирования ГАТТ.

С 1985 г. к работе по совершенствованию ГАТТ подключился ЕС. Это случилось в рамках подготовки нового раунда переговоров в рамках ГАТТ, который проходил в Пунта-дель-Эсте (Уругвай) до декабря 1993 г. Отметим, что после Уругвайского раунда ГАТТ было преобразовано во Всемирную торговую организацию (ВТО).

В уругвайских переговорах приняли участие представители 117 стран. Согласно принятым в конечном счете документам произошло значительное уменьшение таможенных тарифов на промышленную продукцию. Так, средний уровень тарифов в промышленно развитых странах сократился с 5 до 3 %. Следует отметить, что около 40 % импорта промышленных товаров в ЕС не облагается никакими сборами.

Что касается сельскохозяйственной продукции, то уругвайский раунд переговоров привел к тому, что таможенные пошлины на эту продукцию в промышленно развитых странах, включая ЕС, сократились в течение 6 лет на 36 %. Развивающиеся страны, согласно уругвайским договоренностям, в течение 10 лет (после окончания переговоров в 1993 г.) должны были сократить пошлины на сельскохозяйственную продукцию на 24 %.

В результате столь масштабных изменений потребовалось изменить и используемые в ЕС ОТТ. С 1995 г. вступил в силу его новый вариант, отражающий результаты уругвайского раунда переговоров. Теперь каждый подпункт тарифной номенклатуры стал иметь два уровня тарифов — автономный и договорной. Договорной тариф применяется в отношении стран — участниц ВТО.

В настоящее время ОТТ не применяется в отношении импорта товаров из некоторых стран. Это связано с использованием в отношении импорта из этих стран тарифных квот, тарифных потолков, а также условия временного приостановления действия тарифов.

Тарифные квоты и потолки применяются в результате двусторонних соглашений с третьими странами либо многосторонних соглашений в интересах обеспечения стран ЕС некоторыми товарами и утверждаются Советом ежегодно. Утверждение тарифных квот и потолков способствует оказанию давления на промышленные корпорации ЕС с целью стимулирования внедрения новых технологий, в т.ч. и энергосберегающих.

Что касается временного приостановления действия тарифов, то это положение охватывает около 1800 товаров или групп товаров, в частности химических продуктов, товаров электронной и авиационной промышленности. Иногда приостанавливают действие тарифов на некоторые виды сельскохозяйственной и рыболовной продукции. Это делается с целью облегчить условия обеспечения членов ЕС некоторыми видами продукции потребительского назначения. Это относится к импорту такого рода продукции из стран, не являющихся членами ЕС.

Так называемое происхождение товаров отражается на применяемых в отношении их тарифах. Что касается товаров, экспортируемых из зоны ЕС, то в отношении их принят образцовый сертификат происхождения (model certificate of origin). Этот сертификат содержит формулировки, отражающие соответствующие рекомендации ООН.

В заключение отмечу предпринимаемые новым руководством таможенной службы меры по преодолению коррупции. Как отмечено в газете «Ведомости», «Федеральная таможенная служба утвердила программу по борьбе с коррупцией (она утверждена руководителем ФТС А. Бельяниновым 05.10.2006) в собственных рядах. За таможенниками установят видеонаблюдение, будут тестировать их на детекторах лжи, платить за доносы на коллег, а еще повысят им зарплату в три раза, будут часто переводить их на новые места работы, а прямые контракты с бизнесменами минимизируют... Для этого необходимо массовое внедрение электронного декларирования...».¹

От себя добавлю: все эти меры могут оказаться действенными лишь при одном условии — изменении законодательных условий определения таможенной стоимости.

¹ // Ведомости от 20.10.2006.

Экспертное заключение¹ на перевод «Международных стандартов оценки» (VII издание, 2005 г.), выполненный по заказу Российского общества оценщиков²

Анализируемый перевод не лишен некоторых недостатков — прежде всего ряда смысловых неточностей, которые могут приводить к спорным ситуациям.

К примеру, с нашей точки зрения, понятие *real estate* (в авторском переводе *real estate* — недвижимость³) лучше определить следующим образом: это физическая материальная вещь, зримая и осязаемая. Трактовка, предлагаемая в сноске 3⁴, представляется недостаточно обоснованной. Дело в том, что «материальное» является, по нашему мнению, родовым понятием по отношению к «вещному», «физическому», «осязаемому», имея более широкий смысл «имущественного» вообще, что вытекает из смысла статей 128, 150—151 и 208 Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ). Соответственно, «осязаемое» является более узким видовым понятием. Замена «бухгалтерского», как с упреком отмечает переводчик, термина «материальное» термином «осязаемое» могла бы привести к необходимости пересмотра формулировок целого ряда нормативных положений гражданского права.

При этом в аналитической научной литературе широкое применение термина «вещный» вполне правомерно, если делаются оговорки применительно к контексту.

Далее на странице 40 переводчиком приводится обширная сноска, с нашей точки зрения, излишняя. Термин *amortization* в английском деловом языке шире понятия *depreciation*. Нельзя согласиться с тем, что, как подчеркивает переводчик, *amortization* — это «только и только» погашение займа (сноска 4).

Наоборот, в словаре Б.Г. Федорова в первом значении этот термин является синонимом *depreciation* и лишь на втором месте указывается «погашение (займа)». Забавно, что переводчик, далее сочувственно цитирующий глоссы Б. Федорова, в этом месте не видит прямого текста.

¹ Экспертное заключение (с несущественными сокращениями) приводится с согласия его автора — профессора В.Р. Евстигнеева.

² Автор В.Р. Евстигнеев, доктор экономических наук, ведущий научный сотрудник ИМОМО РАН, профессор Высшей школы экономики, вице-президент Общества финансовых аналитиков и прогнозистов

³ Пункт 3.1 главы 3.0, с. 37.

⁴ В упомянутой сноске 3 сказано следующее: «Появившаяся не так давно в переводах текстов по бухгалтерскому учету и финансовой отчетности подмена в профессиональной лексике «осязаемого» на «материальное» приводит к несоответствиям в методологических основах оценки в рыночной экономике и в конкретной практике применения понятий» (Международные стандарты оценки, с. 37, сноска 3).

Термин *impairment*, как справедливо отмечает переводчик, не следует передавать словом «обесценение», ему соответствует понятие «утрата (снижение) качества». Однако нельзя согласиться с предложением переводить *depreciation* исключительно как «обесценение», поскольку при этом теряется существенный оттенок «списания».

На странице 43 (п. 4.1.1) неправомерна, с нашей точки зрения, калька «виртуальная копия». В современном русском языке понятие «виртуальности» неразрывно связано с идеальным представлением, электронной версией и пр. Между тем в оригинале *virtual* не является в строгом смысле этого слова термином, а используется в старом значении «положительной» (совпадающей, схожей, «форменной») копии, т.е. в смысле «точное воспроизведение», а никак не «виртуальный образ» имущества.

Содержание данного пункта, кроме того, отсылает нас к более ранней главе «Даты принятия документов стандартов».¹ В этой главе (с. 34 перевода) в оригинальном тексте используется термин *depreciated replacement cost*. Он переводится как «амортизированные затраты замещения». Такой перевод нам представляется неудачным, оксюморонным, поскольку амортизации подлежат активы, а не понесенные издержки. Уместно перевести это выражение как «восстановительная стоимость с учетом амортизации» или в крайнем случае как «затраты на замещение с учетом амортизации». На странице 91 перевода (сноска 9) неправомерно, на наш взгляд, поднимается дискуссия вокруг слова *subject*. В данном случае полным выражением является *subject to* — это синоним выражения *liable to* и означает «подлежащий». Так, *subject to the valuation* в контексте (п. 5.3.2) означает «подлежащие оценке» (зависящие от оценки, как вариант); ни о каком «выхолащивании содержания» понятий, о котором упоминает переводчик, здесь не может идти речь.

В сноске 18 к пункту 5.8 на странице 194 вводятся новые для отечественного профессионального языка понятия: «интерес в недвижимости» и др. Вместе с тем там же, возможно, имеется неточность — в ряде случаев *ownership* лучше переводить как «владение», а не «собственность на» (в сноске следовало бы определить и обсудить эти случаи); при этом право владения является составной частью права собственности.

В сноске 33 на странице 299 перевода выражение *assessed value* позволяет дать более общую трактовку, не привязанную непосредственно к целям налогообложения. В общем случае это понятие можно перевести как «оценочная стоимость».

В пункте 4.3.3 перевода, на страницах 315 и 316, следовало бы уточнить, что термин *carrying amount* может означать стоимость с учетом обслуживания кредитов, взятых перед началом разработки (проекта). Во всяком случае это понятие имеет сложную логическую структуру, не проясняемую выражением «учетная сумма». Этот термин не «вытеснил» балансовую стоимость, как пишет переводчик, у него просто иной смысл.

¹ Скажу, что в порядке редакционной правки эту главу следовало бы назвать, может быть, так: «Даты принятия документов о стандартах» (Прим. Авт.).

Там же следовало бы уточнить, что традиционный стандартный перевод выражения *recovery, recoverable value* — это «остаточная стоимость». Обычно этот термин применялся в тех случаях, когда речь шла об основном (*fixed*) капитале после амортизации. Перевод «возмещаемая сумма» представляется недостаточным.

В глоссарии статья *Cost of capital* (с. 354 перевода) содержит небрежности. «Издержки привлечения» представляются более приемлемым переводом, чем неточное выражение «издержки применения». Приемлемым также представлялся бы перевод *Cost of capital* как «стоимость капитала». Там же не соблюдено грамматическое управление («который она должна обеспечить» — слово «который» не имеет должного согласования).

Далее, на странице 368 перевода, неловким представляется буквальный перевод термина *best practices* как «наилучшая практика». Более точная передача смысла при сохранении оттенков, заложенных во множественном числе, требует, на наш взгляд, переводить слово *practices* как «процедуры» («наилучшие» либо «оптимальные»).

Наконец, на страницах 370–371 перевода, где предлагается толкование термина «оптимизация», снова встречается затемняющее суть дела выражение «амортизированные затраты замещения», которое следовало бы прояснить, о чем уже сказано выше.

Условия, которые рекомендуется учитывать при выборе методов оценки стоимости бизнеса

Это приложение представляет собой сокращенную и несколько модифицированную версию раздела «Руководства по оценке стоимости бизнеса» (с. 34–35). Как и в Руководстве, «звездочками» (*) отмечены те условия, «которые обычно требуется установить, прежде чем использовать метод в качестве исходного для оценки стоимости бизнеса» (с. 34).

Подход к оценке, метод оценки	Рекомендуется выбрать данный метод, при условии:
Затратный подход	
Стоимость чистых активов	Компания владеет значительными материальными активами чистых активов, а нематериальные активы несут незначительную стоимость. Труд приносит небольшую добавленную стоимость продуктам или услугам компании. Бухгалтерский баланс отражает все материальные активы компании; отсутствуют не фигурирующие в балансе принадлежащие ей активы, которые по-прежнему приносят ей (компании) доход. Предполагается, что компания будет оставаться действующим предприятием. Оцениваемая доля собственности является контрольной для компании. В прошлом компания не имела устойчивых доходов или для нее было характерно неустойчивое соотношение «прибыль/поток денежных средств». Значительная часть активов компании состоит из ликвидных активов или иных ликвидных объектов инвестиций (обращающиеся на организованном рынке ценные бумаги, объекты недвижимости, права на разработку месторождений и др.). Бизнес существенно зависит от конкурентных контрактных предложений, он (бизнес) не располагает устойчивым, предсказуемым рынком сбыта. В той отрасли, к которой относится бизнес, относительно легко начать новое дело. Компания только что образована.
Ликвидационная стоимость	Ликвидационная стоимость является приемлемым определением стоимости оцениваемой компании. Оцениваемая доля собственности является контрольной для компании. Компания находится в стадии банкротства, или имеются обоснованные сомнения в том, что она сможет функционировать как действующее предприятие. По сравнению со стоимостью чистых активов текущие и прогнозируемые потоки денежных средств компании от продолжающихся операций слишком малы.

Подход к оценке, метод оценки	Рекомендуется выбрать данный метод, при условии:
Сравнительный подход	
Методы, использующие оценочные мультипликаторы, основанные на данных о компаниях- аналогах	Компания может оказаться более ценной будучи «мертвой», чем «живой». Имеется достаточное количество отобранных компаний и (или) сделок для того, чтобы определить значение соответствующего оценочного мультипликатора*. Если в качестве аналогов используются ОАО, то оценщик получает адекватные сравнительные данные*. Если используются данные о слияниях и поглощениях, тогда оценщик получает адекватные данные (например, цена сделки в отношении к стоимости актива)*.
Цена компании/ показатель дохода	Помимо указанных условий, оценщик обязан учесть следующие факторы: данные о доходах компании характеризуют их достаточную устойчивость; может быть установлено вполне определенное соотношение между показателями доходов оцениваемой компании и компаний-аналогов; структуры издержек компаний в отрасли характеризуются тенденцией к выравниванию.
Доходный подход	
Капитализация доходов	Прибыльность компании существенно влияет на представления о ее стоимости.* Имеется достаточная информация (серьезно обоснованные предположения) для суждения об ожидаемой динамике прибыли. Уровень текущих доходов может дать приближенное представление о будущих доходах. Показатели прибыли компании устойчиво положительны. Оценка стоимости компании учитывает премию за контроль. Доходы владельца (владельцев) компании могут быть установлены с достаточной определенностью (нередко эти доходы включают компенсации разного вида; кроме того, часть доходов владельца компании иногда представляют в форме ее расходов). Стоимость нематериальных активов значительна, и они генерируют существенную часть доходов компании. Труд обеспечивает заметную часть добавленной стоимости. Прибыль признается относительно более удобным индикатором стоимости бизнеса, чем поток денежных средств.
Дисконтированный чистый поток денежных средств (Net Cash Flow — NCF)	Отношение прибыли к потоку денежных средств существенно сказывается на величине стоимости компании.* Текущие (отчетные) потоки денежных средств, как считается, существенно отличаются от возможного в будущем потока денежных средств (по данным, например, бизнес-плана компании). Будущий NCF может быть определен достаточно достоверно (по данным, например, серьезно обоснованного бизнес-плана) или прогнозов клиентеллы (клиентской базы) NCF в последний год прогнозного периода, как ожидается, будет положительным. NCF в течение прогнозируемого периода не будет, согласно предположениям, отрицательным. Оценка стоимости компании учитывает премию за контроль. Доходы владельца (владельцев) компании могут быть установлены с достаточной определенностью (см. п. 6 подраздела 3.1). Компания является потенциальным объектом приобретения другими компаниями.

Пример обмена требований на другие ценные бумаги¹

Представим, что компания Z испытывает затруднения с погашением своих долгосрочных обязательств. Ее руководство договорилось с группой однородных кредиторов (владельцев векселей) о реструктуризации задолженности перед ними. Вот как это могло бы происходить.

В момент достигнутой договоренности сумма обязательств и собственного капитала компании выглядела так:

- краткосрочная кредиторская задолженность (коммерческий кредит) — 500 тыс. долл.;
- обязательства по выплате начисленной заработной платы — 200 тыс. долл.;
- долгосрочная ссуда банка, обеспеченная дебиторской задолженностью, под 12 % годовых (всего) — 600 тыс. долл.;
- 13 % — первозакладные облигации, обеспеченные недвижимостью компании², — 500 тыс. долл.;
- 15 % — обязательства по векселям — 1700 тыс. долл.;
- итого обязательств (1 + 2 + 3 + 4 + 5) — 3500 тыс. долл.;
- собственный капитал (обыкновенные акции) — 920 тыс. долл.;
- итого обязательств и собственного капитала (6 + 7) — 4420 тыс. долл.

Согласно бизнес-плану в будущем компания ожидает получения ежегодной стабильной прибыли в размере 800 тыс. долл.

В отрасли, в которой действует компания, мультипликатор «цена компании/прибыль» равен 5. В этом случае оценка стоимости компании Z составит 4 млн долл. ($800\,000 \times 5$).

Из этой суммы надо вычесть издержки, связанные с затратами на юридическое оформление условий реструктуризации — 200 тыс. долл. Тогда стоимость компании будет равна 3800 тыс. долл. ($4000 - 200$).

Уровень налогообложения прибыли компании — 40 %.

По соглашению с кредиторами — владельцами векселей (1700 тыс. долл.) для реструктурирования этой категории задолженности компании будут использованы следующие виды ценных бумаг:

¹ См.: Хорн Дж. Ван. Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 1996. С. 787–789. Пример приводится с некоторыми уточнениями.

² Облигация, обеспеченная первой закладной (First mortgage bond) — это «облигация, обладающая правом первого притязания на имущество эмитента в случае его неспособности выплатить процент и основную сумму по облигации». Вульфел Ч. Энциклопедия банковского дела и финансов. М.: Корпорация «Федоров», 2000. С. 859.

- те же 15-процентные векселя;
- 13-процентные привилегированные акции;
- обыкновенные акции.

И кредиторы, и акционеры также договорились о том, что доля собственного капитала в общей сумме используемого капитала должна составлять 30 %, т.е. удельный вес общей величины обыкновенных акций должен составлять 30 % в общей сумме обязательств и собственного капитала.

Группа обладателей векселей выдвинула количественные характеристики условий покрытия по векселям и привилегированным акциям. Эти условия соответствуют общепринятым правилам: чем выше статус той или иной ценной бумаги, тем должен быть выше коэффициент покрытия. При этом в отношении векселей соответствующая часть прибыли до уплаты налогов должна превышать размеры текущих выплат по этому виду задолженности в 4 раза с учетом выплат по перевозакладным облигациям¹; а по привилегированным акциям прибыль после уплаты налогов должна быть выше текущих выплат по ним (привилегированным акциям) в 2 раза.

