

**Учредитель —
Российское общество оценщиков**

Главный редактор
И.Л. Артеменков

Научный совет:

Председатель — *доктор экономических наук,
профессор* М.А. Федотова

С.Ю. Дмитриев

профессор, доктор экономических наук
Казымлы Хангусейн Гусейнага оглы
(Республика Азербайджан)

кандидат технических наук В.Н. Каминский

кандидат экономических наук Б.Б. Леонтьев

*академик-секретарь Отделения экономики РАН,
академик* Д.С. Львов

доктор технических наук Х.А. Мамаджанов
(Республика Узбекистан)

кандидат технических наук, доцент Г.И. Микерин

кандидат технических наук Е.И. Нейман

доктор экономических наук, профессор М.М. Соловьев

кандидат экономических наук С.А. Табакова

кандидат технических наук, профессор

Е.И. Тарасевич

доктор технических наук, профессор

М.М. Телемаев (Республика Казахстан)

кандидат физико-математических наук Н.Ю. Трифонов
(Республика Беларусь)

кандидат экономических наук В.А. Шакин

Редакция:

А.М. Щекин, М.Ю. Колотова, С.А. Серебрякова

Телефоны/факсы редакции:
(095) 267-56-10, 267-46-02, 267-26-67

E-Mail: mrsa@dol.ru; URL: <http://www.mrsa.ru/>

Адрес редакции:

107078, Москва,

Новая Басманная, 21-1

Российское общество оценщиков

Банковские реквизиты

Российского общества оценщиков:

ИНН 7708022445

ОО Российское общество оценщиков

р/с 40703810038070101004

в Сокольническом ОСБ 7969/0228

к/с 30101810400000000225

Сбербанк России г. Москва

БИК 044525225

ОКОНХ 98400

ОКПО 00044279

Зарегистрирован в Комитете
Российской Федерации по печати,
Рег. №013585 от 12.05.95г.

Подписной индекс
в каталоге Роспечати 72057

Содержание

Федотова М.А., Леонтьев Ю.Б.

Профессиональная оценка в России
(состояние, проблемы, перспективы) 2

Гровер Р., Полянский А.И., Соловьев М.М.

Стандарты оценки недвижимости в системе
механизмов государственного регулирования 6

Петренко Л.И., Синогейкина Е.Г.

Что такое ВИНК и сколько она стоит? 11

Гошштанд А.Д. Проблемы стоимостной

оценки и учета интеллектуальной
собственности 23

Андреева Н.В., Демшин В.В. Оценка

бизнеса: так ли уж хорош коэффициент
бета для расчета ставки дисконта? 29

Железный В.Б., Трейгер Е.М. Оценка

при реструктуризации предприятий 37

Есин М.П., Нестеров А.А. Управление

стоимостью компании 39

Рожнов К.В. О системе оценки бизнеса 42

Рожнов К.В. Классификация объектов

оценки бизнеса 45

Зуев А.П. Некоторые аспекты ценности

жилой недвижимости с точки зрения
древних традиций строительства жилья 48

Журнал издается ежеквартально

Перепечатка материалов,
опубликованных в журнале
“Вопросы оценки”,

допускается только по согласованию
с редакцией и ссылкой на журнал

Редакция не несет ответственности
за достоверность рекламных объявлений

Профессиональная оценка в России (состояние, проблемы, перспективы)

Сейчас мы можем считать установленным фактом, что начальный период становления российской оценки закончен. Уже нет необходимости привлекать внимание населения и власти к этой сфере деятельности. Нет нужды в наращивании количества оценщиков. По числу прошедших обучение мы наверняка в очередной раз обогнали США. На современном этапе развития необходимо сосредоточиться на критическом осмыслении знания, пришедшего к нам с Запада, и на качестве работы наших оценщиков.

Следует честно признаться в том, что слепое копирование западной методологии в наших условиях часто приводит к абсурдным результатам. При этом можно услышать, что нас ведь учили только самым общим процедурам и правилам, а помимо этого существуют цеховые секреты и фирменные “ноу-хау”.

В условиях современной России, резко качнувшейся от ортодоксального атеизма в сторону первобытного шаманства, многим такое положение дел представляется вполне естественным. Но давайте задумаемся.

Что такое оценка и что такое стоимость? Величие К.Маркса с точки зрения нашей профессии заключается прежде всего в том, что он первый сказал о том, что стоимость — это понятие общественное. Лица, имеющие разное отношение к объекту оценки, однозначно будут иметь разное мнение о вероятной цене его продажи. Фактически процесс оценки представляет собой виртуальный публичный торг, в процессе которого происходит сближение разных мнений о стоимости оцениваемой собственности. Само определение рыночной стоимости содержит требование полной информированности добровольного покупателя.

Прозрачность оценки проглядывает и в требованиях к содержанию отчетов и языку, которым они должны быть написаны. Вспомним, например, МСО-4 (1994г.):

“Оценщик обязан:

7.4.1. Предоставить полный и понятный отчет об оценке, изложенный в виде, не допускающем неоднозначное толкование.

7.4.2. Предоставить достаточный объем информации, позволяющий тем, кто будет читать отчет и пользоваться его результатами, полностью понять исходные данные, аргументацию и анализ, лежащие в основе выводов и заключений Оценщика”.

Сложившиеся традиции оценки и ее профессиональная этика не оставляют места ни для гадания на кофейной гуще, ни для многозначительных недомолвок. Все процедуры должны быть логически и экономически обоснованны, а эксперт должен быть особенно осторожен при взвешивании результатов и выработке итогового заключения об искомой стоимости. Миф о существовании “секретов фирмы” нужен только тем, кто скрывает свою некомпетентность. Не изобретением “ноу-хау” следует нам сегодня заниматься — сейчас пришло время для кропотливой, серьезной работы по совершенствованию арсенала наших профессиональных инструментов. А проблем выявилось уже достаточно много. Не замечать их могут только новички или те, кто никогда не слушал лекций по профессиональной оценке. Кстати, отметим, что оценщик по нормам западных профессиональных объединений должен постоянно учиться. Не менее одного раза в год он должен участвовать в специальных семинарах. Такое требование не является новым, например, для врачей и школьных учителей, по всей видимости, его следует вводить и в нашу практику. Но вернемся к проблемам.

Коснемся, к примеру, такого базового оценочного термина, как “подход”. Жизнь показывает, что с легкой руки американца Джея Фишмана в этом вопросе начались разброд и шатание. В международных стандартах называются всего три известных подхода. У нас же часто приходится сталкиваться с “модниками”, которые, выпячивая грудь, говорят о применении большого количества подходов, даже не задумываясь о том, что, отрываясь от традиций, они начинают говорить на другом языке. Д.Фишман смешивает понятия “метод” и “подход”. По всей видимости, это можно отнести к проблемам семантики английского языка. Русская же оценочная терминология несет достаточно четкую смысловую нагрузку (спасибо первым переводчикам):

Подход — 1...2...3. Совокупность приемов, способов (в воздействии на кого-что-н., в ведении дела и т.п.).

Метод — Способ теоретического исследования или практического осуществления чего-н. [1].
Что к этому можно добавить?!

Три ветви классификации методов оценки носят название: затратный, рыночный (сравнительный) и доходный подходы. Тот, кто первым ввел эти названия*, просто следовал общенаучным традициям. Предмет любой науки изучается в развитии. Поэтому в существующем разделении оценочной методологии нужно видеть не более чем диалектику стоимости:

- затратный подход — это возникновение стоимости с точки зрения создания объекта оценки;
- рыночный подход — современная стоимость объекта в соответствующем секторе рынка, определяемая через процедуры сравнения;
- доходный подход — стоимость объекта с точки зрения будущих выгод, ожидаемых к получению его владельцем.

Используя общепринятую классификацию, мы просто рассматриваем жизненный цикл стоимости оцениваемой собственности. Развитие происходит во времени. Нужно ли вводить какие-то дополнительные измерения?!

Если посмотреть на недавно переведенную работу Д.Фишмана и др. [2, с. 17], то обнаруживается, что смута началась от желания автора разделить процедуры, построенные на прямой капитализации, и методы, использующие развернутую формулу *DCF*. А ведь формула прямой капитализации — это всего лишь частный случай *DCF*! Вот вам лишний довод в пользу тезиса о том, что необходимо критически относиться к тому, что приходит с Запада.

Три основных диалектических подхода помогают нам понять причины тех трений в нашей оценке, свидетелями которых мы сейчас являемся. Среди тех, кто пытается вершить судьбы российской оценки, к сожалению, много людей, которые говорят: “Вы этим только начали заниматься, а мы умели делать это и раньше!”.

Да, действительно, задолго до возникновения профессиональной оценки возникло сметное дело, и люди привыкли определять стоимость как сумму необходимых затрат:

$$\sum_{k=1}^m C_k. \tag{1}$$

* История оценки — это отдельная тема, ждущая своего исследователя.

Не вчера родилось и умение составлять технико-экономические обоснования проектов, намечаемых к осуществлению. Мы еще помним, как выгоду от проекта рассчитывали в виде суммы потоков прибыли, получаемой за весь срок его реализации:

$$\sum_{t=1}^n CF_t. \quad (2)$$

Определять стоимость собственности, имея информацию о текущих продажах объектов-аналогов, тоже научились давно. Давно существует и оценка товаров, которая использует исключительно процедуры сравнения, позволяющие близко подойти к тому, что мы сейчас называем обоснованной рыночной стоимостью —

$$FMV. \quad (3)$$

Таким образом, еще до возникновения профессиональной оценки существовала возможность получить как минимум три результата (1)–(3). Но можно ли было говорить об их равенстве? Конечно, нет:

$$\sum_{k=1}^m C_k \neq FMV \neq \sum_{t=1}^n CF_t. \quad (4)$$

Здесь заканчивается поле компетенции тех, кто “умел это делать раньше”, и начинается профессиональная оценка. Какой бы подход ни использовал оценщик, он должен ответить на вопрос о том, чему равняется рыночная стоимость! Отсюда появляется фундаментальное уравнение оценки:

$$\left(\sum_{k=1}^m C_k i_k \right) - (FD + FO + EO) = FMV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

затратный рыночный доходный

подход подход подход

(5)

где

i_k — отраслевой индекс цен, действующих в году k ;

FD — физический износ;

FO — функциональное устаревание;

EO — экономическое устаревание;

r — норма дисконтирования;

m — время создания объекта оценки;

n — время будущей жизни объекта.

Это выражение является основным инструментом развития оценки. Левое равенство служит целям корректировки процедур затратного подхода, и здесь как задача первого плана должна рассматриваться методология определения износа (функционального и экономического устаревания). Правое равенство предназначено для решения ключевой проблемы доходного подхода — совершенствования методологии построения ставки дисконтирования — параметра, который должен достоверно отражать вероятность поступления будущих выгод.

Помимо методических и инструментальных проблем на повестку дня выходят и задачи организационного характера. Сейчас, когда многие учебные заведения получили право на обучение оценщиков, на первый план выходит задача обеспечения высокого качества их профессиональной подготовки. Отчеты по работам, выполненным российскими оценщиками, попадающие на рецензирование к ведущим специалистам с подачи налоговых органов, показывают, что поток “черной” оценки с ведением нового порядка переподготовки лишь на время ослаб, но не прекратился. Очевидно, помимо совершенствования системы обучения необходимо принимать дополнительные меры. Постепенно зреет понимание того, что образование образованием, а, наверное, придется вводить периодическую аттестацию оценщиков, чтобы защитить потребителя от некомпетентности новичков. Это мероприятие можно совмещать с государственным лицензированием, а можно и проводить под флагом достаточно авторитетной общественной или профессиональной организации.

На западном рынке вряд ли требуется государственная аттестация оценщиков, так как услуги, оказываемые ими, являются консультационными, и привлечение того или иного специалиста находится в компетенции хозяйствующего субъекта, нуждающегося в оценке. Работа, выполненная некачественно или откровенно “под заказ”, имеет шансы стать последней в карьере сделавшего ее

оценщика, поскольку оценка для западных налоговиков не является чем-то новым и плохо понятным. В противовес нашим налоговым службам они не только разбираются в оценочных процедурах, но и выпускают свои нормативные указания, учитывать которые обязаны все, кто занимается профессиональной оценкой (например, меморандумы ARM-34 и ARM-68, постановления Revenue Ruling 59-60 и Revenue Ruling 68-609). Качество работы западного оценщика гарантируется еще и его участием в профессиональной общественной организации, куда попадают отнюдь не только за то, что платят членские взносы.

Следует признать, что качество обучения у нас страдает также и от того, что часто к преподаванию привлекаются специалисты, не очень хорошо представляющие сущность оценочных процедур. Наши учебные заведения до сих пор сталкиваются со справедливым замечанием со стороны обучаемых, что от разных преподавателей они часто слышат разные, иногда противоречивые суждения по изучаемым вопросам. Во многом это объясняется тем, что часть специалистов излагает предмет в том виде, в каком мы его получили с Запада, а другие находятся на разных стадиях “переваривания” чужого и собственного опыта. Например, Ю.Козырь, один из ведущих специалистов компании “Русаудит”, совершенно справедливо отмечает, что сейчас очень остро стоит вопрос с толкованием термина “оценка бизнеса”. Есть мнение, что обобщающей должна быть дисциплина, которую корректней будет называть “оценка действующего предприятия”. Она должна делиться на “оценку пакетов акций”, представляющую собой оценку прав акционеров, и собственно “оценку бизнеса” когда предприятие рассматривается как механизм, созданный для производства новых денег.

Как этот, так и другие вопросы, проявляющиеся в процессе адаптации полученных знаний, следовало бы обсуждать в рамках постоянно действующего семинара, организовывать который нужно, конечно, не на коммерческой основе. Чтобы дискуссии носили конструктивный характер, к участию в таком мероприятии нужно привлекать только ведущих специалистов и преподавателей. Освещение деятельности семинара следует организовать на открытых сайтах в Интернете, чтобы информация была доступна всем, кто интересуется методологией профессиональной оценки.

Резюмируя сказанное, хотелось бы отметить, что у российских оценщиков, среди которых время от времени просыпается желание подраться за лавры, действительно есть ради чего собираться и до хрипоты спорить, но это должны быть споры по существу. А что касается титула “Лучшего”, то лучшим окажется тот, кого выделит рынок за умение анализировать конкретную хозяйственную операцию и способность делать тщательно обоснованные выводы.

Литература

1. Ожегов С.И. Словарь русского языка. М., 1988.
2. Руководство по оценке стоимости бизнеса / Дж.Фишман, Ш.Пратт, К.Гриффит и др. М., 2000.

Стандарты оценки недвижимости в системе механизмов государственного регулирувания

Участвуя в регулировании процессов формирования и развития механизмов рынка недвижимости, государство оказывается в двойственном положении: одновременно регулятора и участника рыночных процессов, проводника конституционного положения о равенстве всех форм собственников и одного из крупнейших собственников среди участников рыночных сделок. С одной стороны, государство проводит политику регулирования социально справедливого развития имущественных отношений и активной поддержки рынка. С другой стороны, в государственной собственности находится недвижимость, составляющая основную часть национального богатства. И общество ставит перед государственными органами (федерального и региональных уровней) задачу эффективного управления этим богатством — недвижимостью: качественно исполнять с ее помощью социальные и другие обязательные функции государства, прибыльно использовать, сохранять и развивать, оптимизировать структуру, выгодно совершать рыночные сделки по продаже, сдаче в аренду или передаче в управление и т.д. Таким образом, крупнейший собственник и участник рынка в своей рыночной политике должен действовать взвешенно, с позиций эффективного управления своей собственностью; ему необходимо рационально сочетать пробле-

мы рыночного регулирования и эффективного управления.

В этом контексте значение качественного проведения оценки недвижимости, в том числе (и прежде всего) недвижимости государственного собственника, и подготавливаемых им рыночных операций приобретает первостепенную важность. Оценка недвижимости позволяет получить интегральный показатель качества управления. Стандарты оценки систематизируют оценочную деятельность: субъекты и объекты оценки, отношения участников, определения и измерения, правила и методы проведения оценки, цели и факторы влияния, гарантии качества, этику и ответственность.

1. Начнем с разбора содержания регулирующей функции государства на рынке недвижимости, имея в виду, что оценочная деятельность является одним из аспектов обслуживания рынка недвижимости. Итак, регулирующие механизмы, в соответствии с функциональной моделью управления, имеют в качестве своей базы результаты контроля складывающейся ситуации на рынках недвижимости и ее детального анализа с определением первопричин отклонений от намеченных целей, разработкой альтернативных решений и правил выбора для устранения или минимизации возникших отклонений. Эта регулирующая функция изменяется в зависимости

от уровня и качества развития рыночных отношений, региональных особенностей.

В мировой практике государственного регулирования на рынках недвижимости известны механизмы минимального вмешательства государства. Так, в Великобритании и США оценочная деятельность на рынках недвижимости полностью регулируется негосударственными профессиональными ассоциациями. В то же время, в Германии действует специальное законодательство в области оценки; в ряде западных стран существуют определенные ограничения для деятельности иностранных лиц на рынках недвижимости. Решения же градостроительного регулирующего характера как плановые разрешения на развитие недвижимости собственников всех форм собственности максимально делегируются местным властям на муниципальный уровень.

2. Следующий шаг — разбор содержания понятия системы механизмов государственного регулирования на рынках недвижимости как комплекса взаимосвязанных, подчиненных единым целям регулирующих воздействий. Здесь первоочередным вопросом является установление областей воздействия регулирующих механизмов с целью выявить в них место и роль стандартов оценки.

Такие области предлагается формировать, используя базовые определения рынка и рыночной стоимости:

- рынок — это некоторое пространство взаимодействия покупателей и продавцов для установления рыночной цены обмена товара. При этом совершенным является такой рынок, когда продавцов, товаров и покупателей достаточно много, конкуренция открытая, времени и информации для принятия решения участниками рыночных операций достаточно, обмен происходит без принуждения. Для рынка недвижимости следует подчеркнуть правовой аспект операций обмена как передачи прав собственности на объекты и связанные с этим интересы;
- рыночная стоимость объекта недвижимости — это стоимостная оценка объекта недвижимости, передачи прав на него в условиях совершенного рынка. При этом предполагается, что направление использования объекта недвижимости является наилучшим из возможных (законодательно разрешенным, физически и финансово осуществимым), участники рыночной сделки действуют разумно и компетентно, имея достаточно информации и времени.

В результате использования этих определений областями воздействия для регулирующих

механизмов государства, стремящегося поддержать становление и развитие рынка, будут следующие:

- I. покупатели и продавцы как непосредственные участники рыночного обмена, реальные и потенциальные носители изменяющихся прав собственности на объекты недвижимости;
- II. товары рыночного обмена — объекты недвижимости и определенные типы операций с ними по передаче прав собственности на них (в том числе таких прав, как аренда);
- III. инфраструктура рыночного пространства взаимодействия покупателей и продавцов, обеспечивающая качественное обслуживание участников рыночных операций с недвижимостью.

Исходя из содержания сформулированной темы как установления места и роли стандартов оценки в механизмах рыночного регулирования, сосредоточим внимание на третьей области III. При этом будем иметь в виду, что области I и II главным образом связаны с нормативно-правовыми аспектами регулирования (как, например, легализация продавцов, покупателей и товаров, обеспечение их достаточности, антимонопольная политика, установление правовых льгот и ограничений и т.д.).

Для формирования упомянутой в III инфраструктуры пространства и системы правил взаимодействия на рынках недвижимости покупателей и продавцов необходимы:

- достаточная информация об объектах недвижимости и условиях проводимых рыночных операций с ними, о нормах градостроительного регулирования, о системе действующих реестров и кадастров, о регламентах и процедурах, формах документов;
- правила доступа к необходимой информации (например, какая информация является открытой, какая — только для участников предполагаемой сделки, что конфиденциально, что и как доступно по коммерческой схеме и т.д.);
- регулирующие ограничения в части цен (как, например, требование, чтобы земельные участки не продавались по цене ниже директивно установленной нормативной платы за землепользование, скорректированной поправочными коэффициентами) и т.д.

Поддержка обеспечивающей инфраструктуры рынка, необходимого состава и уровня обслуживания покупателей и продавцов, причем как со стороны профессиональных участников рынка, так и специализированных государственных структур, в частности, включает:

- регламентацию операций, введение обязательных процедур (как, например, государствен-

ная регистрация рыночных сделок с недвижимостью, обязательная оценка для выделенных типов объектов недвижимости государственной и муниципальной собственности и типов операций с ней);

- классификацию профессиональной деятельности на рынках недвижимости и последующее разделение областей обслуживания, областей и условий возможных взаимодействий между государственными и негосударственными структурами;
- стандарты профессиональной деятельности (прежде всего, стандарты оценки, а также входящие в них стандарты измерения, расчетные методы, формы документов договоров и отчетов, стандарты этики, стандарты и программы профессионального образования и повышения квалификации в области оценочной деятельности);
- контроль и обеспечение качества обслуживания на рынках недвижимости, в том числе, за счет использования таких процедур, как лицензирование профессиональной деятельности, сертификация специалистов и фирм, подготовка и повышение квалификации кадров, стандарты профессиональной деятельности, введение института апелляции, санкции при нарушениях норм и правил профессиональной деятельности, обязательное страхование профессиональной деятельности.

Итак, стандарты оценки как ведущий элемент стандартов профессиональной деятельности на рынке занимают свое вполне определенное место в системе механизмов рыночного регулирования. Это место, как видно, главным образом связано с обеспечивающими подсистемами рыночного функционирования, с проблемой качества обслуживания участников рыночных операций с недвижимостью. Причем обеспечение касается как профессиональных участников, так и через них — продавцов и покупателей объектов недвижимости и различных прав на них.

3. Для комплексного анализа места стандартов оценки рассмотрим следующий аспект систематизации механизмов рыночного регулирования — их разделение на два класса: организационно-правовых и организационно-экономических механизмов регулирования.

В качестве примеров организационно-правовых механизмов, в рамках которых проявляется прямое влияние стандартов оценки недвижимости, назовем следующие:

- учет недвижимости (включая процедуры технической инвентаризации и стоимостные

оценки износа, система кадастров вместе со стоимостными оценками объектов кадастрового учета и др.);

- условия лицензирования профессиональных оценщиков (в том числе обслуживающих рыночные операции и области обязательной оценки, предусмотренные законом);
- стандарты профессиональной деятельности (в том числе включающие стандарты оценки);
- обязательное страхование профессиональной деятельности (условия которого обязательно должны включать оценки возможного ущерба, страховых взносов и возмещения).

В качестве примеров организационно-экономических механизмов регулирования на рынках недвижимости (имеющих прямое отношение к недвижимости государственного собственника и, соответственно, к проблеме ее оценки) назовем такие:

- программы приватизации приносящей доход недвижимости, включая вопросы регулирования финансово-экономических условий приватизационных процессов;
- порядок установления стартовых цен арендных объектов государственной собственности и финансово-экономических условий договоров аренды, включая такие, как пересмотр и индексация ставок, а также установление уровня цен при возможности выкупа арендованной недвижимости;
- порядок установления финансово-экономических условий пользования объектами природных ресурсов, объектами-памятниками;
- методы оценки, в том числе: для всех операций с недвижимостью государственного собственника, для налогообложения, для различных форм возмездного пользования объектами государственного собственника, для арбитражных процедур, при банкротстве, при принудительном выкупе и др.;
- методы оценки финансово-экономической эффективности инвестиций в проекты развития недвижимости государственного собственника;
- финансово-экономические и организационные условия проведения аукционов и инвестиционных конкурсов для объектов государственного собственника, как то структура и состав лотов, установление стартовых цен продажи, порядок проведения торгов и выявления победителя, порядок инвестирования и т.д.