Это эмпирически установленные уровни покрытия текущих платежей. Так, среди «минимальных качественных требований» к обязательствам компаний перед кредиторами отмечено, в частности, следующее: «...средняя доналоговая прибыль пятикратно превышает процентные расходы для промышленных... предприятий» (в представленных расчетах — в 4 раза. — *В.Р.*), а «...среднее покрытие всех расходов на обслуживание долга равно 2...».²

Итак, объект реструктурирования задолженности — 15-процентные векселя. Что касается других видов задолженности — обязательств более высокого класса, то текущие требования соответствующих кредиторов подлежат полному удовлетворению.

Прежде всего должна быть найдена предельная величина, до которой при реструктуризации могут быть уменьшены общие обязательства по 15-процентным векселям (исходная сумма — 1700 тыс. долл.). Эта предельная величина устанавливается в результате следующего расчета:

- прибыль до выплаты процентов и налогов — 800 тыс. долл.;
- минус выплата процентов по ссуде банка в 600 тыс. долл. под 12 % годовых — 72 тыс. долл.;
- прибыль до уплаты налогов — 728 тыс. долл.;
- разделить на коэффициент покрытия — 4;
- предельный размер выплат по векселям и перевозакладным облигациям ($728\ 000/4$) — 182 тыс. долл.;
- минус выплаты по 13-процентным перевозакладным облигациям, имеющим более высокий статус, чем векселя (облигации не включены в процесс реструктурирования задолженности, поэтому здесь размер выплат сохраняется в размере 13 % от 500 000) — 65 тыс. долл.;
- предельная величина текущих выплат по 15-процентным векселям ($182\ 000 - 65\ 000$) — 117 тыс. долл.;

¹ Выплаты по перевозакладным облигациям, как и по векселям, производятся из прибыли после выплаты процентов.

² Котли С., Мюррей Р., Блок Ф. Анализ рынка ценных бумаг Грэма и Додда. М.: Олимп-Бизнес, 2000. С. 498.

- ставка капитализации векселей — 15 %;
- предельная абсолютная величина векселей $(117\ 000/0,15)$ — 780 тыс. долл.

Таким образом, в результате этих расчетов установлено, что из 1700 тыс. долл. обязательств в виде 15-процентных векселей компания вполне в состоянии осуществлять текущие платежи в расчете на такие векселя в сумме 780 тыс. долл. Но оставшаяся величина в 920 тыс. долл. $(1700 - 780)$ должна быть заменена другими ценными бумагами.

Прежде всего подобным заменителем выступают 13-процентные привилегированные акции. Напомним, что согласованный с группой однородных кредиторов коэффициент покрытия должен быть равен 2. Оценим возможный объем привилегированных акций:

- прибыль до выплат процентов и налогов — 800 тыс. долл.;
- минус выплата процентов по ссуде банка в 600 тыс. долл. под 12 % годовых — 72 тыс. долл.;
- минус выплата по 15-процентным векселям — 117 тыс. долл.;
- прибыль до уплаты налогов (без учета выплат по облигациям) $(800\ 000 - 72\ 000 - 117\ 000)$ — 611 тыс. долл.;
- минус налоги (40 % от 611 000) — 244 400 долл.;
- прибыль после уплаты налогов $(611\ 000 - 244\ 400)$ — 366 600 долл.;
- разделить на коэффициент покрытия — 2;
- максимально возможная величина дивидендов по привилегированным акциям $(366\ 600/2)$ — 183 300 долл.;
- ставка капитализации привилегированных акций — 13 %;
- максимально возможная абсолютная величина привилегированных акций $(183\ 300/0,13)$ — 1 410 000 долл.

Полученная величина (1 410 000), с одной стороны, излишне значительна по сравнению с оставшейся величиной замещения векселей (920 000), с другой — сумма обязательств с учетом новых характеристик стоимости векселей и привилегированных акций оказывается больше установленной величины стоимости компании (3800 тыс. долл.) (см. выше). Действительно, сумма всех обязательств будет равна 3990 $(1300 + 500 + 780 + 1410)$.

Очевидно, необходимо уменьшить величину привилегированных акций. Но это можно сделать при том условии, что общая сумма обыкновенных акций с учетом их дополнительной эмиссии должна составлять 30 % от всех активов компании, т.е. от ее общей стоимости с учетом как собственного, так и заемного капиталов. Значит, величина обыкновенных акций должна составлять 1 140 000 долл. $(0,3 \times 3\ 800\ 000)$.

Теперь, используя размер привилегированных акций как переменную величину, найдем их объем:

- величина стоимости компании за минусом затрат на юридическое оформление структуризации задолженности — 3800 тыс. долл.;
- коммерческий кредит — 500 тыс. долл.;
- обязательства по оплате труда — 200 тыс. долл.;
- ссуда банка — 600 тыс. долл.;
- 780 тыс. долл. (векселя);

- 1140 тыс. долл. (обыкновенные акции);
- 80 тыс. долл. (привилегированные акции).

Таким образом, 80 000 — это полученная величина привилегированных акций.

Теперь можно составить реструктурированный раздел бухгалтерского баланса — «Обязательства и собственный капитал»:

- коммерческий кредит — 500 тыс. долл.;
- обязательства по оплате труда — 200 тыс. долл.;
- ссуда банка — 600 тыс. долл.;
- 13-процентные первозакладные облигации — 500 тыс. долл.;
- 15-процентные векселя — 780 тыс. долл.;
- привилегированные акции — 80 тыс. долл.;
- обыкновенные акции — 1140 тыс. долл.

Всего 3800 тыс. долл.

А вот как выглядит реструктурированный элемент — 15-процентные обязательства по векселям в размере 1700 тыс. долл.:

- 15-процентные векселя — 780 тыс. долл.;
- привилегированные акции — 80 тыс. долл.;
- обыкновенные акции — 840 тыс. долл.

Всего 1700 тыс. долл.

Всего обыкновенных акций оказалось 1140 тыс. долл., т.е. была произведена их дополнительная эмиссия в размере 220 тыс. долл. (1140 — 920). Часть общего количества обыкновенных акций «ушла» к кредиторам — обладателям 15-процентных векселей, а именно 840 тыс. долл., остальные акции — 300 тыс. долл. (1140 — 840) — сохранились у прежних акционеров. Напомним, что прежде они обладали 100-процентным пакетом акций (920 тыс. долл.), а теперь владеют только 26,3 % (300/1140) акций.

Конечный результат: прежние акционеры потеряли абсолютный контроль над когда-то полностью подконтрольной им компанией, уменьшилась и принадлежащая на их долю собственность. Но зато удалось сохранить компанию. Если бы компания была ликвидирована, бывшие акционеры, скорее всего, не получили бы ничего.

Модель Дж. Ольсона

Модель, которую мы представим¹, не может быть отнесена исключительно к доходному подходу. По существу эта модель, как и модель Блэка—Шоулза, занимает, можно сказать, промежуточное положение между доходным, затратным и сравнительным (рыночным) подходами.

Разработка этой модели имеет свою предысторию. Речь идет о расчетах таких авторов, как Эдварс (Edwards), Белл (Bell) (1961 г.)² и Пизнел (Peasnel) (1982 г.)³.

В разработанной ими модели устанавливаются теоретически обоснованные взаимосвязи между бухгалтерскими оценками доходов, бухгалтерской балансовой стоимостью фирмы и оценками DCF (дисконтированного денежного потока).

Проведенные этими авторами исследования в конце концов оформились в достаточно известную теперь модель. При этом они исходили из предположения об «очищенном счете прибылей» фирмы⁴. Это означает, что все прибыли и убытки от использования активов должны проявляться в измерениях доходов той или иной фирмы.

Исходя из предположения о том, что доходы в год t (x_t) равны балансовой стоимости на конец года (b_t) минус балансовая стоимость на начало года (b_{t-1}) плюс выплаченные дивиденды (d_t), можно представить следующее:

$$x_t = b_t - b_{t-1} + d_t. (1)$$

Акционеры, инвестирующие свои ресурсы в конкретную компанию, рассчитывают на получение ставки дохода, равной стоимости капитала, — r . В таком случае все доходы будут просто «нормальными» прибылями. А все что свыше этого? Все что «свыше» — это аномальные (abnormal) доходы. Отсюда ясно, что доходы можно определить следующим образом:

$$x_t^a = x_t - r \times b_{t-1}. (2)$$

Таким образом, можно рассматривать как остаточный (residual) доход компании в году t .

¹ Описание этой модели основывается на ее характеристиках, представленных А. Грегори. См.: Грегори А. Стратегическая оценка компаний. М.: Кникто-Консалтинг, 2003. Разделы 3.9 и 5.7.1.

² Edwards E. and Bell P. The Theory and Measurement of Business Income. University of California Press, 1961.

³ Peasnell K.V. Some formal connections between economic values and yields and accounting numbers. Journal of Business Finance and Accounting, 1982, Autumn, pp. 261–381.

⁴ Иными словами, авторы исходят из условия полного распределения прибыли и отсутствия так называемой нераспределенной прибыли.

⁵ Верхнее обозначение «а» показывает принадлежность к аномальным доходам.

Заменяя на его значение (1), получим:

$$x_t^a = b_t - b_{t-1} + d_t - r \times b_{t-1} = b_t - (1+r)b_{t-1} + d_t. \quad (3)$$

Преобразуем это уравнение, чтобы получить характеристику дивидендов (d_t):

$$d_t = (1+r)b_{t-1} + x_t^a - b_t. \quad (4)$$

Как известно, модель дисконтированного потока дивидендных выплат представляет стоимость компании как сумму текущей стоимости (PV) потока ее дивидендных выплат плюс терминальные выплаты (terminal payment). При этом предполагается, что балансовая стоимость активов установлена на конец года.

Используя эту модель дисконтированного потока дивидендных выплат и заменив значение дивидендов на их количественную характеристику (4), можно представить, что стоимость компании (P_t) определяется следующим образом:

$$P_t = \frac{[(1+r)b_t + x_{t+1}^a - b_{t+1}]}{(1+r)^1} + \frac{[(1+r)b_{t+1} + x_{t+2}^a - b_{t+2}]}{(1+r)^2} + \dots \\ + \frac{[(1+r)b_{t-1} + x_t^a - b_t]}{(1+r)^{t-1}} + \frac{b_t}{(1+r)^{t-1}}. \quad (5)$$

Если исходить из предположения о бесконечности функционирования этого бизнеса, что соответствует общей концепции действующего предприятия, то в таком случае дисконтированная балансовая стоимость активов (PV) в году t будет равна нулю. Так что, опустив исходя из этого предположения отдельные элементы формулы (5), стоимость компании P_t можно представить такой формулой:

$$P_t = b_t + \sum_{\tau} \frac{x_{t+\tau}^a}{(1+r)^\tau}. \quad (6)$$

Отсюда понятно, что стоимость компании является просто суммой балансовой стоимости ее активов плюс текущая стоимость (PV) потока (stream) будущих остаточных доходов до бесконечности. В таком случае исходная формула стоимости компании (P_0) может быть представлена так:

$$P_0 = b_0 + \frac{x_1^a}{r-g}. \quad (7)$$

Пример:

- «нормальный» уровень дохода компании А в конкретном году составляет 5 000 Ч0,15 (15 % — нормальная доходность) = 750 фунтов стерлингов;
- прогноз дохода составляет 900 фунтов стерлингов, в таком случае аномальные доходы будут равны 150 = 900 — 750;
- изменение уровня нормальных и аномальных доходов прогнозируется исходя из среднегодового темпа прироста в 10 %;

• в таком случае стоимость компании окажется равной:

$$P_0 = 5000 + \frac{150}{0,15 - 0,10} = 8000 \text{ фунтов стерлингов.}$$

Недавно улучшенный вариант этой модели (вариант Ольсона) оказался в центре внимания специалистов по оценке стоимости бизнеса, поскольку этот вариант несколько оттеснил модели, основывающиеся на оценке стоимости компаний для акционеров (shareholder value). Вариант Ольсона является особой адаптацией модели Пизнела (1982 г.). Этот вариант основывается на специфических предложениях относительно эволюции аномальных доходов в перспективном периоде. Рассмотрим этот вариант более подробно.

Вариант модели Пизнела, обоснованный Ольсоном, известен как модель Ольсона. Эта модель была представлена в 1995 г.¹ Она основывается на более ранних работах этого автора, опубликованных в 1991 г.² В то же время эта модель развивает основные положения представленной системы расчетов и предполагает одинаковые с ней условия. Ольсон отталкивается от конечной формулы модели Эдвардса (Edwards) и Белла/Пизнела (Bell/Peasnell) (1961, 1982 гг.), а именно формулы (6).

Вклад Ольсона заключается в том, что он исходил из предположения о том, что стоимость компании (p) также зависит и от специфического процесса «информационной динамики», а не только, как вытекает из представленной формулы, от изменений балансовой стоимости плюс PV потока будущих терминальных (остаточных — residual) доходов или иначе — аномальных поступлений (abnormal earnings). Эта «информационная динамика» определяет условия получения компанией аномальных поступлений. Ольсон предполагает, что эти поступления соответствуют авторегрессионному процессу следующего типа:

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1,t+1}; \quad (8.1)$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2,t+1}. \quad (8.2)$$

Согласно предположению Ольсона, коэффициент ω в формуле (8.1) значим в пределах от 0 до 1. Если ω равно 0, то остаточные доходы в будущем исчезают, и, таким образом, их PV равно нулю. С другой стороны, если $\omega = 1$, то аномальные доходы существуют постоянно.

Второй показатель γ (8.2) представляет информацию о будущих остаточных доходах. При этом предполагается, что γ также значим, как и ω , в пределах от 0 до 1.

Составляющие (ε) формул (8.1) и (8.2) указывают на непредсказуемые статистические ошибки в измерениях представленных показателей.

¹ Ohlson J.A. Earnings, book value and dividends in security valuation. Contemporary Accounting Research, 1995, vol. 11, pp. 661–687.

² Ohlson J.A. A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings. Contemporary Accounting Research, 1991, Spring, pp. 648–676.

Привлекательность модели Ольсона заключается в том, что эта модель предлагает шанс измерения остаточных доходов, существование которых обосновывается экономической теорией. Модель также допускает «другую информацию» относительно формирования аномальных доходов в рамках самого прогнозного периода, т.е. не связанных с текущими аномальными доходами. В принципе модель эффективно включает «прирост» указанных условий (текущих остаточных доходов и дополнительных остаточных доходов) в модель роста дивидендов. Вместе с тем важно отметить, что если «прирост» аномальных доходов (ω) меньше 1, то $\omega = 1 + \gamma$. Формула оценки стоимости компании предполагает комбинирование информационных динамик (8.1) и (8.2) с функцией оценки (6) и может быть представлена следующим образом:

$$P_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t, \quad (9)$$

где

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{(1+r-\omega)};$$

$$\alpha_2 = \frac{(1+r)}{(1+r-\omega)(1+r-\gamma)}.$$

Исходя из практических запросов эту формулу можно применять для оценки нынешней (today) или перспективной (horizon) стоимости компании, используя конечный год оценки стоимости для определения аномальных доходов и v . Отсюда перед оценщиком возникает проблема получения количественных значений ω , γ . Эмпирическое исследование, проведенное в 1999 г. группой специалистов — Дечоу, Хаттон и Слоэн,¹ основывалось на данных об американских компаниях. Это исследование позволило справиться с указанными проблемами. Оно, можно сказать, протестировало с помощью детальных расчетов, какие статистические данные необходимы для использования модели Ольсона в практических целях.

Дечоу и его соавторы энергично взялись за решение проблемы количественной оценки второй информационной переменной v . Они предполагали, что она (оценка) представляет разницу между согласованным аналитическим прогнозом доходов на следующий год за минусом аномальных доходов, которые могли бы быть установлены исходя из текущих аномальных доходов (т.е. ω можно представить в качестве мультипликатора аномальных доходов этого года).

Были исследованы возможности применения отдельных моделей, с помощью которых устанавливались комбинации «другой информации». При этом в расчетах предполагались полярные экстремальные значения для ω и γ . В конечном счете для аномальных доходов и другой информации расчетные значения ω и γ были получены с помощью авторегрессионной модели. В дополнение были сделаны условные измерения ω и γ , которые позволили провести декомпозицию аномальных доходов.

¹ Dechow P.M., Hutton A. and Sloan R.G. An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 1999, vol. 26, pp. 1–34.

Обобщающий результат статистического исследования объединенной выборочной совокупности из 50 133 наблюдений (observation) во временном интервале с 1976 по 1995 гг. заключается в оценке ω . Она оказалась равной 0,62 ($\omega = 0,62$), т.е. значительно отличающейся от полярного предельного значения, равного 1,0. Другими словами, динамика аномальных доходов характеризуется тенденцией изменения средних значений к 0 (zero). Проверка условий действительных сдвигов средних значений ω свидетельствует о том, что модель обеспечивает благоприятные возможности для характеристики эволюции аномальных доходов. Измерение информационного параметра γ также свидетельствует о существенных отличиях его количественной характеристики от полярного значения. Выборочное обследование показало, что $\gamma = 0,32$.

Однако следует отметить, что модель недостаточно эффективна в том случае, когда прогнозные цены, определяемые на основе уравнения (9), характеризуются тенденцией недооценки современных котировок акций (stock prices). Единственное объяснение этому заключается в том, что инвесторы переоценивают краткосрочные прогнозы аномальных доходов. Такое объяснение совместимо с утверждением Балклея и Харриса¹ (1997 г.), которые показали, что долгосрочные прогнозы роста доходов аналитиков сильно коррелированы с прошлыми характеристиками роста доходов, хотя реальный рост доходов демонстрирует отсутствие корреляции с характеристиками роста доходов в прошлом.

Для использования модели Ольсона в целях долгосрочного прогнозирования необходима несложная, вполне доступная информация.

На мой взгляд, эта модель вполне может быть использована в качестве проверочного (подчеркну специально: не основного) метода оценки стоимости бизнеса, пакетов акций в современных российских условиях.