Таким образом, стандарты оценки занимают определяющее место в составе и содержании организационно-экономических механизмов

мов, а также в количественных оценках обоснования эффективного действия разрабатываемых организационно-правовых механизмов.

4. Необходимо также обратить внимание на уникальную согласующую роль стандартов оценки в рамках развивающихся процессов глобализации рынков финансового капитала и недвижимости. При этом подчеркнем, что законодательство по оценке не фиксировало внимания на проблеме межстранового согласования принципов и правил оценочной деятельности. И здесь именно стандарты оценки могут выполнить эту крайне важную роль (в том числе для интенсификации потоков так необходимых внешних инвестиций).

Интеграционные процессы послужили сильнейшим стимулом для объединения усилий оценщиков недвижимости различных стран и регионов. Ведущими международными центрами методического объединения профессиональных структур оценщиков к настоящему времени стали: Международный комитет стандартов оценки (International Valuation Standard Committee — IVSC), объединивший ведущие организации оценщиков Европы и Америки: организации 35 стран — действительных членов и еще 14 стран — в иных рангах; Европейская ассоциация оценщиков TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations), объединившая около сорока профессиональных структур оценщиков европейских стран. И те, и другие разработали и регулярно (практически ежегодно) совершенствуют свои стандарты, в том числе, добиваясь гармонизации и объединения стандартов стран-участниц и двигаясь по возможности навстречу друг другу, и вместе — навстречу международным стандартам финансовой отчетности (International Accounting Standards — IAS).

Следует сказать, что этот процесс, крайне необходимый, далеко не такой простой и, по-видимому, займет достаточно продолжительное время. Так, даже страны Европейского Союза, действующие в рамках множества единых директив и законодательных актов, все-таки продолжают находиться в условиях множества различий в культурах, традициях и уровнях развития рынков недвижимости. А неевропейские участники международных объединений, конечно, не обязаны следовать европейским директивам и часто с большим вниманием относятся к американским стандартам, отличающимся по ряду позиций от европейских стандартов. В свою очередь, свои особенности есть у смежных профессионалов рынка — в системе финансовых стандартов IAS, связанных с отдельными областями оценочной деятельности. Определенные вопросы возникают во взаимо-

отношениях оценщиков и аудиторов при работе на общем поле оценки. Естественно, оба института профессионалов стремятся конструктивно разрешить вопросы. Но они есть, и это надо знать, и эти вопросы надо сознательно и целенаправленно разрешать. Попытаемся сформулировать такое движение с точки зрения российских стандартов оценочной деятельности.

Изначально обратим внимание на следующее. На российских рынках роль государственного регулирования весьма велика, и это в ряде случаев непосредственно закреплено в законодательных актах (как это имеет место, в частности, для оценочной деятельности). Поэтому проблему российских стандартов оценки и их сравнения с международными стандартами целесообразно рассматривать в контексте полной нормативно-законодательной базы, имеющей отношение к оценочной деятельности в России. Это понимание необходимо для международных институтов, иностранных специалистов, инвесторов и их консультантов. С точки зрения российской национальной системы стандартов оценки, рассмотрение известного разнообразия международных, европейских и национальных стандартов оценки других стран целесообразно с позиций их объективного понимания российскими оценщиками, представителями государственных и региональных регулирующих структур и поиска полезных изменений и дополнений для существующих и развиваемых стандартов.

Схему сравнительного анализа представим как двухуровневую:

- базовые требования для взаимного понимания и признания. Сюда отнесем сравнения стандартов образования, измерения, методов оценочных расчетов и этики профессиональной деятельности;
- аспекты детального сравнительного анализа для идентификации и возможного развития стандартов. Здесь в центре внимания такие вопросы, как:
 - поле оценки: объекты оценки (в том числе, типовые и специальные объекты), цели оценки (типовые операции и особые цели, свойственные для конкретных условий страны), факторы влияния (типовые и специфические),
 - ограничения и льготы (по законам страны): для субъектов операций с оцениваемым объектом, для различных типов оцениваемых объектов, для различных целей оценки и правовых форм отношений собственности,
 - инфраструктура оценочной деятельности: о профессиональных участниках (кто имеет

право оценивать и как это оформляется), информационное обеспечение (источники, содержание, доступ, оплата), регламенты и процедуры (договор и отчет, содержание и формы, процедуры в государственных и муниципальных органах, на рынках).

Методологически наиболее важными выводами при сравнительном рассмотрении структуры и состава международных стандартов IVSC, TEGoVA и британской “Красной книги” (детали можно найти в книге Р.Гровера и М.Соловьева “Управление недвижимостью”. М.: 2001, С. 211–233) будут следующие:

— имеющиеся различия западных стандартов, не затрагивая главных положений всеобщих признанных стандартов оценки, в основном определяются достижимой глубиной и детализацией в рассмотрении объектов оценки, проводимых с ними операций и факторов влияния;

— мера детализации стандартов и ее направленность связана с реально существующей национальной спецификой (например, законодательного и социально-экономического развития, сложившейся ролью государства в регулировании оценочной деятельности), практической востребованностью тех или иных операций на рынках недвижимости.

Все это позволяет с оптимизмом продолжать работу в направлении развития российской системы стандартов оценочной деятельности:

— с одной стороны, обеспечивающей все необходимые аспекты социально-экономических реформ и активного роста российского и региональных рынков недвижимости;

— с другой стороны, гармонизированной со стандартами мирового сообщества и обеспечивающей результативное продвижение в общем направлении глобализации бизнеса и рынков недвижимости.

В конкретном плане, используя зарубежный опыт международных IVSC-2000 и европейских

TEGoVA-2000 (и предыдущей версии 1997г.) стандартов, а также британских RICS (1998г.) и американских USPAP (2000г.) стандартов, было бы целесообразно активизировать работу по таким актуальным и еще недостаточно освоенным в российской практике направлениям стандартов оценки (рекомендаций, руководств, ведомственных нормативных положений и правил), как следующие:

— оценка сельскохозяйственных земель и недвижимости;

— рекомендации по оценке объектов государственной и муниципальной собственности;

— рекомендации по работе с памятниками архитектуры, культуры и истории, природоохранными зонами, необычными сооружениями;

— оценка недвижимости в целях включения в биржевые ведомости наравне с ценными бумагами;

— массовая оценка объектов недвижимости (в целях налогообложения);

— оценка объектов незавершенного строительства и коммерческого резерва, недвижимости с истощимым ресурсом;

— руководство по анализу арендных операций с коммерческой недвижимостью;

— регулирование отношений оценщиков и аудиторов;

— конфликт интересов;

— прогнозные и ретроспективные аспекты оценки.

Продвижение по названным направлениям представляет объективный интерес и для международного сообщества оценщиков. Так, Международным комитетом IVSC работы по оценке сельскохозяйственных земель, регулирование отношений оценщиков и аудиторов, массовая оценка объектов недвижимости и регулярный сравнительный анализ национальных и международных стандартов объявлены в числе наиболее актуальных исследований и разработок.

Что такое ВИНК и сколько она стоит?

Указ Президента РФ №1403 от 17 ноября 1992г. “Об особенностях приватизации и акционирования государственных предприятий, производственных и научно-производственных объединений нефтедобычи, нефтепереработки и нефтепродуктообеспечения” обусловил преобразование государственных предприятий в акционерные общества, положив тем самым начало приватизации российской нефтяной промышленности.

Логическим завершением реструктуризации нефтяной отрасли по производственному принципу в современных условиях стало создание так называемых вертикально-интегрированных нефтяных компаний (далее — ВИНК), выстроенных по технологической цепочке “от разведки до бензоколонки”. Процесс производства ВИНК начинается с геологоразведки, бурения и эксплуатации скважин, включает добычу и переработку нефти и завершается реализацией нефтепродуктов, в том числе на экспорт. Типовая структура ВИНК включает буровые предприятия на основе управления буровых работ и разведочного бурения (УБР, УРБ), нефтегазодобывающие компании на базе нефтегазодобывающих управлений (НГДУ), нефтеперерабатывающие предприятия¹ (далее — НПЗ), а также сбытовые организации.

Цель данной статьи — рассмотреть особенности оценки ВИНК и предприятий, входящих в их состав. Организационная структура российских ВИНК² представлена на рис. 1.

Для оценки собственного капитала ВИНК могут быть использованы следующие методы:

в рамках затратного подхода:

- метод чистых активов;

в рамках доходного подхода:

- метод дисконтированных денежных потоков/дивидендов;
- метод доказанных запасов;
- метод капитализации;

в рамках рыночного подхода:

- метод сделок;
- метод компании-аналога.

¹ В нефтеперерабатывающей отрасли также осуществляют деятельность нефтехимические компании (например, Ангарская НКХ), предприятия нефтеоргсинтеза (например, ЯрославНОС).

² Исключением является ОАО “Сургутнефтегаз” — нефтедобывающее предприятие, которое самостоятельно занимается реализацией добытой нефти и владеет почти 100%-ным пакетом акций ОАО “Нефтяная компания “Сургутнефтегаз”.

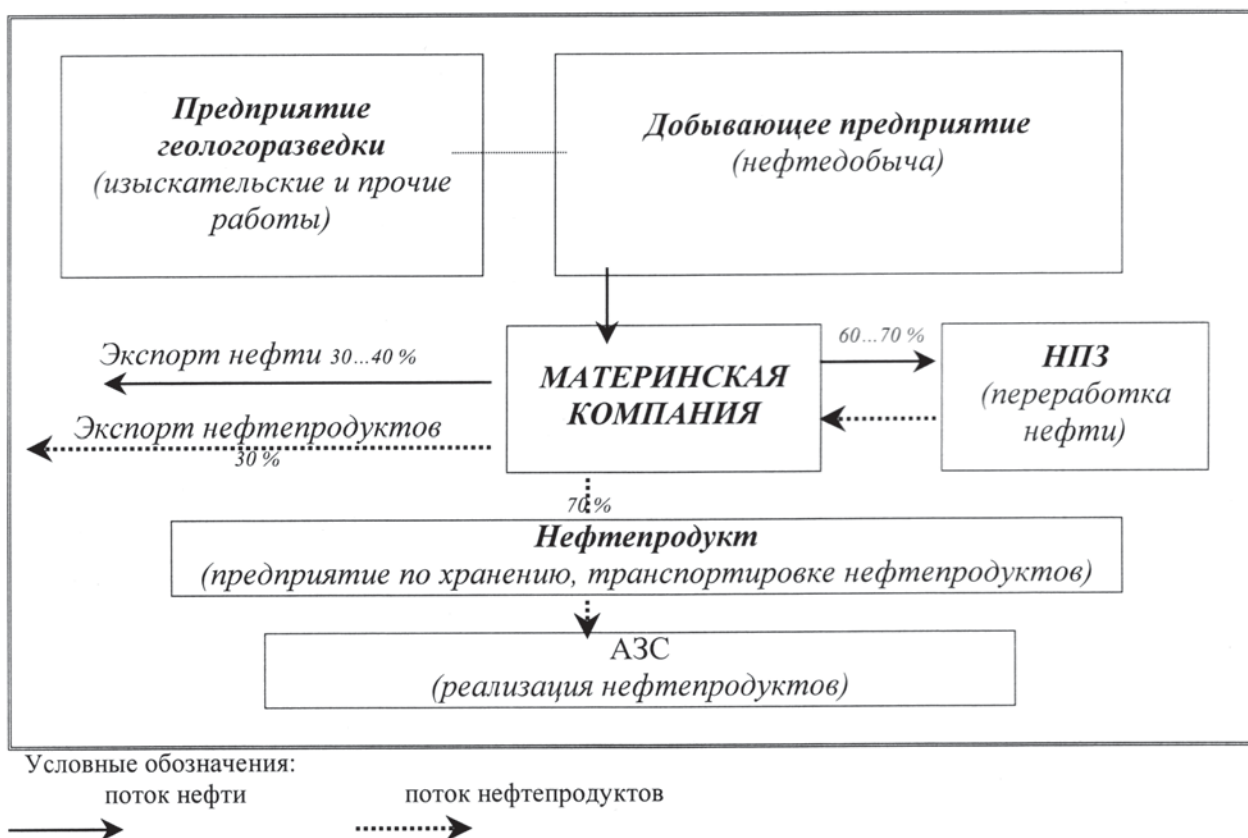


Рис. 1. Структура нефтяных компаний (ВИНК)

ОЦЕНКА С ПОМОЩЬЮ ЗАТРАТНОГО ПОДХОДА

Затратный подход к оценке бизнеса реализуется двумя методами — методом оценки на основе активов и методом ликвидационной стоимости. В первом случае оценщик анализирует, сколько собственных средств необходимо инвестировать собственнику для создания аналогичного объекта, во втором — сколько останется денежных средств в случае ликвидации бизнеса.

В соответствии с Руководством №4 Стандартов МКСО [1] метод на основе активов следует рассматривать при оценке контрольных пакетов акций в организациях бизнеса, который включает в себя один или несколько следующих элементов:

- инвестиционный или холдинговый бизнес;
- бизнес, оцениваемый на базе, отличной от концепции действующего предприятия.

Метод на основе активов является одним из основных при оценке ВИНК.

Отчетность ВИНК может быть составлена в следующей форме:

- 1) сводный (консолидированный) баланс:
 - а) составленный по российским стандартам,
 - б) составленный по международным стандартам³;
- 2) неконсолидированный баланс.

Сводная отчетность понимается как бухгалтерская отчетность, составленная с учетом показателей дочерних и зависимых обществ, но с исключением ряда затрат в виде взаиморасчетов и т.д. При составлении сводной отчетности имущество предприятия, в котором материнская компания имеет долю участия 51% и более, включается в сводную отчетность в полном (100%-ном) составе⁴. Эта отчетность объединяет все активы и пассивы, доходы и расходы головной организации и дочерних

³ Как правило, этот баланс составляется к середине года.

⁴ См. подробнее Методические рекомендации по составлению и представлению сводной бухгалтерской отчетности, утвержденные приказом Минфина России от 30.12.96г. № 112.

обществ, а также учитывает участие в зависимых обществах. Сводная отчетность, составленная таким образом, скорее подходит для бухгалтерских целей, но не для целей оценки рыночной стоимости ВИНК.

Авторы полагают, что для оценки рыночной стоимости ВИНК лучше использовать неконсолидированную отчетность.

При использовании метода чистых активов для оценки рыночной стоимости собственного капитала ВИНК балансовая стоимость основных активов должна быть скорректирована. По мнению авторов, основными активами ВИНК являются:

- 1) запасы нефти и газа, права на которые закрепляются лицензиями на право пользования недрами; на право добычи нефти и газа;
- 2) долгосрочные финансовые вложения в предприятия нефтедобычи, нефтепереработки и сбыта нефтепродуктов.

Несмотря на то, что часто правообладателем лицензий на разработку недр и добычу нефти и газа являются нефтедобывающие предприятия, в мировой практике запасы нефти рассматривают в качестве основного актива ВИНК. Это связано с тем, что ВИНК владеет контрольными пакетами акций нефтедобывающих предприятий. Основной доход от пользования лицензиями — экспорта нефти и реализации нефтепродуктов — получает материнская компания.

Балансовая стоимость лицензий является реализацией одного из методов к оценке нематериальных активов — метода создания стоимости. Лицензии обладают определенной полезностью. Полезность лицензии на добычу нефти и газа состоит в том, что в течение срока действия она обеспечивает возможность получать доход от добычи нефти и газа.

Поэтому стоимость лицензий (запасов на конкретных месторождениях) должна анализироваться с точки зрения прогнозируемых доходов. В рамках доходного подхода может использоваться метод освобождения от роялти. Прежде чем приступить к оценке лицензий, необходимо ознакомиться с лицензионными соглашениями, где указана ставка роялти и прочие предусмотренные платежи по лицензии. По данным компании “Miller&Lents”⁵, ставка роялти по нефтяным месторождениям может составлять 10%.

Многие аналитики рассматривают запасы как наиболее важную составляющую корпоративной стоимости нефтяных компаний. Поэтому метод доказанных запасов, который будет рассмотрен в данной статье, приобретает особую актуальность.

ВИНК получает доходы от функционирования нефтедобывающих, нефтеперерабатывающих и сбытовых предприятий. Таким образом, долгосрочные финансовые вложения в дочерние и зависимые общества также являются основными приносящими доход активами. Анализ табл. 1 позволяет заключить: балансовая стоимость долгосрочных финансовых вложений ВИНК значительно ниже их рыночной стоимости.

Таблица 1. Сравнение балансовой и рыночной стоимостей долгосрочных финансовых вложений ВИНК, долларов США

Материнская компания	Дочерняя компания	Доля участия в дочерней компании, %	Балансовая стоимость долгосрочных финансовых вложений	Рыночная капитализация дочерней компании
ТНК	Тюменнефтегаз	38	366 400 000	251 729 304
	Самоотлорнефтегаз	46,3		892 885 746
	Рязанский НПЗ	45,94		23 203 957
	Нижневартовское НГДП	44,79		385 954 823
	Рязаньнефтепродукт	19,86		1 070 814
	Другие вложения	—		—
Славнефть	Мегионефтегаз	55,76	~80 00 000	318 319 056
	Ярославнефтеоргсинтез	—		23 316 368
	другие вложения	—		—
СИДАНКО	Удмуртнефть	80,26	2 900 000	80 146 470
	Саратовнефтегаз	76,47		20 000 000
	Черногорнефть	73,27		100 392 825
	Саратовский НПЗ	50,67		3 553 057
	Саратовнефтепродукт	50,67		1 413 706
	Другие	—		—

⁵ Всемирно известный оценщик запасов.

Для адекватного отражения рыночной стоимости ВИНК необходимо рассчитать рыночную стоимость инвестиций в дочерние и зависимые общества. Методы расчета стоимости дочерних предприятий в целом аналогичны методам расчета стоимости ВИНК и описываются в данной статье.

Табл. 2 свидетельствует о том, что на основные фонды самой ВИНК в структуре активов приходится незначительная доля. При консолидации баланса и включении в состав активов основных фондов, связанных с добычей и переработкой нефти, доля основных средств значительно возрастает.

Таблица 2. Доля основных средств в активах ВИНК

Компания	Доля основных средств в валюте баланса, %
ЛУКОЙЛ	2
ЮКОС	3,5
ТНК	3
Сибнефть	4
СИДАНКО	0,2
ОНАКО	2

Возникает вопрос о необходимости корректировок балансовой стоимости основных производственных фондов (далее — ОПФ) дочерних и зависимых предприятий. В этой связи хотелось бы отметить следующее [3].

1. Состояние ОПФ характеризуется большой долей физического износа, а их технический уровень является отсталым (т.е. функциональный износ также значительный).
2. В целом в нефтедобывающей промышленности степень физического износа ОПФ составляет около 60%, а по отдельным нефтяным компаниям (Башнефть, Татнефть, ОНАКО, ТНК, Саманефтегаз) около 70%. По ряду нефтяных компаний выбытие ОПФ превышает их поступление.
3. Физический износ ОПФ в нефтепереработке составляет 60%. За редким исключением нефтеперерабатывающая промышленность характеризуется низкой эффективностью и техногенной опасностью.
4. Доля полностью изношенных ОПФ, на которые не начисляется амортизация, составляет в нефтедобыче — 22%; в нефтепереработке — 39%.
5. Фактические инвестиции превышают отчетные в 2 раза. В настоящее время для оптимизации налогообложения широко используются механизмы инвестирования, при которых аффилированные структуры нефтяных компаний, зарегистрированные в оффшорных зонах, покупают машины и оборудование, а затем сдают его в аренду нефтедобывающим и нефтеперерабатывающим предприятиям.

Большое значение совокупного износа (с учетом функционального 80%) делает расчетные процедуры по корректировке стоимости ОПФ нецелесообразными. Кроме того, корректировка стоимости основных фондов со значительным износом может привести к ряду неточностей и небесспорных допущений. Стоимость новых основных фондов либо соответствует балансовой, либо вообще не находит отражения в балансе предприятий.

При анализе стоимости запасов необходимо учесть, что готовая продукция на балансе отражена по затратам, поэтому ее стоимость должна быть скорректирована с учетом рыночных факторов.

После вычитания из стоимости активов долговой части корпоративной стоимости, т.е. текущей стоимости долговых обязательств, мы получаем стоимость, приходящуюся на все акции — обыкновенные и привилегированные. Поэтому для оценки обыкновенных акций из полученной стоимости чистых активов необходимо вычесть рыночную стоимость привилегированных акций.

Как известно, для оценки рыночной стоимости привилегированных акций широко используются метод дисконтирования или капитализации фактических (или потенциальных) дивидендов, метод сделок или метод компании-аналога.

ОЦЕНКА С ПОМОЩЬЮ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

Сравнительный подход представлен следующими методами:

- метод отраслевых соотношений;
- метод сделок;
- метод компании-аналога (рынка капитала).

Авторы считают, что в настоящее время не накоплено соответствующей статистической информации, поэтому метод отраслевых соотношений практически не применим в российской оценочной практике. В рамках сравнительного подхода широкое распространение получили метод сделок и метод компании-аналога.

Акции большинства ВИНК активно обращаются на рынке и являются достаточно ликвидными. Если ценные бумаги, являющиеся объектом оценки, обращаются на рынке, то применять метод компании-аналога нецелесообразно. По мнению авторов, если в качестве объекта оценки выступает неконтрольный пакет акций, именно этот метод будет являться основным при выведении итоговой величины стоимости, так как он позволяет определить “наиболее вероятную цену, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке” на дату оценки.

Иногда по акциям выставляются котировки на покупку и продажу, но торговая система не показывает цену сделки, или сделки не совершаются вообще. В этом случае в качестве ориентира стоимости может использоваться котировка на покупку либо среднее от двух котировок.

Для оценки дочерних и зависимых предприятий ВИНК, акции которых не обращаются на рынке, можно использовать метод компании-аналога. Кстати, некоторые дочерние предприятия ВИНК, занимающиеся добычей и переработкой нефти, а также хранением, реализацией и сбытом нефтепродуктов только де-юре являются открытыми, а де-факто — закрытыми.

Для разрешения авторы ставят следующие вопросы:

1. Как выбрать аналоги для определения соответствующих соотношений?
2. Какие показатели являются ключевыми при формировании стоимости акций и могут использоваться при выведении ценовых мультипликаторов?
3. Какая стоимость должна выступать в числителе базовой формулы?

1. Традиционная теория для выбора аналогов предлагает использовать финансовый анализ. Если провести такой анализ, то из списка могут быть исключены практически все ранее отобранные предприятия. Структура баланса и показатели деятельности предприятий в значительной степени зависят от специфики внутрикорпоративного управления и не являются показательными. Авторы полагают, что основной критерий сопоставимости — принадлежность к конкретной подотрасли нефтяной промышленности и вхождение в ВИНК, т.е. аналогом нефтедобывающего предприятия может выступать только предприятие нефтедобычи, нефтеперерабатывающего — нефтепереработки, но никак не нефтяная компания, в состав которой они входят. Например, аналогом ОАО “Юганскнефтегаз”, входящего в состав ОАО “НК ЮКОС”, могут выступать нефтедобывающие предприятия ОАО “Тюменьнефтегаз” (ОАО “ТНК”), ОАО “Ноябрьскнефтегаз” (ОАО “НК Сибнефть”) и т.д.