Вместе с моими коллегами О. Егоровым и Н. Козловым мы подготовили к изданию брошюру «Методические рекомендации по оценке стоимости бизнеса с применением моделей Ольсона и Блэка—Шоулза». Вначале эта брошюра была издана Комитетом по оценочной деятельности Торгово-промышленной палаты Российской Федерации, а впоследствии (в 2005 г.) была переиздана в рамках «Библиотечки журнала "Имущественные отношения"».

Эта брошюра имеет практическую направленность.

В брошюре приведены два примера использования модели Ольсона применительно к оценке стоимости двух ОАО (по заказу РФФИ).

ОАО № 1. Вначале была рассчитана стоимость ОАО № 1 (комбикормовое производство) на основе традиционной схемы расчетов, основывающихся на определении стоимости чистых активов компании. Затем к рассчитанным характеристикам ОАО № 1 была применена модель Ольсона. Наиболее достоверные результаты были получены на основе ставки дисконтирования (R), равной 20 %, и параметров $\omega = 0,62$; $\gamma = 0,32$. В таком случае стоимость компании составила 137 456 тыс. руб.

¹ *Bulkeley G. and Harris R. Irrational analysis expectations as a cause of excess volatility in stock prices. Economic Journal, 1997, March.*

Меняя отдельные параметры, мы установили, что уменьшение стоимости компании зависит от трансформации указанных параметров модели Ольсона и ставки дисконтирования. Вот соответствующие характеристики выполненных расчетов по оценке стоимости ОАО № 1.¹

Параметры Модели Ольсона			Стоимость ОАО № 1 (тыс. руб.)
R = 20 % (основной выбор)	$\omega = 0,62$	$\gamma = 0,32$	137 456
R = 20 %	$\omega = 0,52$	$\gamma = 0,32$	126 611
R = 20 %	$\omega = 0,52$	$\gamma = 0,24$	121 039
R = 20 %	$\omega = 0,52$	$\gamma = 0,24$	113 740
R = 39 %	$\omega = 0,52$	$\gamma = 0,24$	105 702

Как видно, стоимость ОАО № 1 снижается вследствие повышения ставки дисконтирования и уменьшения параметра ω модели Ольсона.

ОАО № 2 представляло собой научно-производственное объединение, специализирующееся на разработке, выпуске и обслуживании приборов и точных механизмов. Как указано в упомянутой брошюре, были получены характеристики стоимости 100-процентного пакета акций этого ОАО в рамках затратного и сравнительного подходов. Средневзвешенная величина составила 68 043 тыс. руб.

Полученная с применением модели Ольсона величина стоимости ОАО № 2 оказалась равной 67 444 тыс. руб., т.е. оценка оказалась весьма близкой к средневзвешенному результату, полученному с помощью оценок на основе применения затратного и сравнительного подходов.

¹ Евров О., Козлов Н., Рутайзер В. Методические рекомендации по оценке стоимости бизнеса с применением моделей Ольсона и Блэка—Шоулза. М., 2005. С. 67.

Применение характеристики клиентеллы¹ компании для прогнозирования ее доходов (в рамках модели DCF (ДДП))

При характеристике условий применения модели ДДП (дисконтированного денежного потока), изложенных в одном из разделов USPAP 2005, мы отметили несколько необычную формулировку. Авторы этого свода Американских единых стандартов оценочной деятельности отмечали, что прогнозы денежных потоков представляют «сердцевину» указанной модели.

В то же время мы отмечали, что лежащие в основе такого прогнозирования бизнес-планы отдельных компаний, рассчитанные на перспективу 5 и более лет, «имеют в определенной мере украшательский, рекламный характер».

Разрабатывая проблему вычленения и оценки такого нематериального актива ряда компаний, как клиентелла, мы пришли к выводу о том, что она (клиентелла) может быть использована для формирования достаточно объективных измерений будущей экономической активности той или иной компании.²

В работе (брошюре) «Клиентелла: нематериальный актив и информационная база прогнозирования развития компании» представлен специальный раздел «Прогнозные оценки продаж в расчете на возможных будущих дистрибьюторов» (с. 29). Прежде чем излагать условия формирования таких оценок, следует сказать, что возможные в перспективе группы дистрибьюторов могут су-

¹ Понятие «клиентелла» заимствовано из работы М.И. Кулагина (1947–1990), который отмечал, что «клиентелла — это наличие постоянных клиентов у предприятия, перспективы его развития». *Кулагин М.И. Избранные труды. Серия: Классика российской цивилистики.* М., 1997. С. 252.

Более подробно это понятие рассматривается в работе: *Авдеев С., Козлов Н., Рутгайзер В.* Клиентелла: нематериальный актив и информационная база прогнозирования развития компании. М., 2006.

² См.: *Авдеев С., Козлов Н., Рутгайзер В.* Клиентелла: нематериальный актив и информационная база прогнозирования. М., 2006. (Далее ссылки на эту работу приводятся непосредственно в тексте.)

Отметим, что нами издана еще одна работа: *Авдеев С., Козлов Н., Рутгайзер В.* Оценка рыночной стоимости клиентеллы — нематериального актива предприятия. М.: АНО «Союзэкспертиза». Торгово-промышленная палата Российской Федерации, 2006.

При подготовке указанных публикаций были использованы следующие источники:

1. *Левонтьев Б., Мамеджанов Х.* Принципы и подходы к оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов. М., 2003;

2. *Левонтьев Ю.* Техника профессиональной оценки интеллектуальной собственности и нематериальных активов. М., 2005;

3. *Рейли Р., Швайц Р.* Оценка нематериальных активов / Пер. с англ. М.: Квинто-Консалтинг, 2005;

4. *Лев Б.* Нематериальные активы. Управление. Измерение. Ответность. М.: «Квинто-Консалтинг, 2003;

5. *Hitchner J.R.* Financial, Valuation. Applications and Models, New Jersey, John Wiley & Sons, 2003, Chapter 20 Valuation of Intangible Assets, pp. 748–820;

6. USPAP 2005 — Единые стандарты профессиональной практики оценки — 2005 / Пер. с англ. Л. Лопатникова. М.: издательство Ассоциации российских мастеров оценки, 2005;

7. *Tham J., Velez Y.* — Pareja. Principles of Cash Flow Valuation. Elsevier Academic Press, London, 2004, Chapter 8.

ществовать в рамках достаточно ограниченного круга компаний, реализующих всю или большую часть своей продукции (своих услуг) через посредников.

Следует отметить, что само по себе понятие «клиентелла» — это особая разновидность клиентской базы компании. Такая клиентская база представляет отношения связанных взаимными обязательствами производителя (компании) и его дистрибьюторов. Существуют и иные формы клиентской базы компании, при которых отсутствует условие взаимных обязательств указанных сторон — производителя (компании) и дистрибьюторов. В основе прогнозов развития предприятия, имеющего устойчивую клиентскую базу, т.е. определение перспектив его развития, лежит представление о том, что здесь вполне возможно использование аппарата актуарных расчетов.¹

При этом в нашей работе, помимо традиционных механизмов актуарных расчетов, использовались так называемые кривые Айова разных типов и распределение В. Вейбулла.

Использование всего этого аппарата (актуарных расчетов, указанных кривых и отмеченного распределения) позволило определить возможное изменение в перспективе контингента дистрибьюторов. Этот контингент будет состоять из части существующих клиентов (часть их «вымрет»), а также новых клиентов (с учетом перспектив их «рождаемости» в каждом году перспективного периода).

Следующий этап обоснования перспектив развития компании на основе клиентеллы — это установление условий «распределения существующей нагрузки на клиентов (дистрибьюторов)». Речь идет об оценке совокупных продаж продукции (услуг) компании, приходящихся на каждого дистрибьютора.

Прогнозы такой нагрузки на каждого дистрибьютора позволяют оценить и то, что М.И. Кулагин называл «перспективами развития компании». А отсюда нетрудно обосновать и прогнозные характеристики денежных потоков.

Я уверен в том, что такие прогнозы позволяют повысить уровень объективности используемых в этой модели показателей NCF (чистых денежных потоков), а значит, и перспективную оценку стоимости отдельных компаний.

Отмечу, что с недавнего времени клиентские базы отдельных компаний становятся объектом пристального внимания их конкурентов. Как утверждают Р. Сагдиев и Е. Виноградова, сейчас «компаниям... много внимания уделяют защите компьютерной сети и баз данных от внешнего вторжения...». «Корпоративные сайты, — продолжают они, — могут рассказать о компаниях намного больше, чем иногда хотели бы их владельцы... Практически на любом из них стоят счетчики числа посещений... Разведчику (который представляет конкурирующую компанию. — В.Р.) счетчик посещений сдаст ваших потенциальных клиентов».

Другой распространенный прием «вычисления» клиентской базы конкурента начинается с отправки к офису конкурента «счетчика», который в течение дня переписывает номера всех подъезжающих к зданию машин... С помощью ГИБДД и телефонных компаний можно узнать адреса и телефоны лю-

¹ Бауэрс Н., Гербер Х., Хикман Дж. Актуарная математика / Пер. с англ. М.: Янус-К, 2001.

дей... И таким образом составить базу активных клиентов компании (так считает один из специалистов по разведке. — В.Р.).

Вычислить чужих клиентов можно и с помощью данных о грузоперевозках... Например, металлотрейдеры регулярно «мониторят» объемы перевозок железнодорожным транспортом...».¹

Выяснение условий расчета с клиентами на «чужой» территории — это что-то новое в развитии бизнеса. «Такое, — пишет Анастасия Матвеева, — кажется, больше похоже на сюжет очередного голливудского боевика... Между тем это происходит на самом обычном из рынков — рынке розничной торговли: эмиссары британской компании Tesco под личиной киношников разрабатывают бизнес-планы охоты в угодьях другого супергиганта мирового ритейла — американской Wal Mart».²

Подобные прецеденты охоты за потребителем начинают складываться и в России, отмечает Анастасия Матвеева. В частности, «розница берет на себя функцию облагораживания отечественного производителя, заставляя его делать свой продукт привлекательным для покупателя...»³, т.е. для клиента. Клиентская база, потребители все в большей мере ориентируют развитие самого производства.

В последнее время появляются системы управления, ориентированные на клиентов компаний. CRM (Customer Relationship Management) — одна из них. Как отмечается в проспекте CRM, «это современное решение, *полностью* ориентированное на интересы клиентов... Оно способствует повышению эффективности и управляемости процессов продаж, маркетинга и обслуживания клиентов, а также сокращает сроки расчетов с клиентами».⁴ Если отбросить рекламную шелуху, становится очевидным, что клиентская база — клиентела превращается в основу управления современным бизнесом.

¹ // Ведомости от 13.12.2005.

² // Эксперт. 2006. № 37. С. 40.

³ Там же.

⁴ // Эксперт. 2005. № 36. С. 73.

Отзыв об оценке рыночной стоимости ОАО «НК «Роснефть», выполненной ЗАО «ЭконИнвестОценка»

ВВЕДЕНИЕ

Этот отзыв подготовлен мною, Руттайзером Валерием Максовичем, в соответствии с заключенным мною договором с руководством ОАО «НК «Роснефть» (далее — «Роснефть»). Договор предполагает экспертную характеристику подготовленного фирмой «ЭконИнвестОценка» отчета об определении рыночной стоимости Роснефти на 01.01.2002.

Такая экспертная характеристика предусматривает анализ проведенной ЗАО «ЭконИнвестОценка» (далее — оценочная фирма) оценки рыночной стоимости «Роснефти».

АНАЛИЗ ОТЧЕТА ОЦЕНОЧНОЙ ФИРМЫ

Общая характеристика

Итоговый результат оценки рыночной стоимости выделяется по состоянию на 01.01.2002 следующими цифрами:

- в рублях — 94 224 706 тыс. руб.;
- в американских долларах — 3 126 525 тыс. долл.

Считаю, что этот результат достаточно верно характеризует рыночную стоимость «Роснефти».

Выполненная оценочной фирмой оценка рыночной стоимости «Роснефти» в полной мере соответствует законодательным и нормативным актам, регулирующим оценочную деятельность в Российской Федерации.

Я имею в виду Гражданский Кодекс РФ, законы об оценочной деятельности, об акционерных обществах, о бухгалтерском учете и др. Что касается подзаконных актов, то это Постановление Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» (от 06.07.2001 № 519), Постановление Правительства РФ «О лицензировании оценочной деятельности», а также документы, утвержденные специальными распоряжениями Министерства имущественных отношений.

Оценка рыночной стоимости «Роснефти», полученная оценочной фирмой, основывается на общепринятой методологии проведения расчетов, связанных с оценкой стоимости бизнеса.

Специалисты фирмы использовали практически все опубликованные в России издания на этот счет как российских, так и зарубежных авторов. В ра-

боте использованы и отдельные специальные зарубежные публикации, особенно в части применения новых методов оценки стоимости бизнеса, в частности, модель Ольсона.

Выполненное оценочной фирмой исследование хорошо согласовано, в нем нет внутренних противоречий. Отчет достаточно полно характеризует информационную основу его проведения. Это не только общедоступная информация, но и обширные сведения, предоставленные руководством «Роснефти» оценочной фирме.

Содержание исследования оценочной фирмы

Вначале авторы представляют используемые в исследовании определения наиболее важных терминов. Это — «рыночная стоимость», а также «виды стоимости объекта оценки, отличные от рыночной стоимости», «ценные бумаги», «основные средства» и др.

Далее в работе представлены соответствующие общероссийским стандартам оценки все три подхода, используемые в оценочной деятельности (раздел 3.10), а также общепринятые принципы оценки.

Отдельный раздел отчета оценочной фирмы посвящен процедуре оценки. Эта процедура основывается на концепции действующего предприятия, что соответствует Международным стандартам оценки (МСО) (см. МСО, кн. 1. М., 2000, с.115).

Лишь после этого специалисты оценочной фирмы представляют достаточно подробную характеристику подходов и методов оценки стоимости бизнеса (раздел 5). Особое внимание здесь уделено выяснению вопроса о том, в какой мере тот или иной метод оценки учитывает степень контроля в рамках оцениваемого бизнеса. Это важно для обоснования последующих корректировок оценок стоимости бизнеса, согласования полученных результатов и обоснования, в соответствии с общероссийскими стандартами, итоговой стоимости «Роснефти», т.е., как сказано на с. 22, «что соответствует 100 % пакету акций».

Авторы выдерживают все требования к отчету об оценке, сформулированные в Законе об оценочной деятельности. Они сначала представляют «Обзор экономического развития России» (раздел 6), затем «Мировой рынок нефти» (раздел 7), вслед за этим — «Обзор нефтегазового комплекса России» (раздел 8) и, наконец, дают характеристику компании «Роснефть». Основной вывод, вытекающий из этой характеристики, сформулирован авторами на с. 85: «Оставаясь единственной отечественной вертикально-интегрированной нефтяной компанией, которая полностью находится в собственности государства, НК «Роснефть», эффективно совмещая интересы бизнеса и государства, является рычагом рыночного регулирования топливно-энергетического комплекса страны». Достаточно высокая эффективность деятельности «Роснефти» находит свое подтверждение в том, что рейтинг этой компании в последнее время был повышен международным рейтинговым агентством Standard&Poor's — со «стабильного» на «позитивный» (с. 85—86).

В отчете оценочной фирмы представлен, как я считаю, глубокий и содержательный анализ финансового состояния «Роснефти» (раздел 11). Этот ана-

лиз основывается на сводной бухгалтерской отчетности этой компании. Эта отчетность формировалась в соответствии с правилами, утвержденными Приказом Минфина РФ от 30.12.1996 № 112 «О методических рекомендациях по составлению и представлению сводной бухгалтерской отчетности».

Этот анализ свидетельствует о заметном улучшении финансового состояния «Роснефти» после трудного 1998 г. Во многом такое улучшение связано с укреплением менеджмента в компании, связанного с приходом к ее руководству в 1998 г. С.М. Богданчикова.

Авторы делают также важный вывод о том, что «Роснефть» как «динамично развивающуюся компанию» следует отнести «к первой группе инвестиционной привлекательности» (с. 100). Эта группа характеризуется тем, что входящее в нее «предприятие имеет высокую рентабельность и оно финансово устойчиво. Платежеспособность Предприятия не вызывает сомнений. Качество финансового и производственного менеджмента высокое. Предприятие имеет отличные шансы для дальнейшего развития» (с. 100).

Далее авторы переходят к конкретному применению методов оценки в рамках трех стандартных подходов. Рассмотрим условия применения этих методов более подробно.

ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД

В рамках затратного подхода авторы использовали метод чистых активов. В соответствии этим методом стоимость бизнеса равняется «рыночной стоимости ее активов за вычетом стоимости обязательств» (с. 102).

Авторы при этом ориентировались на условия оценки чистых активов аналогичных объектов, представленные в «Порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» (утверждены совместным приказом Минфина и ФКЦБ от 05.08.1996).

Решение задачи по оценке рыночной стоимости активов «Роснефти» потребовало проведения их переоценки на рыночной основе. Это прежде всего касается основных средств. Авторами были получены переоцененные значения денежных характеристик зданий и сооружений, а также машин и оборудования по каждой бизнес-единице «Роснефти» (с. 105). Это позволило получить конкретные индексы цен на 01.01.2000 г. в сравнении с 01.01.1998 по всем бизнес-единицам. Эти индексы варьируют от 1,183 («РН-Финас») до 5,403 («Севернефтесервис»), при этом индекс цен по «Грознефтегаз» разумно принят равным 1,0. Значение же совокупного индекса переоценки основных средств по всей группе компаний, входящих в ОАО «НК «Роснефть», составило 2,062 (с. 105). Считаю, что это индекс переоценки на 01.01.2002 по отношению к 01.01.1998 достаточно обоснован.

Затем авторы представили расчет индекса переоценки незавершенного строительства. Авторы представили его основные объекты (с. 106). Этот индекс составил 1,364.

Следующие элементы активов — это:

- долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения;
- запасы;
- дебиторская задолженность;

- денежные средства;
- прочие внеоборотные активы.