2. Основной инвестиционный мотив — будущая доходность:

$$\text{Ожидаемая доходность}^6 = \frac{(\Pi_i - \Pi_0) + D_i}{\Pi_0} = \frac{(\Pi_i - \Pi_0)}{\Pi_0} + \frac{D_i}{\Pi_0}, \quad (1)$$

$$D_i = d_i \times \text{ЧП}_i,$$

где

Π_i — цена акции в i -й период времени;

Π_0 — цена акции в период приобретения;

D_i — дивиденд по акции в i -й период времени;

d_i — доля чистой прибыли в i -м году, направляемая на выплату дивидендов.

Таким образом, можно выделить два наиболее существенных фактора инвестиционной привлекательности акций⁷:

- темпы (или потенциал) роста курсовой стоимости (первое слагаемое формулы (1)) в большей степени определяет привлекательность обыкновенных акций. Анализ рынка акций предприятий нефтяной отрасли показывает, что помимо макроэкономических факторов на динамику цен влияют результаты финансово-хозяйственной деятельности эмитентов (рис. 2). Акции можно разделить на растущие, устойчивые или падающие. Такое деление необходимо учитывать и вводить поправку на ликвидность к соответствующим ценовым мультипликаторам;
- соотношение Дивиденд/Цена (второе слагаемое формулы (1)) скорее подходит для привилегированных акций и практически не влияет на динамику цены обыкновенных.

⁶ Равна ставке рыночной капитализации.

⁷ В данном случае предлагается не рассматривать ситуацию, когда цель потенциального покупателя — получение контроля.

Следует отметить, что бизнес российских ВИНК сосредоточен на стадии “разведка–добыча” (upstream). Вертикальная интеграция и развитие стадии бизнеса “переработка и маркетинг нефтепродуктов и продукции нефтехимии” (downstream) отчетливо прослеживается только у некоторых компаний [4]. В табл. 3 показана зависимость капитализации и корпоративной стоимости ВИНК от объемов нефтедобычи.

По мнению авторов, при выведении ценовых мультипликаторов в расчетах должны участвовать показатели эффективности деятельности в натуральном выражении (т.е. объемы добычи нефти для ВИНК и нефтедобывающих предприятий, объемы нефтепереработки для нефтеперерабатывающих предприятий), а также результаты деятельности предприятий, основными из которых являются размер чистой прибыли или дивидендов.

3. Для выведения ценового мультипликатора исследуется зависимость цены от определенного показателя. В качестве цены может выступать:

- капитализация (т.е. стоимость собственного капитала);
- стоимость бизнеса (общая корпоративная стоимость, стоимость всего инвестированного капитала).

Начало споров положила теория Модильяни – Миллера, которая утверждала, что рыночная стоимость корпорации не зависит от структуры капитала. Несмотря на то, что мультипликаторы, рассчитанные на основе капитализации — стоимости 100 % обыкновенных акций — не учитывают ни стоимости привилегированных акций, ни стоимости долга, во многих научных трудах встречается мнение, согласно которому при эффективном использовании заемных средств и сохранении оптимальной структуры капитала величина заемного капитала не будет оказывать значительного влияния на соотношение Цена/Прибыль по обыкновенным акциям. С. Коттл и др. [2] утверждают, что в случае компаний с консервативной структурой капитала корректировки величины мультипликатора Цена/Прибыль в соответствии с долей долга должны быть минимальными, если они вообще требуются.

Авторы очень надеются получить мнения читателей по этому вопросу.



Рис. 2. Анализ основных микроэкономических факторов, влияющих на темпы роста акций нефтедобывающей компании

Таблица 3. Анализ зависимости капитализации и стоимости компании от различных показателей

Компания	Объем добычи нефти в 2000 г., тыс. т	Объем экспорта нефти, 2000 г., тыс. т	Доля экспорта, %	Место в отрасли по объемам добычи и экспорта	Доказанные извлекаемые запасы, млн т	Капитализация, дол. США	Место по стоимости обыкновенных акций	Стоимость преф акций, дол. США	Стоимость долга ⁸ , тыс. руб.	Стоимость компании, дол. США	Место по стоимости
ЛУКОЙЛ	62177,7	20844,0	34	1	1875	8 493 721 830	1-3	833 888 131	13 352 441	9 785 826 879	1-3
ЮКОС	49547,4	18811,4	38	2	1583	7 803 496 613	1-3	—	64 262 818	10 008 809 516	1-3
Сургут-нефтегаз	40620,8	13769,5	34	3	954	8 399 581 027	1-3	1 001 259 770	685 826	9 424 376 350	1-3
ТНК	28574,1	12422,0	43	4	1010	5 256 329 088	4	—	46 538 148	6 853 382 897	4
Сибнефть	17198,8	6293,0	37	5	644	1 933 502 966	5	—	9 082 066	2 245 173 041	5
Роснефть	13473,1	5587,1	41	6	—	Нет котировок	—	—	—	—	—
СИДАНКО	12956,7	4156,3	32	7	—	Нет котировок	—	—	—	—	—
Славнефть	12267,4	3811,3	31	8	—	1 354 949 698	—	—	1 627 728	1 410 808 586	6
Башнефть	11940,5	3560,3	30	9	—	Нет котировок	—	—	—	—	—
ОНАКО	7505,7	1071,0	14	10	—	Нет котировок	—	—	—	—	—

ОЦЕНКА С ПОМОЩЬЮ ДОХОДНОГО ПОДХОДА

МЕТОД ОЦЕНКИ ДОКАЗАННЫХ ЗАПАСОВ

Метод доказанных запасов позволяет определить стоимость ВИНК (но не нефтедобывающего предприятия!) с точки зрения будущей доходности от использования доказанных запасов нефти.

Источник информации — отчет об оценке запасов нефти и газа.

В расчетах участвуют следующие категории запасов:

- 1) доказанные запасы (Proved Reserves):
 - доказанные разработанные добываемые (Proved Developed Producing),
 - доказанные разработанные недобываемые (Proved Developed Nonproducing),
 - доказанные неразработанные (Proved Undeveloped);
- 2) вероятные;
- 3) возможные.

В настоящее время инвесторов интересуют суммарные доказанные запасы. Первые две категории не требуют капиталовложений, в то время как категория Proved Undeveloped не гарантирует получение прибыли без дополнительных инвестиций. При разработке этих запасов необходимы либо дополнительное разбуривание, либо другие операции по интенсификации работы скважин.

Расчитанные возможные и вероятные запасы являются главным образом неразработанными и требуют значительных капиталовложений. По некоторым методикам эти категории запасов могут не учитываться для определения стоимости компании. Для получения будущих чистых доходов после разработки и введения в эксплуатацию этих запасов потребуется длительный период времени. Дисконтированный денежный поток будет незначительным и не окажет существенного влияния на стоимость компании.

Предположение метода — постоянный ценовой случай, т.е. отсутствие значительного изменения цен на нефть и газ, роста издержек, изменений капитала или налогов относительно даты составления прогнозов.

Следует отметить, что в расчетах участвуют не только запасы нефти, но также запасы газа. В отличие от российских, большинство нефтегазовых компаний мира являются именно нефте-

⁸ Стоимость взята по балансу. Рыночная стоимость долга должна рассчитываться с учетом стоимости долговых обязательств (напр., облигаций) на рынке.

газовыми в силу того, что добыча газа в их бизнесе играет не последнюю роль. Несмотря на то, что раньше внутренние цены на газ не покрывали издержек нефтяных компаний на его добычу, многие нефтяные компании в настоящее время рассматривают данный сегмент сырьевого рынка как дополнительный источник доходов.

Будущий *чистый доход* прогнозируется следующим образом:

Суммарный доход [Объем запасов нефти × Цена нефти + Объем запасов газа × Цена газа – Транспортные издержки – Экспортные и таможенные пошлины – Портовые сборы – НДС и акцизы – Специальные налоги] – Роялти [10% от суммарного дохода]⁹ – Суммарные затраты [операционные издержки (могут быть среднегодовые операционные издержки за предшествующий период или см. далее порядок расчета издержек); износ; затраты на восстановление, возобновление шахт и гидравлическое бурение¹⁰; коммерческие и управленческие издержки; проценты, уплаченные по кредитам; прочие затраты (например, налоги)]

Цена нефти может быть определена следующим образом:

1) прямым способом — как цена на мировом рынке за определенный предшествующий период (например, в настоящее время используется цена в 1618 дол./баррель). Основание — сопоставимость доходности от экспорта нефти и использования нефти на внутреннем рынке для производства и реализации нефтепродуктов;

2) косвенным способом через стоимость нефти и нефтепродуктов:

$$Ц = D_1 \times [C_{н/пр} \times d + C_{н/пр\text{экс}} \times (1 - d)] + C_{\text{экс}} \times D_2,$$

где

$C_{н/пр}$ — конечная цена реализации нефтепродуктов¹¹ (внутренние цены);

$C_{н/пр\text{экс}}$ — конечная цена реализации нефтепродуктов на экспорт (мировые цены)¹²;

$C_{\text{экс}}$ — мировые цены на нефть¹³;

D_2 — доля экспорта нефти;

D_1 — доля поставок нефти на внутренний рынок;

d — доля нефтепродуктов, направляемая на внутренний рынок;

$Ц$ — цена 1 т нефти.

Если существует информация об объемах добычи на месторождениях за каждый год прогнозного периода, можно прогнозировать денежные потоки за каждый год прогнозного периода. Прогнозный период — срок жизни месторождений.

Таблица 4. Пример расчет чистого дохода в методе доказанных запасов

Наименование показателя	Единица измерения	Расчет чистого дохода
Доказанные	млн т	573,7
Цена одной тонны нефти	дол./т	100
"Грязный" доход	млн дол.	57 370
Операционные издержки (60%) ¹⁵	млн дол.	34 422
Капзатраты	млн дол.	10 000
Роялти	млн дол.	5 737
Чистый доход за 20 лет	млн дол.	7 211
Чистый доход в год	млн дол.	361
Ставка дисконтирования ¹⁶	%	15
Стоимость компании ¹⁷	млн дол.	2 400

¹² Если в операционных издержках не были учтены затраты на оплату услуг по переработке, хранению и транспортировке нефти, необходимо их вычесть из дохода от реализации нефтепродуктов.

¹³ Если ранее в операционных издержках не были учтены затраты на покупку добытой нефти у нефтедобывающего предприятия — внутренние цены на нефть, необходимо вычесть их из экспортных цен;

¹⁴ Расчет производится только для запасов нефти.

¹⁵ Средняя доля издержек, определенная по ретроспективным данным.

¹⁶ Ставка 10...15 % используется крупнейшими западными компаниями.

¹⁷ В данном случае используется функция текущей стоимости аннуитета, после 20 лет значение функции ничтожно мало.

Если такая информация отсутствует, можно использовать технику расчета будущего чистого дохода, представленную в табл. 4¹⁴.

В данной статье мы попытаемся также отразить особенности применения метода дисконтированных денежных потоков (далее — ДДП).

Для составления прогноза расходов и доходов необходимо остановиться на описании механизма трансфертного ценообразования.

⁹ После вычитания роялти получаем чистую выручку.

¹⁰ Эти затраты учитываются для доказанных недобываемых запасов и являются средствами, направляемыми на восстановление и возобновление законсервированных шахт, а также на гидравлическое бурение существующих шахт.

¹¹ Для целей данного исследования мы не проводим разбивку выпускаемых нефтепродуктов по видам (бензин, дизтопливо и т.д.).

При трансфертном ценообразовании:

- ВИНК покупает нефть у своих дочерних компаний (НГ) по так называемой внутрикорпоративной цене;
- 30...40% полученной нефти ВИНК реализует на экспорт;
- оставшуюся нефть в виде давальческого сырья ВИНК поставляет на НПЗ с последующей реализацией нефтепродуктов как на внутреннем рынке, так и на внешнем.

Трансфертная цена устанавливается для целей минимизации налогообложения, но не ниже уровня затрат. Другая цель — минимизация издержек.

В 1999г. средняя трансфертная цена нефти составляла 27 дол./т. При этом средняя экспортная цена (ФОБ при поставках на средиземноморский и роттердамский рынки) составила 110 дол./т. По данным ИА “Кортес”¹⁸ внутрикорпоративная цена в 2000г. составляла в России 30...50 дол. за тонну, или 4...8 дол. за баррель.

Также на рынке осуществляются независимые продажи, средняя цена — 85 дол./т. Однако неверно рассматривать в качестве “рыночной” цены цену независимых продаж, так как они составляют не более 2% всей добытой нефти. В условиях повышенного спроса на нефть и нефтепродукты со стороны внешнего и внутреннего рынка, нефть стала дефицитным товаром, соответственно, цена независимых продаж установилась значительно выше “справедливой” цены нефти.

Рассмотрим особенности применения метода дисконтированных денежных потоков для оценки ВИНК.

Для составления прогнозов доходов в прогнозный период необходимо:

1. Составить прогноз добычи нефти (допустим, в 2001 году планируется увеличение добычи до 19 млн т, в 2002 — еще на 10%).
2. Определить долю нефти, продаваемую на экспорт (например, 30%).
3. Составить прогноз по переработке нефти.
4. Определить глубину переработки нефти (80%).
5. Определить долю нефтепродуктов, продаваемых на экспорт и на внутреннем рынке.

Состав издержек производства ВИНК, относящихся на себестоимость (внутренний рынок):

- покупка нефти у нефтедобывающей дочки (условно равна выручке от реализации нефти у дочки);
- оплата услуг ОАО “Транснефти” от узла учета до НПЗ;
- оплата услуг по нефтепереработке (условно — выручка НПЗ по реализации нефтепродуктов минус стоимость давальческой нефти);
- оплата транспортных и сбытовых расходов, связанных с реализацией нефтепродуктов (условно — коммерческие расходы “Нефтепродукт”).

По экспортным операциям необходимо дополнительно учесть расходы на доставку и транспортировку нефти до пункта назначения (например, порт Новороссийск).

Для составления прогноза издержек можно либо проанализировать относительную величину условно-переменных издержек (% от выручки) за последние 2–3 года, либо проиндексировать издержки на соответствующие индексы-дефляторы.

Проанализируем необходимые инвестиции. Для обеспечения планируемого роста добычи нефти необходимы капиталовложения уже в 2001г. в сумме 600 млн дол. Источником инвестиций является амортизация, чистая прибыль и заемный капитал. Если рассчитывается стоимость собственного капитала, необходимо учесть погашение задолженности в прогнозном сценарии, либо вычесть текущую стоимость задолженности как итоговую поправку.

В Приложении 1 составлен прогноз доходов и расходов. В Приложении 2 проведена процедура дисконтирования денежных потоков для базового варианта.

Подводя итог, хотелось бы акцентировать внимание на основных мыслях статьи:

1. Расчет метода чистых активов является важной процедурой для определения рыночной стоимости акций ВИНК. Обязательным корректировкам должны быть подвергнуты стоимость запасов нефти и газа и стоимость долгосрочных финансовых вложений.

¹⁸ Информационное агентство “Кортес” предоставляет информацию о рынке нефти.

2. При выборе аналогов в рамках сравнительного подхода основными критериями сопоставимости будет являться принадлежность конкретной подотрасли и объем производства в натуральном выражении. Для выведения ценовых мультипликаторов может использоваться отношение собственного (или всего инвестированного) капитала к объему производства в натуральном выражении, чистой прибыли или дивидендам.
3. При применении метода ДДП важно учитывать особенности функционирования ВИНК как компании, управляющей своими дочерними предприятиями и принимающей основные решения. В качестве доходов ВИНК выступают доходы от экспорта нефти, а также от реализации нефтепродуктов на внутреннем и внешнем рынках. Затратами являются расходы по оплате добытой нефти, оплата услуг по нефтепереработке, плата транспортных и сбытовых расходов, связанных с реализацией нефти и нефтепродуктов.
4. Метод доказанных запасов, в отличие от других методов, позволяет оценить потенциальную стоимость ВИНК и ее инвестиционную привлекательность.

Литература

1. Руководство по применению и исполнению №4. Оценка бизнеса // Международные стандарты оценки. Кн. 1. Перевод, комментарии, дополнения / Г.И. Микерин, М.И. Недужий, Н.В. Павлов, Н.Н. Яшина. М., 2000.
2. Коттл С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф. Анализ ценных бумаг. М., 2000.
3. Нефтяной комплекс России и его роль в воспроизводственном процессе. Научный доклад / А.И. Шмаров и др. // Материалы конференции “Развитие нефтяного комплекса России и его роль в расширенном воспроизводстве национальной экономики”. Москва, 23 ноября 2000 г.
4. Мишняков В., Миловидов К. Использование отраслевого мультипликатора “Капитализация/запасы” в оценке стоимости нефтяных компаний // Рынок ценных бумаг. 2000. № 1.

Приложение 1. Прогноз доходов и расходов

Наименование показателя	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Постпрогнозный период
Нефть, тыс. т	16 323	17 199	19 890	22 255	23 857	23 796	22 749	22 500
Газ, млн м ²	1 344	1 417	1 638	1 833	1 965	1 960	1 874	1 853
Экспорт нефти, тыс. т	5 021	5 587	6 409	7 171	7 687	7 668	7 330	7 250
В % от добычи	31	32	32	—	—	—	—	—
Объем переработки на НПЗ, тыс. т	12 459	12 555	13 481	15 084	16 170	16 128	15 419	15 250
Получено нефтепродуктов, тыс. т:	9 967	11 688 (93%)	12 550	14 042	15 053	15 015	14 354	14 197
<i>Бензин</i>	—	3 512 (30%)	3 771	4 219	4 523	4 512	4 313	4 266
<i>Дизтопливо</i>	—	4 277 (37%)	4 592	5 139	5 508	5 494	5 253	5 195
<i>Мазут</i>	—	1 764 (15%)	1 894	2 119	2 272	2 266	2 166	2 143
<i>Прочие нефтепродукты</i>	—	2 135	2 292	2 565	2 750	2 743	2 622	2 593
Реализация нефтепродуктов:	—	11 688	12 550	14 042	15 053	15 015	14 354	14 197
<i>Экспорт</i>	—	2 056	2 208	2 470	2 648	2 641	2 525	2 497
<i>Внутренний рынок</i>	—	9 632 (82%)	10 342	11 572	12 405	12 373	11 829	11 700
Цены реализации:								
<i>Нефть (экспорт) дол. / баррель</i>		25	20	18	16	16	16	16
<i>Нефть (экспорт) дол. / т (без транспортных расходов и экспортных пошлин)</i>		148	111	96	82	82	82	82
<i>Нефтепродукты (Россия)</i>		142	150	153	156	160	165	170
<i>Нефтепродукты (экспорт)</i>		192	185	180	175	170	170	170
Валовая выручка (без НДС, акциз), тыс. руб.	40 692 000	64 975 000	—	—	—	—	—	—
Выручка на ед. добычи нефти, тыс. руб.	2493	3 778	—	—	—	—	—	—
Валовая выручка (без НДС, акциз), тыс. дол.	1 507 000	2 320 536	2 671 175	2 906 456	3 027 416	3 055 963	2 980 649	3 006 522
Выручка на ед. добычи нефти, тыс. дол.	92	135	134	131	127	128	131	134
Прогнозная валовая выручка, тыс. дол.		2 320 536	2 671 175	2 906 456	3 027 416	3 055 963	2 980 649	3 006 522
Изменение выручки, %		—	15	9	4	1	—2	1
Себестоимость, тыс. руб.		39 462 539	48 367 521	58 162 738	67 224 405	72 553 119	75 232 655	80 500 140
Покупка нефти у нефтедобывающего предприятия, руб./т		1500	1650	1815	1996,5	2196,15	2415,765	2657,3415
Затраты на нефть, тыс. руб.		25 798 500	32 818 500	40 392 825	47 630 501	52 259 585	54 956 238	59 790 184
Нефтепереработка, руб./т		300	330	363	399,3	439,23	483,153	531,4683
Затраты на переработку, тыс. руб.		3 766 500	4 448 730	5 475 472	6 456 579	7 084 077	7 449 623	8 104 892
Затраты на экспорт нефти, тыс. руб.		2 793 500	3 204 500	3 585 528	3 843 628	3 833 800	3 665 117	3 625 000
Издержки обращения сбытовых предприятий		3 927 168	4 216 818	4 718 215	5 057 850	5 044 917	4 822 946	4 770 156
Затраты на экспорт нефтепродуктов, тыс. руб.		1 439 200	1 854 419	2 074 916	2 224 277	2 218 590	2 120 974	2 097 759
Коммерческие расходы		1 737 671	1 824 555	1 915 782	2 011 571	2 112 150	2 217 757	2 112 150
Себестоимость, тыс. дол.		1 409 376	1 667 846	1 938 758	2 168 529	2 340 423	2 426 860	2 515 629

Приложение 2. Оценка стоимости компании методом ДДП, тыс. дол. США

Наименование показателя	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Постпрогнозный период
Выручка от реализации	2 320 536	2 671 175	2 906 456	3 027 416	3 055 963	2 980 649	3 006 522
Суммарные издержки	1 409 376	1 667 846	1 938 758	2 168 529	2 340 423	2 426 860	2 515 629
Чистый операционный доход	911 159	1 003 329	967 698	858 887	715 540	553 789	490 893
Доход от прочей деятельности	—	—	—	—	—	—	—
Налогооблагаемая прибыль	911 159	1 003 329	967 698	858 887	715 540	553 789	490 893
Налог на прибыль (30%)	273 348	300 999	290 309	257 666	214 662	166 137	147 268
Чистая прибыль	637 812	702 330	677 389	601 221	500 878	387 652	343 625
Амортизация	500	7 460	25 460	41 960	58 160	71 660	73 810
Капиталовложения	232 000	600 000	550 000	540 000	450 000	71 660	73 810
Долгосрочная задолженность	233 000	433 000	433 000	433 000	383 000	—	—
Изменение долгосрочной задолженности	76 148	200 000	—	—	—50 000	—383 000	—
Требуемый оборотный капитал	232 054	267 117	290 646	302 742	305 596	298 065	300 652
Изменение оборотного капитала	81 344	35 064	23 528	12 096	2 855	—7 531	2 587
Чистый денежный поток	401 116	274 726	129 321	91 085	56 183	12 184	341 037
Ставка дисконта, %	15						
Период дисконтирования	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75	—
Фактор дисконтирования	0,9657	0,8397	0,7302	0,6349	0,5521	0,4801	—
Текущая стоимость денежного потока	387 343	230 690	94 427	57 833	31 020	5 849	—
Кумулятивная текущая стоимость	770 293						
Остаточная стоимость	1 364 449	—	—	—	—	—	2 841 979
Общая стоимость	2 134 742	—	—	—	—	—	—

Проблемы стоимостной оценки и учета интеллектуальной собственности

В №48 газеты “Экономика и жизнь” за 2000г. опубликовано Положение по бухгалтерскому учету “Учет нематериальных активов” ПБУ 14/2000, утвержденное Приказом Министерства финансов РФ №91-н от 16.10.2000г. Это положение радикально меняет сложившийся ранее порядок учета нематериальных активов (НМА), изложенный, например, в Методических рекомендациях о порядке формирования показателей бухгалтерской отчетности, утвержденных приказом Министерства финансов РФ от 28.06.2000г. за №60-н.