Все эти элементы взяты по данным бухгалтерской отчетности на конец 2001 г., т.е. по состоянию на 01.01.2002. Считаю, что, поступив таким образом, авторы несколько упрощают проблему переоценки указанных активов, а именно в части указанных выше первых трех позиций. Их стоило бы переоценить, особенно что касается запасов и дебиторской задолженности. Величину последней нужно было уточнить с учетом обесценения денег во времени, т.е. ставки дисконтирования.

У меня не вызывает сомнений полученная авторами суммарная оценка стоимости нематериальных активов (см. с. 112).

Далее, вычитая из переоцененной стоимости активов (181 029,00 тыс. руб.) сумму обязательств (47 690,20 тыс. руб.), оценочная фирма представляет стоимость чистых активов, равную 133 338,80 тыс. руб.

Затем авторы приводят корректировку этой величины в расчете на реальное владение чистыми активами оцениваемой компанией. Приходящаяся на долю собственно «Роснефти» часть общих активов объединяемых ею группы компаний составляет 65,8 %. В таком случае рыночная стоимость «Роснефти» составит в конечном счете 87 736,93 млн руб. или по принятому в работе курсу рубля к доллару на дату оценки — 2911,25 млн долл. США.

Считаю, однако, заниженной эту оценку. Дело в том, что авторы приняли оценку стоимости земли по данным бухгалтерских балансов компаний, входящих в группу «Роснефть». При этом эти оценки фигурируют только у четырех из 31 компаний и составляют в сумме незначительную величину — всего 9,6 млн руб. (см. Приложение № 2, с. 168).

Полагаю, что авторы должны были бы провести самостоятельную оценку стоимости земельных участков, находящихся в пользовании у компании, входящих в группу «Роснефть». Общие условия данного расчета представлены в ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» (№ 178-ФЗ) (см. п. 7 ст. 28).

Заниженность расчета рыночной стоимости «Роснефти» на основе затратного подхода связана еще и с тем, что авторы не переоценили на рыночной основе долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения, а также запасы. Правда, уточнение дебиторской задолженности может в определенной степени компенсировать общую заниженную оценку «Роснефти». Но все же далеко не в той мере, которая связана с недооценкой в рамках оценочной деятельности стоимости земельных участков.

Все же я полагаю, что оценка рыночной стоимости Роснефти, представленная в отчете, может быть использована наряду с другими оценками. Тем более что в итоговых измерениях этой оценке придается малозначительный «вес» — всего 0,1 (см. с. 162 Отчета) (в рамках общей суммы весов, равных 1,0).

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД

Оценка на основе информации «Эксперт РА»

Авторы использовали для расчетов рыночной стоимости «Роснефти» информацию, которую ежегодно публикует «Эксперт РА».

Специалисты оценочной фирмы использовали для оценки данные о мультипликаторах (капитализация/объем реализации; капитализация/прибыль после налогообложения) по 6 нефтегазодобывающим компаниям.

Затем, используя средние значения мультипликаторов и соответствующие характеристики Роснефти за 2001 г., специалисты оценочной фирмы получили две оценки рыночной стоимости (см. с. 115) данной компании за 2001 г. (по состоянию на 01.01.2002):

- по объему реализации — 83 202 295 231 руб.;
- по прибыли после налогообложения — 102 398 940 062 руб.

Средний показатель оказался равным 92 800 617 646 руб., а в долларах (по курсу 29,18) — 3 180 281 619 долл. США. В целом эта оценка мне представляется достаточно обоснованной. Но и она нуждается в корректировках.

Расчет рыночной стоимости «Роснефти» выполнен по состоянию на 01.01.2002. Мультипликаторы берутся не только за 2001 г., но и за 2000 г. Мне кажется, стоило бы остановиться только на мультипликаторах 2001 г.

Я полагаю, что не вполне правомерно учитывать в расчетах средних мультипликаторов соответствующие соотношения по «Газпрому». На мой взгляд, нужно было бы оставить только мультипликаторы по нефтяным компаниям, в которых добыча газа и его транспортировка занимает относительно незначительную долю (в реализации и прибыли после налогообложения) в отличие от «Газпрома».

Я выполнил на основе данных, приведенных в отчете на с. 115, собственные расчеты, и у меня получились несколько иные показатели, а следовательно, и результаты. Так, средний мультипликатор по реализации (без «Газпрома») за 2001 г. (я не брал данные за 2000 г.) оказался равным 1,708 (в отчете — 1,22), а по прибыли после налогообложения — 5,508 (в отчете — 4,41). В таком случае капитализация «Роснефти» будет равна по реализации 116 269 026 тыс. руб., а по прибыли — 127 900 717 тыс. руб. Средняя же характеристика составит 122 084 872 тыс. руб. (в отчете — 92 800 617 646 руб.), а в долларах — 4 183 854 421 долл. США (в отчете — 3 180 281 619 долл. США). Как видно, моя оценка выше результата, представленного в отчете.

Двухфакторная модель. Отечественные компании

На основе данных по шести компаниям, включая «Газпром», авторы построили модель, которая характеризует изменчивость показателя капитализации в зависимости от влияния или объемов реализации, или показателей прибыли после налогообложения. Как доказывается в отчете, зависимость между капитализацией и указанными факторами достаточно высокая. Делается вывод «о высокой значимости построенной двухфакторной модели» (с. 121). На ее основе получена оценка рыночной стоимости «Роснефти» (с. 124).

У меня нет особых замечаний по поводу этой оценки. Единственное, что я рекомендовал бы сделать, так это выполнить расчет без учета показателей «Газпрома».

Однофакторная модель. Зарубежные компании

Примерно таким же образом авторы построили модель, представляющую капитализацию на основе данных по зарубежным нефтяным компаниям. При

этом авторы использовали данные о чистых активах (с. 125). У меня нет замечаний по поводу этого расчета.

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

Метод дисконтирования денежных потоков

Авторы используют широко распространенный метод оценки рыночной стоимости «Роснефти» с помощью метода дисконтированных денежных потоков (ДДП).

Расчет основывается на отчетах и прогнозных данных о выручке, затратах и прибыли, предоставленных специалистами оценочной фирмы руководством «Роснефти».

Авторы используют общепринятую схему расчетов, предусматривающую, в частности, выделение как прогнозного, так и постпрогнозного периода. Полученные оценки рыночной стоимости «Роснефти» (2 651 812,80 тыс. долл., или 79 918 212,62 тыс. руб.) представляются достаточно обоснованными.

Мои замечания по поводу этого расчета сводятся к следующему.

В таблице 81 на с. 143 авторы указывают по 3-й позиции ст. 28 «дефицит» оборотного капитала. На самом же деле в расчете учтен избыток оборотного капитала.

Не совсем верно заявление на с. 139 о том, что «ставку дисконтирования можно рассчитать тремя способами». На самом деле существует еще несколько методов помимо тех, что отмечены в отчете.

Мне не совсем понятно утверждение на с. 139, что в «настоящее время нет единого мнения по поводу того, что корректнее выбирать в качестве того или иного элемента модели» (CAPM. — *B.P.*). По-моему, здесь есть «единое мнение». Другое дело, что следует выбирать в качестве безрисковой ставки. А это касается конкретных величин, а вовсе не самих элементов CAPM.

Метод оценки по модели ЕВО (Ольсона)

Это весьма содержательный раздел отчета. Он посвящен применению современной модели оценки стоимости бизнеса — ЕВО. Она известна так же, как модель Ольсона.

Эту модель специалисты оценочной фирмы относят к доходному подходу. Думаю, что это не совсем так. Модель Ольсона занимает своего рода промежуточное положение между собственно доходным подходом, затратным и сравнительным подходами. Разработка этой модели имеет свою предысторию. Речь идет о расчетах таких авторов, как Эдварде [Edwards] и Белл [Bell] (1961), а также Пезнел [Peasnel] (1982). Предпринятые этими авторами исследования, оформившиеся в конце концов в достаточно известную среди специалистов-оценщиков модель, исходили из предположения об «очищенном счете прибылей фирмы», т.е. авторы исходили из условия полного распределения прибыли и отсутствия так называемой нераспределенной прибыли. Вклад Ольсона в разработку этой модели связан с «включением» в нее предположений относительно эволюции в перспективе так называемых аномальных доходов (*abnormal earnings*). Эти доходы представляют условия формирования стоимости компании в зависимости от воздействия специфического процесса

так называемой «информационной динамики», от которой зависит формирование аномальных или остаточных доходов. Полученная на основе выделения этих доходов формула может быть использована для оценки как нынешней (today) стоимости фирмы, так и ее перспективной стоимости. Для получения же параметров этой формулы необходимо выполнение объемных исследований бухгалтерской отчетности предприятий.

Самая сложная проблема проведения расчетов оценки стоимости бизнеса с помощью этой модели заключается в нахождении параметров ω и γ . Для этого необходимо проведение масштабных обследований АО. Известны результаты таких обследований, выполненных тремя американскими специалистами (Dechow P.M., Mutton A., Sloan R.G.) (более 50 тыс. АО) за период с 1976 по 1995 гг. Эти результаты широко используются не только в США, но и в других странах. Известный британский специалист А. Грегори (Alan Gregory) использовал найденные в ходе обследований американских АО указанные выше параметры ω и γ для оценки стоимости бизнеса компаний Великобритании (см. его книгу «Стратегическая оценка стоимости компаний». Лондон, 2001, с. 136). В связи с этим мне представляется вполне оправданным использование этих же параметров и в расчетах по «Роснефти».

Оценка рыночной стоимости «Роснефти» по модели Ольсона мне представляется вполне обоснованной. Замечу, что это одна из немногих оценок конкретной российской компании с помощью этого перспективного, недавно появившегося метода.

МОДЕЛЬ БЛЭКА—ШОУЛЗА

Авторы использовали еще одну перспективную схему — модель Блэка—Шоулза, основанную на теории опционов.

Модель Блэка (Black) — Шоулза (Sholes) в настоящее время широко используется для оценки стоимости бизнеса. Авторы вышедшей впервые на русском языке монографии «Финансовый менеджмент» Р. Колб и Р. Родригес назвали эту модель «одним из величайших достижений в области современных финансов» (см. упом. издание, М.: Финпресс, 2001; с.420). Модель опционного ценообразования (The Black Sholes Option Pricing Model) позволяет определить стоимость опциона «колл» в зависимости от 5 его переменных. Этот эквивалент опциона формируется из комбинации затрат на приобретение обыкновенной акции и заемных средств. В указанной модели текущая стоимость акций сопоставима с ценой исполнения опциона, величина которого соответствует обязательствам (долгу) компании. И в обобщающем виде формула свидетельствует о том, что стоимость опциона «колл» равна инвестиции в обыкновенную акцию в зависимости от изменения совокупной стоимости ее активов. В таком случае необходимо определить, какова доля опциона «колл» в меняющейся стоимости акций фирмы. Именно из этого условия исходит специально разработанная таблица оценки стоимости бизнеса компании на основе модели Блэка—Шоулза. Она приведена в книге Р. Брейли и С. Майерса «Принципы корпоративных финансов» (М.: Олимп-бизнес) (Приложение № 6). Использование параметров этой таблицы позволяет достаточно быстро и результативно выполнять оценки стоимости отдельных

компаний. Уже есть специальные компьютерные программы проведения таких расчетов.

У меня нет замечаний относительно применения этой модели специалистами оценочной фирмы. Я согласен с полученным авторами результатом.

СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ И ПОЛУЧЕНИЕ ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ

Авторы получили семь оценок рыночной стоимости «Роснефти». Согласование этих результатов предполагает проведение двух корректировок. Одна из них связана с достижением сопоставимости этих оценок с точки зрения учета полной стоимости компании, т.е. с учетом стоимости контрольного пакета. Речь идет о премии за контроль. Другая корректировка связана с определением скидки за отсутствие ликвидности.

Первую корректировку авторы выполнили по отношению к расчетам, выполненным в рамках сравнительного подхода. Это связано с тем, что предварительно полученная оценка стоимости «Роснефти» здесь основывается на стоимости миноритарных пакетов.

Авторы используют коэффициент контроля, равный 1,4. Это соответствует условиям определения премии за контроль, представленным в «Правилах определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества», утвержденных Постановлением Правительства РФ от 31.05.2002 № 369 (Приложение № 1 «Коэффициенты контроля»).

Скидку за отсутствие ликвидности акций «Роснефти» авторы применяют по отношению к результатам, полученным всеми указанными выше методами. Эта скидка принята в расчетах на уровне 10 %.

Что касается получения итоговой величины рыночной стоимости «Роснефти», то она (итоговая величина) определена на основе взвешивания всех результатов. Веса эти неодинаковы. На «краях» ряда распределения полученных оценок эти веса относительно невысокие. Ближе к середине ряда эти веса увеличиваются.

ВЫВОД

Я подтверждаю в целом достаточно высокий уровень обоснования итоговой величины рыночной стоимости «Роснефти» по состоянию на 01.01.2002 — 3 126 525 тыс. долл. США.

Устранение отмеченных мною недостатков, конечно, могут повлиять на уточнение полученной оценки. Но это уточнение, по всей видимости, ненамного увеличит оценку (примерно на 2—3 %), но ни в коем случае, я уверен, не приведут к уменьшению полученной оценочной фирмой итоговой величины рыночной стоимости «Роснефти».



В.М. Рутгайзер

Отзыв об экспертизе ЗАО «ЭконИнвестОценка» расчетов стоимости ОАО «НК «Роснефть», выполненных ОАО ИФ «Олма»

ВВЕДЕНИЕ

В соответствии с Определением Арбитражного суда г. Москвы от 25.09.2002 специалисты ЗАО «ЭконИнвестОценка» (далее — эксперты) должны были провести экспертизу расчетов стоимости ОАО «НК «Роснефть» (далее — «Роснефть» или Компания) выполненных сотрудниками ОАО ИФ «Олма» (далее — «Олма»). Эти расчеты были опубликованы на сайте указанной инвестиционной фирмы, а позднее в журнале «Нефтегазовая вертикаль».

Эта экспертиза предполагала, что эксперты должны были сформулировать обоснованные ответы на 7 вопросов, зафиксированных в указанном Определении Арбитражного суда г. Москвы.

ОТВЕТ НА 1-Й ВОПРОС

Соответствуют ли сведения, изложенные в информации и распространенные на сайте www.olma.ru 03.04.2002, фактическому состоянию финансово-экономических дел ОАО «НК «Роснефть»?

Отвечая на этот вопрос, специалисты оценочной фирмы делают вывод, что «в расчете («Олмы» — В.Р.) допущены методологические и арифметические ошибки, а также неточности с точки зрения применяемых категорий, что с самого начала ставит под сомнение компетентность авторов расчета в области оценки» (с. 9).

Что же заставило экспертов дать столь жесткую оценку расчетам «Олмы»?

Эксперты убедительно показали, что используемые сотрудниками «Олмы» данные за отчетные годы — 2000 г. и 2001 г. — отличаются (причем нередко в разы) от фактических данных по «Роснефти» за эти годы. Это обстоятельство зафиксировано в таблице 1 и 2 (с. 9, 10). Я согласен с выводом экспертов, что «Олма» занизила в сопоставлении с отчетными характеристиками показатели «Роснефти» (выручки, прибыли до налогообложения и чистой прибыли) на 216 349 тыс. долл. США, т.е. на 57,4 % (с. 10).

В расчетах «Олмы» использованы недостоверные сведения за 2000 г. по «Пурнефтегазу», «Комсомольскому НПЗ».

Эти фактические неточности в «базе» «потянули» за собой цепочку ошибок в расчетах по прогнозному периоду. Так что вполне можно согласится с выводом экспертов о том, что полученный ими (специалистами «Олмы») результат не соответствует реальной стоимости ОАО «НК «Роснефть» (с. 11).

ОТВЕТ НА 2-Й ВОПРОС

2-й вопрос звучит так: какова реальная стоимость акций ОАО «НК «Роснефть» на начало 2002 г.?

Ответу на этот ключевой вопрос посвящен развернутый отчет, подготовленный специалистами оценочной фирмы — ЗАО «ЭконИнвестОценка». В моем заключении об этом отчете представлены отдельные замечания. Но в целом я считаю, что оценка рыночной стоимости не может быть ниже показателя, обоснованного специалистами оценочной фирмы, а именно 3,1 млрд долл. США (с. 12).

ОТВЕТ НА 3-Й ВОПРОС

Суть этого вопроса сводится к следующему: соответствует ли действительности вывод ИФ «Олма» о снижении стоимости ОАО «НК «Роснефть» на начало 2002 г. в 2 раза (по сравнению с 1998 г.)?

Я согласен с выводом экспертов, что такая оценка работников «Олмы» совершенно неправомерна. Напротив, результаты расчетов экспертов свидетельствуют о том, что стоимость «Роснефти» повысилась. В свое время мне пришлось (в 1998 г.) оценивать стоимость «Роснефти». Оценка экспертов превышает выполненную мною оценку этой компании (до августовского кризиса 1998 г.) примерно в 1,5 раза. Так что абсолютно правильно говорить о реальном повышении стоимости «Роснефти» (по состоянию на 01.01.2002) по сравнению с 1998 г.

ОТВЕТ НА 4-Й ВОПРОС

В Определении этот вопрос заключается в следующем: возможно ли объективное исследование рыночной стоимости ОАО «НК «Роснефть», если пользоваться только консолидированной отчетностью ОАО «НК «Роснефть» за 2000 г., не имея доступа ко всем документам, без учета деятельности всех дочерних компаний?

Эксперты дают утвердительный ответ на этот вопрос: на основе доступной информации об ОАО «НК «Роснефть» «объективное исследование рыночной стоимости... возможно» (с. 13). Я согласен с этим утверждением специалистов оценочной фирмы.