Основные изменения сводятся к следующему.

1. Из состава НМА исключаются такие классы объектов интеллектуальной собственности (ОИС), как объекты авторского права и смежных прав (за исключением программ для ЭВМ, баз данных и топологии интегральных микросхем), и объекты коммерческой тайны, в частности, ноу-хау.

2. К НМА разрешено относить только стоимость *исключительных* прав на результаты интеллектуальной деятельности и приравненных

к ним средств индивидуализации. Таким образом, из состава НМА исключается также интеллектуальная собственность вторичного порядка, т.е. имущественные права, передаваемые по договорам на использование ОИС.

3. Права на использование ОИС, приобретаемые предприятиями, учитываются ими не как актив (НМА), приносящий доход, а как расходы будущих периодов.

4. При продаже (передаче) части имущественных прав другим предприятиям правоуладелец не списывает средства со своих НМА, а отражает их обособленно.

Обоснование этих изменений лежит, видимо, в приведении бухгалтерского учета в соответствии с Гражданским кодексом РФ (статьи 138 и 139).

В статье 138 ГК РФ интеллектуальной собственностью признается *исключительное* право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации (в дальнейшем ОИС), что автоматически исклю-

чают из ОИС объекты коммерческой тайны и, в частности, ноу-хау, так как на них не может быть исключительных прав и договора по передаче имущественных прав на использование ОИС. Не совсем понятны основания по исключению объектов авторского права и смежных прав из состава включаемых в НМА, и ограничение состава НМА только теми ОИС, которые регистрируются государственными органами. В приказе №90-н МФ РФ эти изменения обосновываются необходимостью реформирования бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности.

Однако принятые решения находятся в серьезном противоречии с международной практикой определения и учета интеллектуальной собственности. В мировой практике под понятием “исключительные права” понимаются не *исключительные* права на результаты интеллектуальной деятельности, как в ГК РФ, а *исключительные* права на их использование. Сошлемся на International Bureau of WIDO. The Exclusive Right of an Owner of the Patent for Invention. BLTC\8-10. Rev. § 3, 4, 9, 10, 12–14. Introduction to Copyright Basic Notions of Copyright WIDO. \gic\cng\ge\86\ § 28–32 (см. Интеллектуальная собственность. Основные материалы. М.: Наука, 1993. С. 82–83, 202–203).

В международном праве *исключительные* права лица, владеющего патентом, или автора на использование ОИС предполагает, во-первых, запрет на использование ОИС без его разрешения, во-вторых, предоставление другим лицам разрешения на использование ОИС и, в-третьих, использование ОИС самостоятельно.

В ГК РФ нет понятия ноу-хау как части промышленной собственности и, следовательно, интеллектуальной собственности, в то время как результаты НИОКР в большой степени относятся к ноу-хау как требующие соблюдения конфиденциальности (ГК РФ, ст. 771). Вместо понятия “ноу-хау” в ГК РФ введено другое понятие — “коммерческая тайна” (ст. 139), к которому в неявной форме относилось и ноу-хау. Но объектами коммерческой тайны может быть все что угодно, например, списки клиентов, специалистов, кадровые сведения и т.п., не относящиеся к результатам интеллектуальной деятельности.

Следует отметить, что в мире из ежегодно осуществляемых 200 тыс. патентно-лицензионных операций почти половина приходится на соглашения по передаче ноу-хау.

Таким образом, чтобы приблизить отечественную практику финансового учета интеллектуальной собственности и НМА к междуна-

родным стандартам, следует прежде всего ввести признанные в мире определения понятий и терминов в ГК РФ. Для этого рассмотрим права, относящиеся к ОИС безотносительно к действующему ГК РФ и другим нормативным актам, в том числе и Минфина РФ. ОИС — это объекты гражданских прав, которые бывают личными неимущественными и имущественными. Первые иногда называют моральными и относят к ним права на авторство и имя, на защиту репутации автора и т.п. Эти права не отчуждаемы от автора. Имущественные права — это права на *коммерческое* использование ОИС.

Имущественные права на использование ОИС могут быть получены по закону или в результате коммерческой сделки. Имущественные права на использование ОИС, в свою очередь, бывают исключительными и неисключительными. В числе исключительных прав на использование ОИС, получаемых по закону, различают права, требующие регистрации в государственных органах (изобретения, промышленные образцы, полезные модели, товарные знаки, знаки обслуживания и наименования мест происхождения товаров, селекционные достижения), права на ОИС, которые могут регистрироваться в государственном органе по желанию авторов (программы на ЭВМ, базы данных, топология интегральных микросхем), и права на ОИС, которые не регистрируются в государственных органах (произведения науки, литературы и искусства и смежные права).

К числу объектов прав, получаемых по закону, относятся права (неисключительные) на использование ноу-хау, защищаемые в мире законами о недобросовестной конкуренции.

Имущественные права на использование ОИС, получаемые в результате коммерческой сделки (далее по договору), подразделяются на исключительные и неисключительные. Они, в свою очередь, делятся на права, требующие государственной регистрации, права, регистрируемые в государственном органе по желанию авторов, и права, не регистрируемые в государственных органах.

Нужно отметить, что исключительные права на использование ОИС, полученные по договору, не равны по объему понятию исключительным правам, полученным по закону. Первые могут быть ограничены объемом передаваемых прав (по составу, территории и сроку действия), но в пределах исключительных прав, предоставляемых по закону.

На один и тот же ОИС могут быть выданы несколько договоров (различного вида) передачи прав на использование ОИС, по которым распределяется потенциальный рынок продаж

товаров работ и услуг с использованием интеллектуальной собственности (далее ТРУИС) по всему спектру полномочий во времени и пространстве.

Исключительные права на использование ОИС, получаемые по закону, могут трансформироваться в исключительные или неисключительные права, получаемые по договору. При этом неисключительные права могут быть получены как от обладателей исключительных прав по закону, так и по договору. С нашей точки зрения было бы разумно обладателей исключительных прав по закону называть правовладельцами, а обладателей имущественных (исключительных и неисключительных) прав по договору — правообладателями.

Среди прав на ОИС следует отличать вещные права на товары, работы и услуги с использованием интеллектуальной собственности (ТРУИС).

Какие из рассмотренных гражданских прав на ОИС следует относить к интеллектуальной собственности, а какие не следует? Личные неимущественные права не продаются и не покупаются, т.е. не участвуют в хозяйственном обороте, поэтому они не могут являться товаром под названием “интеллектуальная собственность”. Имущественные права на ТРУИС также не являются интеллектуальной собственностью: переход права собственности на товары, работы и услуги сам по себе не влечет передачи имущественных прав на использование ОИС. Не подлежит сомнению, что *исключительные* права на использование ОИС, полученные по закону, являются интеллектуальной собственностью. Вопрос заключается в том, считать ли любые правомерно полученные имущественные права на использование ОИС интеллектуальной собственностью или нет.

На этапе распоряжения имущественными правами правоведелец может распорядиться своими правами несколькими способами. Он может использовать их сам в полном объеме, не передавая их никому, и получить весь доход со всего потенциального рынка. Правоведелец может переуступить все имущественные права другому лицу, и в этом случае он получит часть потенциального дохода со всего потенциального рынка, другую часть получит новый правоведелец. И, наконец, правоведелец может оставить часть имущественных прав себе для самостоятельного использования, а часть передать другим лицам-правообладателям. В этом случае возможны варианты. Правоведелец может: — передать другому лицу исключительные права, теряя при этом право самостоятельного использования ОИС, но не по всем, а по

каким-либо способом, территориям и срокам использования, т.е. по договору полной лицензии;

- передать другому лицу исключительные права на использование ОИС по каким-либо способам, территориям и срокам с сохранением за собой права самостоятельного использования, т.е. по договору исключительной лицензии;
- передать часть своих прав ничем не ограниченному кругу других лиц, т.е. по договору простой лицензии.

Во всех этих случаях правоведелец, по существу, распределяет весь потенциальный рынок использования имущественных прав на ОИС между всеми правомерными обладателями имущественных прав. Передача исключительных или неисключительных прав на использование ОИС другому лицу означает одновременно, что правоведелец сам лишается полностью или частично имущественных прав в объеме, предусмотренном договором.

Интеллектуальную собственность можно представить как единый товар (имущественные права на использование конкретного ОИС на всем потенциальном рынке ТРУИС, предусмотренном законом по объему и составу прав, целям, времени и территории использования), разделяемый на части при передаче определенного объема имущественных прав, в соответствии с величинами передаваемого по договорам потенциального рынка ТРУИС. Исходя из этих соображений, под интеллектуальной собственностью, по нашему мнению, следует понимать правомерное обладание любым объемом имущественных прав на использование ОИС. В этой связи международным понятием соответствовала бы другая редакция 138 статьи ГК РФ.

СТАТЬЯ 138 ГК РФ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ

В случае и в порядке, установленных настоящим Кодексом и другими законами, признается имущественное право гражданина или юридического лица на коммерческое использование результатов интеллектуальной деятельности и приравненных к ним средств индивидуализации юридического лица, индивидуализации продукции, выполняемых работ или услуг (интеллектуальная собственность).

Объекты интеллектуальной собственности подразделяются на три вида:

- 1) объекты, права на которые требуют государственной регистрации (изобретения, промышленные образцы, селекционные достижения, полезные модели, товарные знаки,

знаки обслуживания и наименование мест происхождения товаров);

- 2) объекты, права на которые не требуют государственной регистрации и возникают в силу факта их создания или обнаружения (произведения науки, литературы и искусства и объекты смежных прав);
- 3) объекты, права на которые возникают в силу их конфиденциальности (ноу-хау).

Интеллектуальная собственность в экономическом обороте может быть представлена в нескольких ипостасях: как товар — при продаже лицензий, как капитал (внеоборотные активы) — в виде нематериальных активов (НМА) и как оборотный капитал — при подготовке и перепродаже интеллектуальной собственности (в России уже существуют несколько фирм, занимающихся подобным бизнесом).

Интеллектуальная собственность, используемая в качестве НМА — это один из видов капитальных (внеоборотных) активов наряду с землей, основными фондами, без которого трудно себе представить любое предприятие, которому для организации своей деятельности необходимо создать или приобрести техническую, технологическую, экономическую, правовую и другого вида документацию с использованием ОИС. При этом не имеет значения, кто использует интеллектуальную собственность в качестве НМА — автор, правопладелец или правообладатель по договору, главное, чтобы обладание имущественными правами на использование ОИС было правомерным.

Использование интеллектуальной собственности в качестве капитала — это долгосрочные вложения, поэтому логичнее учитывать их в бухгалтерском учете как НМА. Расходы будущих периодов — это не капитальные, а текущие затраты, возникающие, как правило, от сезонного характера деятельности, на протяжении цикла производства продукции. Поэтому использовать этот счет для учета интеллектуальной собственности нецелесообразно.

К проблемам учета интеллектуальной собственности относятся также состав и распределение затрат на ее создание и использование при включении в НМА. Рассмотрим детальнее стадии экономического оборота интеллектуальной собственности.

Первый этап — это создание результата интеллектуальной деятельности, т.е. объекта интеллектуальной собственности.

Второй этап заключается в получении исключительных имущественных прав на ОИС в соответствии с патентным и авторским правом или в обеспечении конфиденциальности.

Третий возможный этап — распоряжение имущественными правами путем выдачи лицензий или передачи прав в качестве вклада в уставный капитал предприятия или другими способами.