ОТВЕТ НА 5-Й ВОПРОС

В Определении был задан вопрос: являются ли методы, использованные аналитиками ИФ «Олма» при оценке НК «Роснефть», обоснованными и применимыми для формирования мнения, подлежащего публикации для неопределенного круга лиц?

Специалисты оценочной фирмы в целом представили следующие методологические ошибки расчета «Олмы».

Работники «Олмы» применили совершенно необычную методику: сначала определяется выручка в долларах, потом она переводится в рубли по плавающему курсу, с этим сопоставляются показатели затрат в рублях, а конечные результаты снова переводятся в доллары. В рамках такого расчета ключевое значение приобретает представление об изменении курса рубля к доллару. Ра-

ботники «Олмы» предусматривают повышение этого курса с 32,00 руб. в 2002 г. до 44,90 руб. в 2007 г., т.е. на 12,9 руб., или на 40,3 %. Столь существенное повышение курса ничем не обосновано. Во всяком случае вряд ли можно сделать такую оценку исходя из сложившихся тенденций.

Вызывает удивление представленная сотрудниками «Олмы» динамика цен.

Цена на экспортируемую «Роснефтью» нефть снижается со 140 долл. в 2000 г. до 99 долл. в 2003 г. за тонну, т.е. в 1,44 раза. Почему? На этот вопрос нет ответа. То же касается других используемых в расчетах «Олмы» цен на продукцию «Роснефти»; совершенно невероятная их динамика не имеет никакого обоснования.

Самое интересное, что цены, представленные в расчете «Олмы», оказались излишними при определении размеров выручки. Так, если воспользоваться ценами, представленными в расчетах «Олмы», и показателями реализации (в натуральном измерении), то получается, что, к примеру, в 2000 г. выручка должна была бы составить 2858 млн долл., а в расчетах «Олмы» тем не менее использован показатель выручки в 2205 млн долл., т.е. на 653 млн долл. меньше. Почему? И какую роль в таком случае выполнили представленные в расчете «Олмы» цены на продукцию «Роснефти» по годам? В таблице 4 эксперты систематизировали расхождения между показателями выручки, подсчитанными на основе использованных данных о реализации в натуральном выражении и ценах не только по 2000 г., но и по всем прогнозным годам, а также по первому постпрогнозному году. Соотносительная разница варьирует от 11 до 23 %.

Работники «Олмы» не объясняют, почему ими принята динамика повышения доли затрат по отношению к выручке — с 75 % в 2000 г. до 85 % в 2007 г.

Такая динамика ведет к существенному снижению размеров прибыли. Тем более что в отчетном 2000 г. «Олма» занизила, как показали эксперты, величину прибыли на 31,8 %. Совершенно непонятно, почему налог на прибыль в 2000 г. составил 65,39 %, а в 2001 г. — 30% при действовавшей в то время ставке 35 %.

Все эти неувязки привели специалистов «Олмы» к представлениям о совершенно невероятном «поведении» чистой прибыли в рассматриваемом периоде 2000—2007 гг. Вот как выглядит прирост прибыли (в % по отношению к предыдущему году):

- 2001 г. — (– 57,50 %);
- 2002 г. — (– 37,50 %);
- 2003 г. — (– 5,30 %);
- 2004 г. — 61,69 %;
- 2005 г. — 36,02 %;
- 2006 г. — 16,18 %;
- 2007 г. — 10,99 %.

Почему 2 года подряд (2002 и 2003 гг.) абсолютные размеры чистой прибыли сокращаются, а потом вдруг увеличиваются в 1,6 раза в 2004 г. по отношению к предыдущему году?

Я в основном согласен с критикой специалистами оценочной фирмы расчетов по модели дисконтированного денежного потока (с.с. 20—22). Но у ме-

ня есть и собственные претензии к выполненным ИФ «Олма» расчетам стоимости ОАО «НК «Роснефти».

Во-первых, нельзя было представлять оценку рыночной стоимости «Роснефти», полученную только одним методом. Это противоречит общероссийским «Стандартам оценки, обязательным к применению субъектами оценочной деятельности». Там сказано (п. 17): «Оценщик при проведении оценки обязан использовать (или обосновать отказ от использования) затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке». Авторы из «Олмы» использовали лишь один подход и никак не обосновали свой отказ от использования других подходов. Это, повторю, противоречит указанным «Стандартам».

Во-вторых, следует рассмотреть вопрос об исключении, как это сделали работники «Олмы», дивидендов, выплачиваемых по привилегированным акциям дочерними компаниями. Такая ситуация, в частности, рассматривается в «Руководстве по оценке стоимости бизнеса». Там сказано (с.158, п. 525.43г): «...при определении будущего денежного потока бывает необходимо учесть выплату дивидендов, которые предстоит выплатить на привилегированные акции... Такие выплаты «вытягивают» деньги из чистого денежного потока, на котором основываются обыкновенные акции, подлежащие оценке, и потому должны быть включены в прогноз, если консультанту (оценщику. — В.Р.) была поручена оценка доли собственного капитала, состоящей из обыкновенных акций» (упом. изд., М.: Квинто-консалтинг). Однако вряд ли так можно поступать, если оцениваемой материнской компании принадлежат не только обыкновенные, но и привилегированные акции дочерних компаний. Я считаю, что авторы «Олмы» неправомерно исключили полностью дивиденды по привилегированным акциям дочерних компаний. Дело в том, что сама «Роснефть» уже давно скупает привилегированные акции дочерних компаний. Так, в заметке, опубликованной в «Коммерсанте» (01.11.2002) «Роснефть» увеличит долю в дочернем предприятии» говорится о том, что «ОАО «Роснефть-Кубаньнефтепродукт» будет выкупать привилегированные акции своей же компании с 14.11.02 по 21.12.02». «В «Роснефти», — сказано далее в заметке, — заявили, что скупка бумаг (в т.ч. и привилегированных акций — В.Р.) производится в рамках мероприятий по консолидации дочерних предприятий этой компании». Предполагается, что купленные бумаги, добавлено в «Коммерсанте», будут переданы самой «Роснефти». Таким образом, прежде чем проводить указанную операцию (исключение дивидендов по привилегированным акциям), нужно было все же выяснить, а какая часть привилегированных акций (по дочерним компаниям) принадлежала на 01.01.2002 материнской компании — «Роснефти». Это не было сделано специалистами «Олмы».

В-третьих, в расчетах «Олмы» не учтена совершенно необходимая в данном случае скидка на отсутствие ликвидности акций «Роснефти». Это элементарное требование расчетов по оценке стоимости бизнеса авторы из «Олмы» совершенно неправомерно проигнорировали.

Я поддерживаю вывод экспертов о том, что стоимость «Роснефти» существенно занижена в публикации «Олмы». Если же использовать их данные, то оценка стоимости «Олмы» возрастает, как показано в экспертном заключении, с 1253 млн долл. до 2823 млн долл. и даже до 3670 млн долл. (с. 21).

ОТВЕТ НА 6-Й ВОПРОС

Этот вопрос выглядит так: были ли направлены действия менеджмента НК «Роснефть» на максимизацию стоимости компании и соответствовали ли они интересам акционеров?

Эксперты совершенно справедливо считают, что главный критерий оценки действий менеджмента — это повышение капитализации компании (с. 21). Это действительно так. Если с этих позиций оценивать действия менеджмента, то можно вполне определенно сказать, что менеджмент «Роснефти» действовал в интересах акционеров, точнее, в интересах единственного акционера — российского государства. Как мы уже отмечали, капитализация «Роснефти» после 1998 г. возросла в 1,5 раза (на 01.01.2002).

Усилия менеджмента «Роснефти» по осуществлению мероприятий в интересах государства нашли свое отражение в изменении рейтинга этой компании S&P. Специалисты этого международного рейтингового агентства недавно приняли решение об изменении рейтинга «Роснефти» со «стабильного» на «позитивный».

Замечу также, что регулярно проводимый «Финансовыми известиями» рейтинг инвестиционной привлекательности российских нефтегазодобывающих компаний свидетельствует о том, что «Роснефть» занимает 4-е место среди 10 таких компаний, не считая «Газпрома». Впереди — «ЮКОС», «Сибнефть» и «Лукойл». Сзади — «ТНК», «Татнефть», «Славнефть», «Сиданко», «Башнефть» (см. ФИ, 19.11.02).

ОТВЕТ НА 7-Й ВОПРОС

Этот вопрос сформулирован таким образом: были ли причинены убытки ОАО «НК «Роснефть» вследствие размещения информации на сайте www.olma.ru? Если да, то в каком размере?

Эксперты выполнили оригинальный расчет стоимости ущерба, причиненного указанной публикацией. Суть этого расчета в следующем.

Эксперты считают, что стоимость ущерба может быть оценена по стоимости падения цен купли-продажи обыкновенных акций двух дочерних компаний, котируемых на российском организованном рынке ценных бумаг. Это «Пурнефтегаз» и «Сахалинморнефтегаз».

Ущерб собственно Роснефти определялся долей принадлежащих этой материнской компании обыкновенных акций в общем их количестве по указанным дочерним компаниям.

Для того чтобы определить этот ущерб, были построены модели, фиксирующие изменение капитализации указанных компаний в зависимости от времени (*t*) «до» и «после» публикации информации на указанном выше сайте «Олмы» за период с 02.04.2002 до 15.05.2002 (это тот день, когда в СМИ появились сообщения о встрече 14.05.02 Президента России В.В. Путина с Президентом «Роснефти» С.М. Богданчиковым).

Разница между показателями капитализации, полученными по уравнениям «до» и «после», дает примерную оценку ущерба.

Совокупный ущерб от публикации указанной информации составил 27,0 млн долл. США. Оценка этого ущерба мне представляется достаточно обоснованной.



В.М. Рутайзер

Рыночная капитализация компаний и оценка ущерба капиталу, воплощенному в репутации: американский и британский опыт

Первому заместителю генерального директора
Международной юридической компании,
заслуженному юристу Российской Федерации
В.П. Матусу¹

АНАЛИТИЧЕСКАЯ ЗАПИСКА

Ущерб, наносимый акционерам падением рыночной капитализации в случае опубликования недостоверной информации, служит обычно основанием для назначения административных штрафов и, реже, уголовного преследования. В последнее время, однако, нередко ставится вопрос о возмещении ущерба, понесенного активом особого рода — капиталом, воплощенным в репутации компаний. Такой ущерб оценивается величиной падения капитализации.

ПРЕДМЕТ

Согласно деловой, судебной и административной практике в США и Великобритании в случае обнародования неблагоприятных сведений (фактов, экспертных суждений, оценок, предположений и мнений, влияющих или способных отрицательно повлиять на доброе имя компании)² оценивается ущерб, наносимый капиталу, воплощенному в репутации.³

Под деловой практикой здесь подразумеваются прежде всего предположения, принимаемые по умолчанию при заключении контрактов и в повседневных деловых отношениях. Под административной практикой подразумевается прежде всего практика рассмотрения обвинений, предъявляемых руководству компаний, в подразделениях (органах) федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг США (Securities and Exchange Commission).

В последние годы в финансовой теории и правовой практике упор делается даже не на праве, а на обязанности собственников/компаний добиваться в судебном порядке возмещения ущерба, причиненного капиталу, воплощенному в репутации. Показательным прецедентом стало здесь дело «Народ против

¹ В.П. Матус возглавлял группу юристов, представлявших интересы «Роснефти».

² Такого рода информация обобщается в понятии *adverse publicity*.

³ В англоязычных источниках употребляется термин *reputational/goodwill capital*.

д-ра Дж. Мюллера и др.» в Калифорнии, основанное на расширительном понимании норм California Code of Civil Procedure (Гражданского процессуального уложения штата Калифорния), Section 1263.510.

ЗНАЧИМОСТЬ И ОТНОСИТЕЛЬНЫЙ ОБЪЕМ КАПИТАЛА, ВОПЛОЩЕННОГО В РЕПУТАЦИИ

Деловое сообщество ведущих западных стран в последние полтора-два десятилетия активно вырабатывает институциональные нормы в порядке саморегулирования, а также выступает с инициативами перед законодателем с целью внедрения этих норм в правовую систему в отношении защиты капитала, воплощенного в репутации. В деловом и экспертном сообществе преобладает мнение, согласно которому инвестирование в репутацию расценивается как свидетельство финансового здоровья (financial health) и «должного» (sound) управления, «надлежащего усердия» со стороны руководства компаний (due diligence of the management).

По оценке Британской ассоциации банкиров (British Bankers Association), удельный вес капитала, воплощенного в репутации, в стоимости компаний, которая оценивалась в ходе предпродажной подготовки (перед слияниями и поглощениями), возрос в среднем с 18 % в середине 1980-х гг. до 82 % к концу XX века. Иными словами, более четырех пятых стоимости компаний в современной развитой рыночной экономике приходится на репутацию¹.

Согласно господствующим в деловом и экспертном сообществе представлениям, это явление объясняется структурным сдвигом в производстве добавленной стоимости в сторону сферы услуг, в которой возрастает доля интеллектуальной составляющей, а также возрастанием значимости высоких стандартов корпоративного управления и деловой этики.²

Резолюция Второй международной конференции по корпоративному управлению³ 2002 г. в пункте 17 оговаривает, что проблема капитала, воплощенного в репутации, должна составить повестку дня регулярных международных встреч такого уровня в будущем.

Следует подчеркнуть, что имеется системная связь между стоимостью капитала, воплощенного в репутации, отношением общества к проблеме авторских прав и удельным весом интеллектуальных составляющих в национальной добавленной стоимости. Очень важно в связи с этим создание правовых и деловых прецедентов высокой оценки и защиты капитала, воплощенного в репутации, поскольку только в соответствующем общественном контексте возможен отход от сырьевого типа экономики и прорыв к высокотехнологичному, информационному укладу.

¹ Таково, к примеру, официальное мнение Роджера Майлза, директора по связям с общественностью Британской ассоциации банкиров.

² Новая ситуация повлекла за собой существенные изменения в теории финансов, связанные с необходимостью оценки интеллектуального капитала. Исследования последних лет предлагают эффективную замену ранее общепринятой концепции, отраженной в широко известном коэффициенте q лауреата Нобелевской премии Дж. Тобиана, связывавшем рыночную капитализацию компании с восстановительной стоимостью ее активов, под которыми понималась главным образом недвижимость.

³ Recommendations of the 2nd International Conference on Corporate Governance. New Delhi, 12th February, 2002.

ADVERSE PUBLICITY — ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК РИСКА ДЛЯ РЕПУТАЦИИ

В деловом и экспертном сообществе считается самоочевидным и в судебной практике США и Великобритании принимается по умолчанию, что основным источником риска для репутации, а значит, и риска в отношении стоимости капитала, воплощенного в репутации, служит adverse publicity.

Принятое в США пособие по проверке состояния дел в коммерческих банках, обобщающее практику аудиторских проверок и инспекций со стороны денежных властей (Commercial Bank Examination Manual), не делает различий между правдивыми и ложными утверждениями, составляющими adverse publicity, признавая, что опубликование любых отрицательных сведений и суждений, касающихся деловой практики банков и других компаний, влечет за собой сужение клиентской базы/рынка, дополнительные издержки на судебную и иную защиту репутации и в целом снижение доходов компании, что приводит к ущербу в отношении капитала, воплощенного в репутации.

Покупатели на первичном рынке ценных бумаг (underwriters) при их первичном размещении (initial public offering) должны получать от эмитента исчерпывающие сведения, затрагивающие перспективу стоимости капитала, воплощенного в репутации. В свою очередь, они обязаны раскрывать всю полноту информации, касающейся этого вопроса, перед инвесторами на вторичном рынке. С точки зрения вопроса, интересующего нас в данном случае, важно, что особенно опасным в смысле риска для репутации признается обнародование негативной информации прогнозного характера.

В США Securities and Exchange Commission четко отличает негативную информацию, достоверную на текущий момент (свершившиеся факты), пусть даже она и затрагивает будущие показатели компании, от прогнозных оценок (forward-looking information), более опасных для будущей динамики рыночной капитализации компаний, представляющей рыночную стоимостную оценку воплощенного в репутации капитала (SEC Instruction 7, 17 C.F.R. # 229.303 а). Падение рыночной капитализации компании вследствие распространения негативной информации служит общепринятой стоимостной оценкой ущерба, который нанесен капиталу, воплощенному в репутации.

УЩЕРБ В ОТНОШЕНИИ КАПИТАЛА, ВОПЛОЩЕННОГО В РЕПУТАЦИИ, ПОДЛЕЖАЩИЙ ВОЗМЕЩЕНИЮ

Существует общепризнанная в науке о финансах, а также в деловой, административной и судебной практике ведущих стран Запада связь между информацией и рыночной капитализацией компаний. Официальное издание Федерального резервного банка Филадельфии (США), Supervision, Regulation, and Credit Insights, к примеру, сообщает, что порядка 70 % инвесторов на рынке ценных бумаг полагают, что свободный доступ к информации, затрагивающей репутацию и деловые обыкновения компаний, «очень важен», и более половины инвесторов считают, что важность информации, затрагивающей репутацию, сегодня значительно выше, чем годом ранее.

Свободная рыночная оценка репутации, выражающаяся в рыночной капитализации, признается в деловой и правовой практике США как естественная

«справедливая оценка» (fair price) в смысле положений California Code of Civil Procedure, Section 1263.320.

Основанием для требований возмещения ущерба служит, по крайней мере в деловой, административной и судебной практике США и Великобритании, снижение рыночной оценки стоимости капитала, воплощенного в репутации, что проявляется в падении рыночной капитализации компании, в случае когда падение капитализации наступило вследствие опубликования необоснованной негативной информации (malicious adverse publicity).¹

Так, например, в 1999 г. в США медицинская компания PhyCor, базирующаяся в штате Теннесси, добилась судебного решения о раскрытии анонимности пользователей сети Internet, публиковавших в частном порядке (т.е. в качестве физических лиц на сетевых форумах) негативные отзывы об этой компании.

PhyCor обвинила 50 граждан США в клевете, обосновывая свое обвинение падением рыночной стоимости акций этой компании за январь—май 1999 г. в 6 раз, от 0 до 5 долл. за акцию.

Иски PhyCor'a рассматривались в суде штата и в федеральном суде. Компании пришлось доказывать зависимость падения капитализации от публикации негативных откликов. В условиях общего спада капитализации компаний соответствующей отрасли это было не всегда просто обосновать, что вынудило компанию отозвать некоторые иски. Тем не менее прецедент достаточно ярок и показателен — он демонстрирует признаваемую деловым сообществом и правом причинно-следственную цепочку adverse publicity — снижение рыночных котировок акций компании-истца — признание опубликованных отрицательных суждений/экспертных оценок недобросовестными — принятие к рассмотрению иска о возмещении ущерба на основе падения капитализации, послужившего оценкой ущерба капиталу, воплощенному в репутации».

Примечателен также другой прецедент. Компания Hagens, Berman & Mitchell в июне 2001 г. обвинила корпорацию Raytheon (Raytheon Corp.) в том, что корпорация систематически публиковала заведомо неверные данные по одной из своих дочерних компаний с тем, чтобы продать ее корпорации Washington Group по завышенной цене. Вследствие этого, когда недобросовестность раскрылась, капитализация покупателя — корпорации Washington Group — снизилась более чем на 80 %, нанеся ущерб акционерам на сумму свыше 400 млн долл. и держателям облигаций на сумму свыше 200 млн долл.

В данном случае недобросовестная информация была непосредственно направлена не на снижение, а на повышение капитализации, но и в этом, более сложном, случае механизм остается неизменным — основанием для требований о возмещении ущерба выступает падение капитализации вследствие опубликования недобросовестной информации.

¹ Понятно, что само по себе снижение капитализации в контексте более широких объективных причин, таких как всеобщий спад на рынке, крупные скандалы, не относящиеся к данной компании, но формирующие преобладающее настроение рынка, и пр., не может служить основанием требовать возмещения ущерба. Поэтому исключительно важно для доказательной базы, чтобы экспертная оценка недобросовестности публикаций, повлекших падение капитализации, была выполнена на высоком научном уровне. К примеру, недостаточно ограничиться сопоставлением наблюдаемой капитализации и реконструкцией по тренду, если в качестве тренда выступает коридор, заданный нормальным (Гауссовым) распределением доходности, если при этом не учитывается сложная комбинированная природа тренда, включающего в себя дополнительные случайные процессы.

НЕОБХОДИМОСТЬ И ПРАВО УЧАСТНИКОВ РЫНКА В НЕКОТОРЫХ СЛУЧАЯХ ВОЗДЕРЖИВАТЬСЯ ОТ ОПУБЛИКОВАНИЯ СВЕДЕНИЙ, УГРОЖАЮЩИХ ПОДОРВАТЬ РЫНОЧНУЮ КАПИТАЛИЗАЦИЮ, ДАЖЕ ЕСЛИ ЭТИ СВЕДЕНИЯ ДОСТОВЕРНЫ

Выше говорилось о том, что ущерб капиталу, воплощенному в репутации, наносится в размере (чистого) падения рыночной капитализации компании вследствие опубликования негативной информации об этой компании. Вместе с тем говорилось о том, что эмитенты и профессиональные участники финансового рынка обязаны раскрывать всю полноту информации, существенной для поведения рыночной капитализации.

Теперь следует отметить, что при определенных обстоятельствах такая обязанность не является безусловной. Иначе говоря, требование раскрытия полной информации может, при некоторых условиях, уступать опасности резкого падения капитализации. Таково общепринятое деловое обыкновение, закрепленное также и в прецедентном праве США.

Американское право признает, что в случае, когда ущерб, выраженный размером резкого немедленного падения рыночной капитализации вследствие опубликования негативной информации сейчас, сравним с ущербом в размере будущего падения капитализации, которое может произойти впоследствии при раскрытии этой негативной информации, утаенной ныне, профессиональный участник фондового рынка не обязан немедленно публиковать такую информацию, даже если информация является правдивой (добросовестной). Обязанность все равно опубликовать ее наступает для него только при том условии, что эта информация настолько тяжела, что невозможно ожидать, чтобы она была «погашена» позитивной информацией в ближайшее время (под которым подразумевается текущий период — как правило, квартал).

Сошлемся на дело *M.L. Shaw et al. versus Digital Equipment Corp., L. Wilensky et al. versus Digital Equipment Corp.*, которое рассматривалось апелляционной инстанцией Верховного Суда США в мае 1997 г. после принесения истцами протеста на первоначальное судебное решение по их иску к корпорации Digital Equipment. Апелляционная инстанция частично удовлетворила требования истцов, и на ее решение неоднократно делались ссылки в дальнейшем.

В интересующем нас аспекте по иску Шоу и др. (82 F.3d, 1210) было признано, в частности, что эмитент не обязан «раскрывать промежуточные результаты своей деятельности в текущем квартале, если он усматривает, что результаты этого квартала могут ввести рынок в заблуждение... Разумные инвесторы понимают, что в делах происходят колебания, так что предшествующие успехи не могут гарантированно воспроизводиться в будущем. Всегда существует некоторый риск, что ситуация текущего квартала на момент инвестирования может оказаться для эмитента хуже, чем ожидалось». Там же судьи Togguella (председатель), Суг и Lynch постановили, что только если «инвестор обладает тяжелой непубличной информацией о том, что результаты текущего квартала исключительно далеко отклонятся от значений, которых можно было бы ожидать на основе доступной информации», следует полагать, что смысл законов о фондовом рынке требует от эмитента раскрыть имеющуюся у него непубличную (недоступную публике) информацию.

Значение данного прецедента необходимо расценивать в контексте очень жесткого отношения к раскрытию и добросовестности информации, которое играет ведущую роль в деловой, административной и правоприменительной практике США. Известно чрезвычайно большое число прецедентов — гражданских исков, в которых истцы обвиняли ответчиков — руководителей (*chief executive officers*) ряда компаний в нарушении положений Закона о фондовых биржах (*Securities Exchange Act*) от 1934 г. (основного нормативного акта, регулирующего данного рода отношения).

Суть всех исков однотипна — руководство компаний публиковало положительные недостоверные сведения, что приводило к ажиотажному спросу на акции этих компаний и последующему, после обнародования фактической информации, падению их рыночной капитализации, что наносило ущерб акционерам.

Примером может служить дело против компании *Parnassus Investments* в 1997 г. (*Initial Decision Release № 131, Administrative Proceeding File № 3-9317. USA before the SEC, Washington, D.C.*) в США либо дело против страховой компании *Eurolife Insurance Company Ltd.* в 2002 г. в Лондоне (Великобритания).

В последнем случае существенно отметить, что значительная часть материалов дела посвящена рассмотрению вопроса о том, не повлечет ли закрытый характер заседаний снижению капитализации дочерних компаний управляющей компании, которой принадлежит компания-ответчица, т.е. не сможет ли впоследствии материнская компания потребовать компенсации ущерба, понесенного капиталом, воплощенным в репутации, и представленного падением капитализации дочерней компании.

ПРИМЕНЕНИЕ В США ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О КЛЕВЕТЕ (О ЗАЩИТЕ ДОБРОГО ИМЕНИ)

Выше уже указывалось, что компания, чья капитализация упала вследствие *adverse publicity*, привлекла группу лиц к ответственности за клевету, нанесшую ущерб капиталу, воплощенному в репутации. В экспертных комментариях обычно указывается, что в таких случаях применяются положения о письменной клевете (*libel*), если доказано, что опубликованная информация была недобросовестной, т.е. содержала заведомо неверные сведения либо имела целью опорочить репутацию истца (дело *Phipps versus Clark Oil & Refinement Corp.*, 408 N. W. 2d 569, 573, Minnesota, 1987).

В контексте разъяснений, данных верховным судом штата Миннесота, суд в деле *LeDoux versus Northwest Publications (Inc., 521 N.W. 2d 59, 67, Minnesota App., 1994)* постановил, что признание опубликованных сведений, очерняющих репутацию (*defamatory*), а значит, угрожающих воплощенному в ней капиталу, требует, чтобы эти сведения были ложными.

ТОЛКОВАНИЕ ПЕРВОЙ ПОПРАВКИ (О СВОБОДЕ СЛОВА) К КОНСТИТУЦИИ США ПРИ РАССМОТРЕНИИ ИСКОВ О КЛЕВЕТЕ

Физические и (в особенности) юридические лица в США, осуществляющие публикацию сведений, оспариваемых впоследствии как недобросовестная информация, нередко ссылаются на свободу высказываний, обеспеченную первой поправкой к Конституции — поправкой о свободе слова.

В американской правовой практике принимается, однако, что первая поправка защищает свободу выражения мнений, т.е. таких суждений, которые не содержат в себе отчетливо идентифицируемых фактов, не строятся и не подаются как сообщения о фактах. Важным прецедентом, на который нередко ссылаются в американской правовой практике, служит дело *Malkovich versus Lorain Journal Co.* 1990 г. (497 U.S. 1). В судебном решении по иску Малковича против медийной корпорации были даны три существенных признака, при наличии которых высказывание является «мнением» и подлежит безусловной защите на основании первой поправки к Конституции.

Верховный Суд США указал в связи с прецедентом Малковича на три стандартных требования, в случае соответствия которым суждение трактуется как «мнение». Из этих требований нам важнее всего требование (3). Оно гласит, что суждение должно квалифицироваться как «мнение» и подлежать защите на основании первой поправки в том случае, когда упомянутое и подразумеваемое в нем не поддается проверке на истинность.

Апелляционная инстанция Верховного Суда США по делу *Janklow versus Newsweek, Inc.* (759 F.2d 644, 648) в 1987 г. решила, что защите на основании первой поправки не подлежат суждения: (1) достаточно точные и относящиеся к определенному предмету; допускающие проверку (...). По делу *Hunt versus University of Minnesota* (465 N.W.2d 88, 94) в 1991 г. апелляционная инстанция постановила, что абсолютной защите на основании свободы слова и печати подлежат только те утверждения, которые относятся к общественно значимым предметам, но при этом не являются достаточно точными, т.е. не допускают проверку на истинность, а также не являются констатацией фактов и не могут быть истолкованы в этом смысле.

Таким образом, если опубликованная информация содержит утверждения об «истинной» (равновесной, долгосрочной, перспективной) капитализации компании, которые поданы как фактические и которые в правовом (судебном) порядке, на основе экспертных заключений, признаны недостоверными, а также если вследствие опубликования этих утверждений произошло падение рыночной капитализации данной компании такое, что оно может, по крайней мере частично, быть с достоверностью (на практике — с достаточно высокой вероятностью) объяснено публикацией негативной информации, то имеет место ущерб, причиненный капиталу компании, воплощенному в репутации, в полном или частичном размере падения ее капитализации, и в этом случае ответчики не вправе оспаривать иск, ссылаясь на свободу слова.

В.Р. Евстигнеев,
кандидат экономических наук,
старший научный сотрудник Института мировой экономики
и международных отношений РАН
07 февраля 2003 г.

Таможенная политика России в XIX — начале XX вв.

Этот раздел работы построен на обработке материала преимущественно двух монографий Н.А. Лебедева. Они опубликованы в 2002 г. под эгидой Института экономики РАН. Это — «Таможенная и тарифная политика России XIX века» (1-я работа) и «Таможенная и тарифная политика России: теории и творцы» (2-я работа). Были использованы также и другие источники.

Как считает Н.А. Лебедев, «таможенная политика в широком смысле слова означает внешнеэкономическую деятельность во взаимосвязи с развитием внутреннего рынка...» (1, с. 14). Что касается более узкого понимания таможенной политики, то оно «означает обоснование и выбор определенного таможенного тарифа, соответствующего задачам нацеленности государства в течение конкретного периода на достижение поставленных целей» (там же).

Великий российский реформатор XIX века М.М. Сперанский сформулировал также основные цели государственной таможенной политики: приумножить вообще массу государственного богатства; извлекать из нее доходы образом наименее отяготительным и распределять их на содержание управления без недостатку и излишества (Н.А. Лебедев приводит эти слова по кн. *С.Н. Валка* «М.М. Сперанский. Проекты и записки. Изд-во АН СССР. М. — Л., 1961. С. 102).

В начале XIX века взимание таможенных пошлин способствовало получению весьма высоких доходов. Таким образом, фискальная направленность всего таможенного дела была характерна для России в первой половине XIX века. Такая направленность таможенной политики проявлялась в ее охранительно-протекционистском характере (1, с. 30). Однако и в этот период иногда проявлялись фритредерские тенденции. Так, в 1816 и 1819 гг. в России были приняты фритредерские тарифы. Конвенция 1818 г. установила правила свободы торговли и судоходства в Польше (тогда входившей в состав Российской Империи). При этом польский сейм на 6 лет освободил иностранных товаропроизводителей от всех видов налоговых платежей. «Они получили право ввозить в Польшу все необходимое оборудование без тарифного обложения» (1, с. 95). Что касается размеров таможенной пошлины, взимаемой с перевозимых товаров, то они не должны превышать 10 % от стоимости товаров. Это, конечно, была довольно низкая ставка. В России применялись и более низкие таможенные ставки. Так, переидские и афганские товары, согласно положению «Тарифа и правил для ввозимых в Закаспийскую область и Бухарское ханство товаров», облагались пошлиной в размере 5 % с цены товара (Сборник узаконений и распоряжений по Таможенному устройству в Средней Азии. СПб., 1901).

Принятие общей фритредерской направленности экономического развития России «с начала 50-х годов XIX века стало первым важным шагом в ре-

шении проблемы индустриального развития страны, стимулом широкого железнодорожного строительства. Тогда был заложен фундамент для экономического рывка 70-х гг.» (1, с. 37).

Однако в 80-х гг. XIX века обозначился «новый поворот к протекционизму... Покровительственная таможенная политика позволила увеличить таможенный доход России... Необходимость такого поворота поддерживали и товаропроизводители» (1, с. 43). «Принципы свободы торговли (фритредерства) для России были непреемлемы и являлись тем идеалом», к которому, цитирует Н.А. Лебедев слова С.Ю. Витте, «мы должны идти суровым протекционистским режимом» (*Витте С.Ю.* Конспект лекций о народном и государственном хозяйстве. М., 1997).

Видным сторонником свободы торговли был министр финансов Д.А. Гурьев. Он еще в 1813 г. предложил ввести в России повсеместно, а не только в Польше «свободный» таможенный тариф. Д.А. Гурьев писал: «Запретительная система оказывает вред внутреннему производству, отнимая у промышленников всякое побуждение к соревнованию и к усовершенствованию своих изделий, и возбуждает промышленную спекуляцию» (цит. по 1, с. 95).

Отметим, что граф Н.С. Мордвинов, много лет проживший в Англии и воспринявший идеи фритредерства, тем не менее сам, будучи членом Государственного совета, выступал за протекционистский «запретительный тариф» и «ограничение импорта» (1, с. 88). Н.С. Мордвинов считал, что «истинная свобода торговли только тогда восторжествует, когда все народы добровольно установят закон «свободы взаимных обменов» (*Мордвинов Н.С.* Избранные произведения. М., 1945. С. 109).

Следует позитивно оценивать его действия в области совершенствования российской таможенной политики. Он писал: «Число воспрещенных тарифом товаров весьма малое, все же прочее дозволено привозить. Некоторые вещи обложены умеренною пошлиной; не малая же часть оставлена свободной от всякой пошлины. Ныне сомнения, что коль скоро в нынешнем тарифе произойдут воспоследующие существенные изменения, а тем паче, если бы дозволен был свободный ввоз всех запрещенных оным товаров: то первое последствие такой меры было бы естественно умножение количества привозимых товаров; по мере же умножения привоза увеличится и количество денег, причитающихся к заплате от нас иностранцам; по увеличению же сего последнего, долженствует необходимо упадать курс» (*Мордвинов Н.С.* Некоторые соображения по предмету мануфактур в России и о тарифе издание. 3-е изд. СПб., 1833, цит. по 2, с. 85).

При этом Н.С. Мордвинов считал, пишет Н.А. Лебедев, что в России «промышленное развитие невозможно без определенной плотности населения. Мордвинов вслед за М.В. Ломоносовым сделал вывод о важности увеличения народонаселения» (1, с. 90).

Организационной базой таможенной политики являлись таможенные Уставы (они принимались заново в 1819, 1857, 1892 и 1906 гг.). Вначале решение вопросов организации таможенного дела было сосредоточено в Министерстве коммерции, а затем — в Министерстве финансов. Основные задачи таможенного дела свелись к следующему: «снижение ввоза товаров, производство которых налажено в стране; создание условий для увеличения производства товаров на экспорт; расширение условий для транзита товаров по территории страны» (1, с. 55).

В конце XIX века находившийся в составе Министерства финансов Департамент торговли и мануфактур «превратился в один из активно действующих проводников провозглашенной правительством политики прямой поддержки промышленных предприятий» (1, с. 61).

Осуществление таможенной политики в третьей четверти XIX века было связано с именем Михаила Христофоровича Рейтерна — министра финансов России (1862—1878 гг.). Он являлся противником предоставления юридическим и физическим лицам льгот по оплате таможенных пошлин, т.к. это снижало таможенные доходы. Однако его попытки добиться отмены этих льгот оказались в целом малорезультативными. Как пишет Н.А. Лебедев, в период, когда Министерством финансов руководил М.Х. Рейтерн, «со временем набрала силу практика широкого снижения пошлин в индивидуальном порядке...» (1, с. 103).

Тем не менее он продолжил проведение фритредерского курса, сформировавшегося в конце 40-х гг. «Полагая, что тарифом 1857 г. импортные изделия обложены так, что пошлины на них почти равнялись их стоимости, а иностранные товары, не представлявшие конкуренции российским изделиям, облагались умеренно, он, — как пишет Н.А. Лебедев, — предложил следующие меры: установить соразмерность между ценой товара и пошлиной на те товары, которые ввозились исключительно нелегально, с целью максимально возможного ограничения контрабанды; снизить пошлину на импорт полуфабрикатов до экономически целесообразной величины» (1, с. 103).

Эти предложения М.Х. Рейтерна «были воплощены в тарифе, принятом в июле 1868 г.» (1, с. 104). Он хорошо понимал стимулирующее и запретительное значение таможенного тарифа для развития отдельных российских производств. Он писал: «Изменение двух-трех тарифных статей легко может остановить целые отрасли фабричной промышленности и не только разорит фабрикантов, но совершенно изменить условия жизни в обширных краях... В таком положении дела... не следует приступать к коренному изменению тарифа, а напротив, в течение нескольких по крайней мере лет желательно оставить тариф 1857 г. в своей силе относительно всех статей, имеющих характер охранительный» (Рейтерн М.Х. Биографический очерк. СПб., 1910, цит. по 2, с. 122—123).

Позднее фритредерские механизмы М.Х. Рейтерна были сведены на нет протекционистскими действиями, которые осуществлялись под руководством следующего министра финансов России — Н.Х. Бунге. Он поддерживал протекционистские подходы, развиваемые «германским экономистом» Ф. Листом, который считал (в изложении Н.Х. Бунге):

- охранительные пошлины, защищая отрасли производства, свойственные климату, почве и другим местным условиям, не дают искусственного направления промышленности;
- охранительные пошлины не производят постоянной дороговизны, а только дороговизну временную, которая вознаграждается развитием целой системы производительных сил;
- охранительная система не дает производителям внутренней монополии, потому что защита дается всем и каждому, занимающимся покровительствуемой промышленностью;
- охранительные пошлины не только не уменьшают, но увеличивают производство. Обеспечивая сбыт и для земледельцев, и для фабриканта,

и для купца, они поставляют все классы в тесную связь между собою» (Бунге Н.Х. Полицейское право, т. 1. Киев, 1873, цит. по 2, с. 138—139).

Надо сказать, что формирующиеся у российского государства средства от повышенных пошлин на отдельные ввозимые товары «частично направлялись на развитие отечественной промышленности» (1, с. 126).

Особенно существенный крен в сторону протекционистской направленности таможенной политики был осуществлен С.Ю. Витте. Он принимал непосредственное участие в разработке «наиболее покровительственного таможенного тарифа 1891 г., пошлины которого составили за период 1891—1900 гг. по всему ассортименту импорта от 33 до 100 % стоимости товаров» (1, с. 110). Разработка этого тарифа осуществлялась под руководством Д.И. Менделеева (1, с. 140).

По мнению С.Ю. Витте, «протекционизм заключается в преследовании благоприятного торгового баланса, т.е. в достижении возможно большего увеличения кредита счета данного государства по внешним сношениям над дебетом, причем, само собой разумеется, что в этот счет должны входить не только все торговые, но и все денежные операции. Соответствующие таможенные тарифы составляют самую существенную принадлежность системы протекционизма уже потому, что заставляют «покупать у иностранцев менее». Но сами по себе тарифы эти являются односторонним средством протекционизма... Для достижения благоприятного баланса нужно также «побольше продавать иностранцам», т.е. необходимы меры, способствующие увеличению кредита баланса» (*Витте С.Ю.* В чем выход? По поводу возвышения за границей таможенных пошлин. Московские ведомости, 1885, 22.02, № 52, цит. по 2, с. 143).

Что касается Д.И. Менделеева, то свои протекционистские концепции он изложил в работе «Оправдание протекционизма» (1897). В записке на имя императора он обстоятельно разъяснил, что покровительство, пишет Н.А. Лебедев, «не противоречит интересам отечественного сельского хозяйства, а наоборот, во многом содействует повышению его культуры» (2, с. 173). Д.И. Менделеев подчеркивал, что без покровительственных тарифов «дорогое, да свое, начатое с корня, может стать дешевым, а чужое может из дешевого стать дорогим» (цит по 2, с. 173).

Таможенная политика России в XIX веке была направлена на создание более благоприятных условий для импорта из восточных стран. Это проявилось в резком снижении таможенных пошлин уже в первой половине XIX века. «Так, в 1831 и 1846 гг. вышли правительственные постановления о снижении вдвое по сравнению с европейским таможенным обложением пошлин по закавказскому тарифу... Ввоз пуда риса по азиатской границе облагался пошлиной в десять раз меньше, чем по европейской границе, хлеба — в восемь раз, шерсти — в десять раз» (1, с. 153).

Отметим, что «по всему Дальнему Востоку вводилась свободная экономическая зона на расстоянии пятидесяти верст по обе стороны российско-китайской границы» (1, с. 154).

Россия постоянно увеличивала экспорт готовых хлопчатобумажных изделий в восточные страны. «Перед Первой мировой войной около 80 % отечественного хлопчатобумажного экспорта приходилось на восточные страны» (1, с. 154). «Одновременно Афганистан, Западный Китай и Персия (Иран) являлись традиционными экспортерами хлопка на русский рынок... К концу XIX века в Россию возилось из Ирана 96 % общего объема производимого там хлопка, а западные регионы Китая полностью экспортировали урожай хлопка в Россию» (1, с. 155).

Основные направления таможенной политики России на период до 2010 г.

Таможенная политика России в предстоящий период до 2010 г. должна основываться на концепции развития таможенных органов Российской Федерации, одобренной Правительством Российской Федерации (распоряжение Правительства РФ от 14.12.2005 № 2225-р). И здесь особое значение придается совершенствованию условий таможенно-тарифного регулирования.

Наиболее важная часть работы в части совершенствования таможенно-тарифного регулирования при импорте товаров в 2007—2009 гг. будет сведена к оптимизации импортного таможенного тарифа с учетом обязательств ВТО, под которой понимается разумное снижение ставок таможенных пошлин по широкой номенклатуре товаров при одновременной защите конкурентоспособных отечественных предприятий повышением или сохранением относительно высоких ставок тарифа. Такой подход к формированию тарифа уже продемонстрировал свою эффективность в предшествующие годы. Необходимо обеспечить эскалацию таможенного тарифа в зависимости от степени переработки товаров (чем выше степень переработки товаров, тем выше ставка таможенной пошлины).

В Товарной номенклатуре внешнеэкономической деятельности содержится около 2 тыс. позиций, по которым классифицируются различные виды оборудования. Почти на 45 % товарных позиций распространяется нулевая ставка ввозных таможенных пошлин, около 20 % составляют позиции с 10-процентной ставкой ввозных таможенных пошлин, примерно 10 % приходится на позиции с 5-процентной ставкой ввозных таможенных пошлин. На остальное оборудование распространяется ставка ввозных таможенных пошлин более 10 %.

В настоящее время прорабатывается возможность снижения или отмены ставок на 200 товарных позиций. В отдельных случаях будет предусматриваться установление режима беспошлинного ввоза. Это касается главным образом высокотехнологичного оборудования, не имеющего отечественных аналогов.

Постановлением Правительства Российской Федерации от 24.03.2006 № 168 предусматривается отмена ставок ввозных таможенных пошлин на широкий перечень оборудования для нефтегазовой, деревообрабатывающей, медицинской, металлургической, авиационной, судостроительной, электронной отраслей промышленности, средств связи и сельского хозяйства.

Данная мера будет способствовать активному ввозу в Российскую Федерацию высокотехнологичного оборудования, что является актуальной задачей. Износ основных производственных фондов на большинстве производств указанных отраслей приближается к критическому значению. Ввоз современного специального оборудования, предназначенного как для производства средств

производства, так и для некоторых предметов потребления (особенно это касается изделий легкой и пищевой промышленности), окажет положительное воздействие на развитие промышленного потенциала Российской Федерации.

При подготовке указанного выше постановления была проведена тщательная проработка соответствующих проблем в отраслевых департаментах Минпромэнерго России в сотрудничестве с экспертами других заинтересованных министерств. Особое внимание было уделено формированию перечня конкретных видов оборудования, по которым предполагалась отмена таможенных пошлин. В частности, было проанализировано около 1500 товарных позиций, которые в настоящее время облагаются ставками ввозных таможенных пошлин в размере 5 и 10 % от таможенной стоимости; отметим, что ставки ввозных таможенных пошлин в размере 5 % не являются регулятивными и носят в основном фискальный характер.

В свою очередь Минпромэнерго России провело консультации с конкретными заинтересованными российскими производителями соответствующего отечественного оборудования, а также с профильными научно-исследовательскими институтами. В конечном счете из первоначально составленного перечня были исключены отдельные виды оборудования, используемого в станкостроении, медицине, сельском хозяйстве, которое производится в России и по своим параметрам ни в чем не уступает зарубежным аналогам. В окончательном варианте перечня осталось примерно 730 товарных позиций.

Использование этого перечня при осуществлении таможенных процедур приведет к снижению налоговой нагрузки на отечественные промышленные предприятия и, кроме того, будет содействовать перевооружению и модернизации ряда крупных предприятий промышленности, увеличению объемов производства и повышению конкурентоспособности выпускаемых изделий.

При подготовке предложений о снижении ставок ввозных таможенных пошлин особым приоритетом пользовались предложения, связанные с импортом высокотехнологичного оборудования. Последующее использование этого оборудования в производственных процессах способно не только повысить конкурентоспособность российской продукции, но и одновременно минимизировать негативные последствия от роста импорта для отечественного машиностроения.

Установлены также дифференцированные ставки ввозных таможенных пошлин, применяемых в отношении целого ряда комплектующих элементов. Их дифференциация определяется тем, предназначены ли они для промышленного производства определенных товаров или нет.

В 2005 г. было принято постановление Правительства Российской Федерации «О внесении изменений в Таможенный тариф Российской Федерации в отношении автокомпонентов, ввозимых для промышленной сборки». В данном документе были максимально учтены интересы как потенциальных инвесторов, так и российских производителей автокомпонентов. В настоящее время прорабатывается возможность расширения перечня автокомпонентов, ввозимых для промышленной сборки, предназначенных для производства узлов и агрегатов. Представляется, что это позволит, с одной стороны, обеспечить благоприятные условия для увеличения ввоза товаров, имеющих инвестиционный характер как новыми предприятиями, так и теми, кто уже давно работает в этой области. Ожидается, что в результате такого расширения перечня снизится число нарушений таможенных правил.

В 2007–2009 гг. планируется расширить практику установления ставок таможенных пошлин, дифференцированных в зависимости от уровня заявленной стоимости единицы товара. Смысл такого подхода заключается в том, чтобы, с одной стороны, стимулировать декларантов заявлять реальную стоимость товара, а с другой, создать механизм защиты отечественного производителя от дешевого и, как правило, недостаточно качественного импорта. При этом ставка таможенной пошлины будет тем меньше, чем выше цена единицы продукции. В настоящее время такой подход экспериментально применяется в отношении солнцезащитных очков и кожаной обуви. Отметим, что в отношении обуви новая ставка таможенной пошлины применяется с 20.12.2005.

Подобные меры эффективны в тех случаях, когда требуется тарифная защита применительно к отечественным относительно недорогим товарам, производимым в достаточных количествах российскими предприятиями и обеспечивающим сложившийся спрос внутри страны. При этом по дорогим видам таких товаров ставки сохраняются невысокими, что позволяет сохранить достигнутый уровень их импорта и обеспечить соответствующие конкурентные условия.

Существует целесообразность увеличения в рамках таможенного тарифа России доли специфических и комбинированных ставок ввозных пошлин и перевода в дальнейшем специфических составляющих комбинированных ставок на «плюсовые».

Реализация такого предложения позволит на первом этапе (увеличение доли специфических и комбинированных ставок) сократить «поле» для недостоверного декларирования таможенной стоимости, а на втором этапе (переход на «плюсовые» составляющие ставок) поможет оптимизировать условия формирования комбинированных ставок пошлин. Это объясняется отсутствием обязательной согласованности величины адвалорных и специфических составляющих этих ставок. Практический опыт применения такого подхода к формированию таможенных тарифов в США и ЕС показал его достаточно высокую эффективность в части реализации регулятивной, точнее, протекционистской функции таможенного тарифа.

Отдельным направлением таможенно-тарифной политики является изменение подходов к налогообложению товаров, ввозимых на территорию Российской Федерации и произведенных на территориях свободных экономических зон, расположенных на территории стран СНГ.

Необходимость решения этого вопроса связана с тем, что товары, произведенные в таких зонах, изготавливаются из иностранных материалов и компонентов, ввезенных на их территорию беспошлинно. А затем уже готовые изделия поставляются в Россию также без уплаты ввозной таможенной пошлины. Данное обстоятельство ставит отечественных производителей аналогичных товаров в заведомо неравные конкурентные условия. В целях повышения эффективности работы таможенных органов по определению страны происхождения товаров было бы целесообразно, как нам кажется, определить на правительственном уровне критерии происхождения для отдельных видов товаров в виде перечня технологических операций, осуществление которых позволит признать или, наоборот, не признавать товар, происходящим из той страны, в которой они были произведены. Именно такой подход в определении крите-

риев происхождения наиболее понятен и прозрачен как для таможенных органов, так и для участников внешнеэкономической деятельности.

В 2007–2009 гг. особое внимание предполагается уделить мерам по совершенствованию порядка взимания таможенных платежей. Принимаемые в связи с решением этой задачи действия будут направлены, с одной стороны, на пресечение практики уклонения от уплаты налогов и, с другой стороны, на безусловное обеспечение установленных законом прав добросовестных налогоплательщиков. В целом речь идет о создании для налогоплательщиков максимально комфортных условий уплаты таможенных платежей.

К факторам, негативно влияющим на собираемость таможенных платежей, можно отнести излишне широкий, на наш взгляд, набор тарифных и налоговых льгот. Вопросы сокращения налоговых и тарифных льгот были актуальны на протяжении последних 15 лет. Несмотря на декларируемое стремление к их сокращению, наблюдается устойчивая тенденция роста объемов предоставленных льгот.

В 2004 г. сумма льгот по уплате таможенных платежей возросла по сравнению с 2003 г. на 34,7 %, в 2005 г. прирост по сравнению с 2004 г. составил 75,1 %.

В 2005 г. по сравнению с 2004 г. изменились объемы льгот по уплате таможенных пошлин, налогов в зависимости от их видов. Если в 2004 г. наибольшая доля предоставленных льгот приходилась на товары, ввозимые (вывозимые) в Калининградскую область (41,7 %), то в 2005 г. наибольшая доля предоставленных льгот приходилась на товары, перемещаемые в рамках соглашений о разделе продукции (СРП) (33,6 %). В общей структуре льгот наибольший объем занимают также льготы, предоставленные в отношении:

- товаров, перемещаемых в рамках отдельных международных договоров (в 2004 г. — 11 %, в 2005 г. — 10,5 %);
- товаров, ввозимых в качестве вкладов в уставные (складочные) капиталы организаций (в 2004 г. — 8,9 %, в 2005 г. — 10,5 %).

Рост льгот по уплате таможенных платежей в 2005 г. в 3 раза по сравнению с 2004 г. в отношении товаров, перемещаемых в рамках соглашений о разделе продукции (СРП), обусловлен тем, что осуществление проекта «Сахалин-1» предусматривает ввод в эксплуатацию сооружений по экспорту нефти уже в 2006 г. Для строительства в 2005 г. морского отгрузочного терминала Де-Кастри и магистрального трубопровода от места добычи до терминала было ввезено в 2005 г. значительное количество стройматериалов и оборудования. Кроме того, в 2005 г. неоднократно увеличивалась ставка вывозной таможенной пошлины на нефть сырую, в результате чего выросли показатели суммы льгот по уплате вывозных таможенных пошлин при вывозе нефти инвесторами СРП «Сахалин-2» и СРП по Харьягинскому месторождению. Безусловно, все это негативно сказалось на поступлениях в федеральный бюджет. Необходимо совершенствование системы учета данных льгот и проведения ежемесячного мониторинга их применения.

Кроме того, требуется улучшение таможенного администрирования в части усиления контроля за обоснованностью применения льгот по уплате таможенных платежей при таможенном оформлении товаров, а также контроля за использованием товаров в целях, в связи с которыми такие льготы предоставлены. Такой контроль будет способствовать усилению финансовой дисциплины и увеличению собираемости таможенных платежей.

Нужно также наладить работу по совершенствованию законодательной базы в части применения тарифных и налоговых льгот.

Особое внимание следует уделить совершенствованию механизмов определения таможенной стоимости. Прежде всего это касается порядка определения таможенной стоимости ввозимых товаров в случаях их повреждения вследствие аварии или действия непреодолимой силы, а также в случаях их незаконного перемещения товаров через таможенную границу Российской Федерации. При этом нужно улучшить механизмы определения таможенной стоимости товаров, вывозимых с таможенной территории Российской Федерации. Ясно, что здесь не обойтись без углубленной проработки условий и правил бухгалтерского учета. Необходимо обеспечить согласованность таможенного и налогового контроля. Весь этот комплекс мер будет способствовать прозрачности действий контролирующих органов в части платежно-расчетных отношений по внешнеторговым сделкам. Возможно, потребуются введение ряда законодательных ограничений по использованию оффшорных зон в целях уклонения от налогов и искажения стоимостных характеристик внешнеторговых сделок.

В части правоприменительной практики приоритетной задачей является переход к построению эффективно функционирующей системы контроля таможенной стоимости товаров, предусматривающей, в частности, совершенствование использования ценовой информации. Назрело упорядочивание системы анализа и управления рисками при контроле таможенной стоимости товаров, в т.ч. путем установления четких характеристик профилей рисков. Пока же таких характеристик нет.

Уже сейчас проводятся мероприятия по введению системы интегрированного контроля на государственной границе Российской Федерации. В связи с этим предполагается внедрение современных технологий государственного контроля на основе межведомственного взаимодействия в пунктах пропуска через государственную границу Российской Федерации, сокращение количества государственных контрольных органов, действующих непосредственно в режимной зоне в пунктах пропуска, до двух (пограничной и таможенной служб), создание необходимых условий для работы других контролирующих органов. Таким образом, создается принципиально новая система организации таможенного контроля и таможенного оформления, которая основывается на принципе «одного окна» (однократное представление информации) и «одной остановки» (интегрированный таможенный контроль).

Важную роль в таможенном деле будет выполнять единая автоматизированная система сбора, хранения и обработки информации. Эта система обеспечит эффективное взаимодействие таможенных и налоговых органов. Она позволит в режиме реального времени отслеживать всю цепочку поставки товара. Без этого невозможно принятие своевременных, оперативных решений.

Внедрение механизмов предварительного информирования, обеспечение информационного обмена и проведения специальных операций с таможенными органами иностранных государств предполагает включение возникающих в связи с этим вопросов в межправительственные и межведомственные соглашения, заключаемые с государствами — торговыми партнерами Российской Федерации. Применение системы предварительного информирования, предпола-

гающей информационный обмен между таможенными службами, предусмотренный Рамочными стандартами безопасности и облегчения мировой торговли, будет способствовать сокращению различий в статистических данных между Российской Федерацией и странами-контрагентами по крайней мере на 10 % ежегодно. Отсюда новые возможности борьбы с недостоверным декларированием и занижением таможенной стоимости. При этом, надо полагать, резко сократится возможность фальсификации документов для таможенных целей.

Совершенствование организации таможенного дела в России предполагает привлечение к совместной работе общеизвестных мировых компании, имеющих гигантский опыт работы по таким направлениям, как: постоянное обновление справочной информации о ценах (товары, услуги, фрахт, страхование и т.д.); регистрация компаний; проверка сведений относительно конкретных сделок в соответствии с поступающими запросами другой стороны; предоставление доказательств достоверности запрашиваемых сведений.

Предполагается создание в структуре таможенных органов Российской Федерации операционного центра для обработки и принятия решений. Главной задачей такого центра должен быть непрерывный мониторинг всей поступающей информации, ее анализ и выдача оперативных ориентировок таможенным органам для целевого применения методов выборочного таможенного контроля, обеспечивающих своевременное реагирование на угрозы, связанные с нарушением таможенного законодательства России.

Организационное и правовое оформление операционного центра будет осуществлено в 2007 г., но уже сейчас проходит постепенное формирование банка данных о стоимости товаров на мировом рынке на основе информации, предоставляемой производителями основных платежеемких товаров, а также единой базы данных справочных цен на товары и услуги. Эта база будет постоянно поддерживаться и актуализироваться ФТС России.

В 2007–2009 гг. будет продолжена работа по разработке и внедрению современных информационных таможенных технологий, в т.ч. электронного декларирования.

Создание условий для расширения применения предварительного информирования и электронного декларирования в сочетании с контролем на основе методов аудита позволит минимизировать влияние человеческого фактора, сделать систему организации таможенного контроля и таможенного оформления одинаково прозрачной как для государства, так и для участников внешне-торговой деятельности.

В рамках внедрения в таможенное дело международных таможенных норм и правил предполагается начать переход на применение Единого административного документа (ЕАД) Европейского союза для таможенного контроля и таможенного оформления, а также рассмотреть возможность присоединения к Киотской конвенции об упрощении и гармонизации таможенных процедур, Конвенции о процедуре общего транзита. Четкие и предсказуемые правила ведения бизнеса, их унификация с зарубежными таможенными правилами позволит объединить усилия таможенных органов по эффективному противодействию особо опасным нарушениям в сфере внешнеэкономической деятельности, которые на современном этапе носят транснациональный характер.

Перечень биржевых товаров

Наименование	Место продажи	Вид контракта, срок исполнения	Единица измерения
Алюминий	LME	Наличный	тонна
Алюминий	LME	3 месяца	тонна
Медь марки а	LME	Наличный	тонна
Медь марки а	LME	3 месяца	тонна
Медь	COMEX	3 месяца	фунт
Свинец	LME	Наличный	тонна
Свинец	LME	3 месяца	тонна
Никель	LME	Наличный	тонна
Никель	LME	3 месяца	тонна
Олово	LME	Наличный	тонна
Олово	LME	3 месяца	тонна
Цинк	LME	Наличный	тонна
Цинк	LME	3 месяца	тонна
Золото	Банк англ.	Наличный	тр. унция
Золото	Лондон	Наличный	тр. унция
Золото	NYMEX	фьючерс	тр. унция
Серебро	Лондон	Наличный	тр. унция
Серебро	COMEX	фьючерс	тр. унция
Платина	Лондон	Наличный	тр. унция
Платина	NYMEX	фьючерс	тр. унция
Палладий	Лондон	Наличный	тр. унция
Сырая нефть, Brent	ICE	фьючерс	баррель
Сырая нефть, средняя, западнотехасская	NYMEX	фьючерс	баррель
Бензин неэтилированный	NYMEX	фьючерс	галлон
Котельное топливо	NYMEX	фьючерс	галлон
Природный газ	NYMEX	фьючерс	1000 куб. футов
Древесина хвойных пород	CME	фьючерс	1000 дрв. футов
Хлопок	NYCE	фьючерс	фунт
Пшеница	CBOT	фьючерс	бушель
Кукуруза	CBOT	фьючерс	бушель
Соя-бобы	CBOT	фьючерс	бушель

Наименование	Место продажи	Вид контракта, срок исполнения	Единица измерения
Кофе «робуста»	LIFFE	фьючерс	тонна
Кофе «арабика»	CSCE	фьючерс	фунт
Какао	LIFFE	фьючерс	тонна
Какао	CSCE	фьючерс	тонна
Сахар	CSCE	фьючерс	тонна
Сахар	LIFFE	фьючерс	тонна
Мазут	NYMEX	Наличный	галлон
Проран	IPE	Наличный	галлон
Газойль	NYCE	Наличный	тонна
Апельсиновый сок	CSCE	Наличный	фунт
Кофе «с»	CSCE	Наличный	100 фунтов
Сухое молоко	CSCE	Наличный	100 фунтов
Сыр чеддер	LIFFE	Наличный	100 фунтов
Картофель	CBOT	Наличный	тонна
Соевое масло	CBOT	Наличный	100 фунтов
Соевая мука	LIFFE	Наличный	тонна
Ячмень	LIFFE	Наличный	тонна
Пшеница	MACE	Наличный	тонна
Овес	CBOT	Наличный	бушель
Овес	NYMEX	Наличный	бушель
Сурьма рафинированная	NYMEX	Наличный	фунт
Медь электролитическая в прутках	NYMEX	Наличный	фунт
Лом медной проволоки № 2 (Нью-Йорк)	NYMEX	Наличный	фунт
Медный лом № 1, очищенный (Чикаго)	NYMEX	Наличный	фунт
Медный лом № 1 проплавленный (Чикаго)	NYMEX	Наличный	фунт
Медный лом № 2 рафинированный (Чикаго)	NYMEX	Наличный	фунт
Магний в слитках 99,9 %	NYMEX	Наличный	фунт
Марганец бруски 99,9 %	NYMEX	Наличный	фунт
Ртуть в бутылках 176 фунт	NYMEX	Наличный	бутыль
Сталь, тяжеловесный лом № 1 (Филадельфия)	MACE	Наличный	тонна
Титан авиационный прямая заливка 8.1/8 дюйма	MATIF	Наличный	фунт
Титановая рубка	MATIF	Наличный	фунт
Вольфрамовая нить	MATIF	Наличный	10 кг
Цинк высшего качества	MATIF	Наличный	фунт

Наименование	Место продажи	Вид контракта, срок исполнения	Единица измерения
Цинк первичный	MATIF	Наличный	фунт
Пиломатериалы	MATIF	фьючерс	1000 дрв. футов
Говядина животная	CME	фьючерс	фунт
Соевый шрот	CME	фьючерс	тонна
Нефть сырая юралс	PTC	фьючерс	баррель

LME (*London metal exchange*) – Лондонская биржа металлов.

COMEX (*Commodity exchange*) – Нью-Йоркская срочная товарная биржа.

NYMEX (*New York mercantile exchange*) – Нью-Йоркская товарная биржа.

IPE (*International petroleum exchange*) – Международная топливная биржа (Великобритания).

CBOT (*Chicago board of trade*) – Техасская срочная товарная биржа.

LIFFE (*London international finance future exchange*) – Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов.

MACE (*Midamerica commodity exchange*) – Среднеамериканская товарная биржа (Чикаго).

MATIF (*Marche a terme d'instruments financiers*) – Срочная биржа (Париж).

CSCE (*Coffe, sugar and cocoa exchange*) – Биржа кофе, сахара и какао (США).

NYCE (*New York cotton exchange*) – Нью-Йоркская хлопковая биржа.

CME (*Chicago mercantile exchange*) – Чикагская товарная биржа.

Таможенные брокеры в зарубежных странах

В настоящее время практически во всех странах с рыночной экономикой созданы организации профессиональных таможенных брокеров. Их деятельность подлежит правовому регулированию со стороны государственных структур. Например, в США это Национальные таможенные брокеры и Ассоциация экспедиторов Америки (NCBFAA) — торговая ассоциация, представляющая лицензированных таможенных маклеров, международных грузовых экспедиторов и международных воздушных грузовых агентов.

В Канаде в 1921 г. образовано Канадское общество таможенных брокеров (CSCB), куда входят Канадская ассоциация таможенных брокеров и Канадский институт таможенных брокеров. Самыми старыми считаются таможенные брокеры Португалии. Они объединились и создали свою ассоциацию еще в 1864 г.

Во всех странах таможенное брокерство развивалось как посредничество в организации торговли. Цели и задачи этих организаций сводились к следующим видам посреднических операций:

- развитие торговли и коммерческих связей между странами путем поддержки производителей, вовлеченных в международную торговлю;
- быстрое и эффективное перемещению грузов через границы государств с соблюдением действующих нормативных условий и ограничений.

Организации таможенных брокеров принимали участие в разработке законов, инструкций и правил для импорта и экспорта товаров в расчете на стимулирование международной торговли и связанных с этим процедур.

Эти организации обеспечивали необходимые консалтинговые услуги по вопросам таможенного законодательства экспортеров, импортеров, а также иных лиц, вовлеченных в международную торговлю и коммерцию.

Деятельность таможенных брокеров в зарубежных странах обеспечивается необходимым регулированием. На это направлены согласованные между собой отдельные нормативно-правовые акты. С их помощью определялись пределы вмешательства исполнительной власти в деятельность брокеров, а также их права и обязанности.

В конечном счете сложившиеся устои в этой сфере внешней торговли создавали предсказуемые и стабильные условия для деятельности таможенных брокеров. В частности, в Законе о таможенном тарифе США (действующем с 1930 г.) подчеркивается, что «единственным лицом, которое может быть агентом импортеров в ходе проведения таможенных операций, является таможен-

ный брокер. Он подготавливает и представляет необходимые таможенные документы, улаживает вопросы уплаты таможенных сборов и другим образом представляет своего нанимателя в таможенных вопросах».

Деятельность таможенных брокеров, как правило, лицензируется уполномоченными государственными органами. Таможенные брокеры сегодня выступают в качестве основных субъектов внешнеэкономической деятельности. Так, во многих странах они обрабатывают более 95 % всех декларационных документов.

В странах с развитой рыночной экономикой постоянно ведется реестр таможенных брокеров, в котором указываются все необходимые сведения об их деятельности, налажена информационно-рекламная служба, где любой предприниматель может получить необходимую помощь и содействие в выборе таможенного брокера для достижения своих коммерческих целей.

При этом предприниматель стремится получить ответы на следующие вопросы. Специализируется ли брокер на определенных товарах и видах транспортировки грузов? Является ли фирма лицензированным таможенным брокером? Сколько лет данный брокер занимается подобным делом? Какие возможности имеются у него для обеспечения быстрого растаможивания и доставки товаров? Есть ли у брокера в наличии места для хранения ценных бумаг, обработки опасных грузов? Какого типа системы безопасности установлены на его объектах? Какое страховое покрытие осуществляет брокер для объектов и операций? Имеется ли у него компьютеризированные системы обмена данными, которые могут ускорить подготовку документации и ее передачу, а также таможенное оформление на таможне? Можно ли использовать закладную брокера для обеспечения гарантийного покрытия? Каковы условия платежа и решения финансовых вопросов? Какова финансовая стабильность брокера? Есть ли у данного брокера офисы в основных пунктах доставки товаров, которые будут использоваться? Может ли он предоставить список клиентов, хорошо отзывающихся о его работе?

При выборе таможенного брокера рекомендуется выяснить, как он решает нештатные ситуации, «работает» с платежами, насколько последовательно организует свою работу.

Деятельность таможенных брокеров постоянно контролируется со стороны государства. В большинстве развитых стран они обязаны ежегодно представлять отчет о своей деятельности государственному органу, который выдал им лицензию.

В случаях неоднократного нарушения таможенного и иного законодательства, несвоевременного перевода платежей в бюджет государства, выявления случаев содействия контрабанде лицензия у таможенного брокера изымается.

Сегодня в регулирование мировой торговли вносят свой достойный вклад Международная федерация таможенных брокеров (IFCBA) и Международная конфедерация ассоциаций таможенных брокеров (CONFIAD).

В Европе принят опыт гибкой, плавающей гарантии — таможенный брокер дает гарантию оплаты таможенного долга не всей суммой гарантии, а только частью ее, соответствующей стоимости конкретного груза, — контролировать имеющийся у брокера гарантийный лимит можно в режиме он-лайн.

Таким образом, все денежные ресурсы таможенного брокера постоянно работают (возможно, было бы целесообразно организовать подобную практику и в России).

Европейские страны начинали работать над имиджем своих таможен еще в начале 70-х гг. Например, в то время в Германии таможенный брокер был главной фигурой всего транспортного процесса — его доходы составляли 70 % от всей стоимости услуг по грузообработке и только 30 % доставались транспортным структурам. Сегодня эта ситуация изменилась — соотношение доходов явно в пользу последних — таможенным брокерам в Германии, да и во всех странах ЕС, достается лишь 2 % от всей стоимости услуг по грузообработке. В России же подобные процессы еще только начинают складываться. Логистическая компонента занимает пока незначительную часть оплачиваемых декларантами процедур.

Как решили проблему в Европе:

- сократилось количество поставщиков в расчете в среднем на одну логистическую компанию. Сегодня за поставщика борются, прежде всего, за счет повышения качества сервиса;
- повысилась квалификация всех участников логистического процесса в использовании новых технологий;
- увеличилась частота прямых поставок за счет сокращения времени на поставку;
- высокий уровень кооперации с поставщиком требует поиска комплексных решений взаимодействия;
- использование единой информационной системы позволило ускорить процедуры таможенной очистки;

Доля фискальных мер, которые использует сегодня российская таможня, свидетельствует об известной отсталости таможенного сервиса. В России 90—95 % всех грузов оформляют внутренние таможни и лишь 5—10 % на границе. В США и в странах ЕС 90 % всех грузов оформляется через объединенную информационную сеть таможен на границе.

Необходимо расширить практику оформления грузов на границе в ППУ (пунктах принятия уведомлений) и пунктах пропуска и тем самым снизить роль внутренних таможен.

Политика ФТС России, направленная на ускоренное оформление транзита, не всегда оказывается рациональной; выгоднее было бы собирать платежи на границе и здесь же выпускать товары в свободное обращение (сейчас это возможно только для товаров, поступающих в магазины беспошлинной торговли или необходимые пункту пропуска). Необходимо укрепление и развитие таможенной инфраструктуры на границе, создание многофункциональных комплексов.

Специалисты европейского сообщества, предлагают следующую стратегию преобразования таможни:

- работа с персоналом таможни. Необходимо добиться понимания назначения службы таможни как сервисной, обслуживающей структуры;

- инфраструктура таможни должна обеспечивать безостановочный проход грузов. Это станет возможным при использовании специальных электронных технологий;
- целесообразно внедрение новых таможенных технологий: объединение таможенных постов; система он-лайн; EDI — электронный обмен данными; HOST concept — доступ к общей базе данных;
- необходимо сформировать понимание гражданами страны разумного восприятия таможенных процедур;
- международное сотрудничество следует рассматривать как систему постоянного взаимодействия;
- таможня должна обеспечивать необходимый уровень сервиса для любых клиентов;
- организация достоверной таможенной статистики, нацеленной на прозрачность таможенной системы и доступность необходимой информации.

В результате можно будет надеяться на достижение соответствия российского института таможенных брокеров европейским стандартам. Наши брокеры реально станут посредниками участников ВЭД, обеспечивающих для них оптимизацию прохождения таможенных процедур и выполнения неизбежных формальностей. Высокий уровень деловой репутации брокеров будет способствовать прекращению практики неоправданных поборов с клиентов (завышение платы за электронные копии, за сканирование документов, принудительное оформление дополнительных услуг, уплата несоответствующих ТК РФ сборов).

РУТГАЙЗЕР Валерий Максович

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Учебное пособие

Главный редактор *Л.В. Корнилов*

Шеф оформления *В.И. Олефиренко*

Редактор *Л.А. Агадулина*

Корректор *Л.А. Агадулина*

Компьютерная верстка *И.М. Рубинштейн*

Подписано в печать 01.12.2006. Формат 70х100/16
Гарнитура PeterburgC. Печать офсетная. Усл.-печ. л. 28
Тираж 5000 экз.

Издательство «Маросейка», 113054, Москва, ул. Краснохолмская ниж., д.5,

E-mail: publisher@maroseyka.com; <http://www.maroseyka.com>

Отпечатано в ОАО «Типография «Новости», 105005, Москва, ул. Фридриха Энгельса, 46

УНИВЕРСИТЕТСКАЯ UNIVERSITAS КНИГА

Нам
10 лет!

Тел./факс: (495) 629 92-18, 8 901-541-29-27

E-mail: unkniga@mail.ru; www.ubook.ru

ПОДПИСНОЙ ИНДЕКС - 72296