Четвертый этап экономического оборота — работы по доведению ОИС до состояния, в котором он может быть использован в запланированных целях.

Пятый этап — организация производства ТРУИС.

Шестой этап — реализация ТРУИС.

И, наконец, седьмой этап — использование ТРУИС потребителями.

На этапе создания ОИС затраты складываются прежде всего из затрат труда авторов-создателей ОИС, оцениваемых либо самими авторами, либо по договоренности между авторами и заказчиком или работодателем. При создании ОИС используются также и материально-технические ресурсы (материалы, оборудование и площади), а также используются рабочие и ИТР, обеспечивающие создание ОИС. Затраты на это также входят в стоимость создания ОИС.

На этапе получения исключительных прав производят затраты на получение патентов или свидетельств Патентного ведомства на промышленную собственность, на оповещение о правах по объектам авторского права и смежных прав, на обеспечение конфиденциальности ноу-хау и коммерческой информации, а также затраты на юридическую защиту имущественных прав.

Когда правопладелец возмездно передает часть своих прав по лицензионному договору другим лицам, последние несут расходы, во-первых, в виде платы за получение имущественных прав на использование ОИС и, во-вторых, по доведению ОИС до уровня готовности к практическому применению. Затраты на получение имущественных прав по лицензионному договору — это не затраты на создание ОИС, это часть будущих доходов от реализации ТРУИС, которыми правообладатель делится с правопладельцем.

Затраты на доведение ОИС до уровня готовности к практическому применению в коммерческих целях — это затраты на создание ОИС. Они, по нашему мнению, должны отражаться в учете отдельно от затрат на приобретение имущественных прав.

Следующие этапы связаны с использованием имущественных прав, организацией подготовки производства, а также производством и реализацией ТРУИС.

Производители ТРУИС несут расходы, связанные с подготовкой производства, производством ТРУИС и их реализацией. При этом про-

изводители при составлении калькуляции на ТРУИС помимо обычных производственных и коммерческих затрат в структуре цены должны предусмотреть погашение таких, по существу, капитальных затрат, как затраты на создание ОИС (приобретение имущественных прав), затраты по доведению ОИС до уровня готовности к практическому использованию, затраты на освоение производства ТРУИС, затраты на рекламу и маркетинг, которые связаны с освоением нововведений. В цене должен быть заложен определенный уровень прибыли, как правило, превышающий нормативный.

Дополнительная прибыль от реализации ТРУИС может быть получена через монопольную или повышенную цену, обусловленную эксклюзивностью, новизной или известностью (фирменностью) ОИС или через цену с нормативной (средней) рентабельностью, когда дополнительная прибыль возникает от расширения рынка, а также от снижения себестоимости ТРУИС или от уменьшения возможных потерь.

Анализ затрат, производимых правообладателями при использовании ОИС, показывает, что в настоящее время в бухгалтерском учете затраты на создание ОИС не отличаются от затрат на приобретение прав на использование ОИС — и те, и другие затраты одинаково учитываются как нематериальные активы в балансе предприятия. Представляется, что затраты различного происхождения должны учитываться раздельно, например, как нематериальные активы созданные и нематериальные активы приобретенные.

На последнем этапе экономического оборота интеллектуальной собственности конечный потребитель приобретает не имущественные права на ОИС, а ТРУИС. Это может быть как материальный объект — книга с произведением писателя или ученого, кассета с музыкальным произведением или кинофильмом, производственное оборудование, новый материал, бытовая техника, так и нематериальный объект, например, проектная, техническая или иная документация, на основе которой организовано производство чего-либо.

На этом этапе покупатель (приобретатель), если он не хозяйствующий субъект, потребляет их, и они выпадают из экономического оборота; если покупатель — хозяйствующий субъект, то, приобретая ТРУИС, он их либо потребляет в качестве сырья, материалов или услуг, списывая эти затраты сразу, либо в качестве основных средств потребляет их длительно, списывая затраты на себестоимость частями, после чего экономический оборот ОИС также заканчивается.

Представляет собой проблему и определение стоимости интеллектуальной собственности в составе НМА.

Обладание имущественными правами является необходимым, но не достаточным условием освоения и реализации новых технологий на основе ОИС. Эту возможность еще необходимо превратить в действительность, добиться более высокой по сравнению с имеющимися технологиями доходности от ОИС. А это далеко не всегда достижимо. Мировой опыт показывает, что только 10% ОИС реализуются на практике и дают эффект. Это происходит потому, что освоение новых ОИС и, соответственно, новых технологий чрезвычайно сложный и, как правило, длительный процесс, связанный с высоким риском. Не всякая ОИС доходит до стадии превращения в новую технологию, обеспечивающую получение чистого дохода с нужным уровнем доходности. Все это сказывается на стоимости интеллектуальной собственности.

Оценка интеллектуальной собственности зависит от групп специфических, присущих только этому объекту гражданских прав, факторов.

Оценка интеллектуальной собственности зависит прежде всего от объема передаваемых прав, т.е., как ранее отмечалось, от величины передаваемого потенциального рынка ТРУИС и, соответственно, доходов от него. Далее, оценка интеллектуальной собственности зависит от уровня готовности ОИС к практическому использованию. Естественно, что на ОИС на уровне поисковой работы затрачивается меньше средств, чем на ОИС, прошедшем практическую обкатку и готовом к применению. Причем затраты на создание ОИС по уровню готовности к применению могут различаться в разы и даже на порядки. Из этого следует, что соотношение собственно интеллектуальных и прочих затрат по созданию ОИС и затрат по приведению ОИС к готовности для практического использования и по подготовке и освоению производства может колебаться в очень широких пределах.

ОИС реализуется в новых ТРУИС или в новых технологиях и, как у всякого новшества, его будущие экономические характеристики имеют высокую степень неопределенности. Это относится и к объему рынка применения новшества и к себестоимости и цене на ТРУИС, к их потребительским и эксплуатационным свойствам.

Уровни вероятности достижения проектируемых показателей и, следовательно, оценки интеллектуальной собственности также могут колебаться в широких пределах.

Стоимость интеллектуальной собственности во многом зависит и от рисков недобросовестной конкуренции и пиратства и возрастает в меру производимых затрат по защите своих прав. Тем не менее, учитывая то, что объекты авторского и патентного права зачастую легко тиражируемы, вероятность неправомерного их использования может быть достаточно велика и это снижает стоимость интеллектуальной собственности.

Обозначенные в статье проблемы учета серьезно сдерживают расширение рынка интеллектуальной собственности и новых технологий.

В заключение хотелось бы отметить, что широкое публичное обсуждение этих проблем с участием правоведов, бухгалтеров и оценщиков в области интеллектуальной собственности позволит быстрее их решить.

Оценка бизнеса: так ли уж хорош коэффициент бета для расчета ставки дисконта

Процесс оценки российских компаний сопряжен с трудностями на всех этапах работы, начиная от сбора информации о состоянии экономики страны в целом и отдельных отраслей, в которых действуют предприятия, составления долгосрочного прогноза развития компании и заканчивая этапом расчета ставки дисконта, необходимой для приведения будущих денежных потоков к текущей стоимости.

Проблемы, с которыми приходится сталкиваться аналитикам, носят не только информационный, но и методологический характер. Особенно недостаточная проработка методологии усложняет процедуру определения ставки дисконта. Такое положение вещей во многом связано с тем, что наиболее часто используемые методы построения ставки дисконта разработаны зарубежными специалистами для использования в развитых странах с эффективно функционирующими финансовыми рынками. Кроме того, наиболее популярные в российской практике оценки компаний модели расчета ставки дисконта разрабатывались зарубежными специалистами достаточно давно и, возможно, неоднократно уточнялись и дорабатывались своими создателями, что могло и не стать достоянием российских практиков.

Отечественная и переведенная зарубежная литература в области оценки компаний выделяют четыре основных способа расчета ставки дисконта:

- 1) модель оценки капитальных активов (САРМ — capital asset pricing model);
- 2) модель кумулятивного построения;
- 3) модель арбитражного ценообразования;
- 4) метод суммирования коэффициента капитализации и темпов роста.

В данной статье мы предлагаем вашему вниманию результаты небольшого исследования модели оценки капитальных активов (САРМ), а вернее, ее составляющей — коэффициента бета, на предмет адекватности использования последнего для расчета ставки дисконта.

Напомним, что модель оценки капитальных активов была разработана Уильямом Шарпом в 60-х годах прошлого столетия. Модель САРМ предполагает учет риска с помощью коэффициента бета, отражающего взаимосвязь доходности акций конкретной компании и доходности рынка в целом. Модель САРМ описана формулой

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f),$$

где

R — ставка дисконта (ожидаемая инвестором ставка дохода);

R_f — безрисковая ставка дохода;

β — коэффициент бета;

R_m — среднерыночная ставка дохода;

$R_m - R_f$ — рыночная премия.

Из многочисленных публикаций следует, что коэффициент представляет собой меру систематического риска, т.е. риска, возникающего в результате воздействия макроэкономических и политических факторов на деятельность компании и фондовый рынок. Бета является функцией соотношения между доходом на конкретную ценную бумагу и уровнем рыночного дохода (средний уровень дохода по индексу фондовой биржи). Из теории следует, что условие $\beta = 1$ говорит о том, что доходность конкретной акции и рынка изменяется одинаково. Если $\beta > 1$, доходность акции растет быстрее рыночной доходности, что говорит о рискованности данной акции. Ценная бумага с $\beta < 1$ характеризуется как защищенная и остается менее рискованной, чем рынок в целом. Из этого можно сделать вывод, что чем меньше β , тем менее рискованное вложение денег. И соответственно, чем β больше, тем выше риск у инвестора. А так ли это на самом деле?

Предположим, что существует компания акции, которой котируются на фондовом рынке. Положение компании на рынке устойчивое. Доходность акций увеличивается на 8% при росте рыночного дохода на 10%. Коэффициент бета для такой компании будет равен 0,8. Это говорит о том, что вложения в эту компанию будут менее рискованы. Но допустим такую ситуацию: компания была продана, и новые владельцы по каким-либо причинам пока не занимаются дальнейшим развитием предприятия. Финансовые показатели стали ухудшаться, состав менеджеров сменился и не показы-

вает высоких результатов управления, произошли и другие изменения не в лучшую сторону. Анализируя сложившуюся ситуацию, можно однозначно сказать, что инвестиции в данную компанию будут подвержены большему риску, чем до продажи. Ухудшается финансовое положение компании, падают такие показатели, как выручка, ликвидность, рентабельность, компания не развивается. Доходность ее акций уменьшается (например, стала не 8%, как раньше, а 4%), доходность рынка, предположим, по-прежнему составляет 10%. В такой ситуации β для компании стала равна 0,4. Из теории следует, чем меньше β , тем меньше риск у вложенных инвестиций, но на примере рассматриваемой гипотетической компании видно несоответствие данного утверждения практике.

Ниже приведены две таблицы: в первой представлены гипотетические данные о доходности фондового рынка в целом и доходности по акциям трех компаний; во второй — расчет коэффициентов бета для акций трех компаний. Компания №1 — крупная компания, обладающая устойчивым положением на рынке, обеспечивающая своим акционерам стабильные и прогнозируемые доходы. Компания №2 — компания с посредственными финансовыми показателями, нестабильными результатами хозяйственной деятельности. Компания №3 — компания, не имевшая в последнее время прибыли от хозяйственной деятельности и без серьезных изменений не способная достичь положительной рентабельности капитала.

Таблица 1

№ периода	Доходность по фондовому индексу за период, %	Доходность по акциям компании №1 за период, %	Доходность по акциям компании №2 за период, %	Доходность по акциям компании №3 за период, %
1	5,0	5,0	0,0	-2,5
2	4,0	4,0	-2,0	-2,0
3	3,0	3,0	5,0	-1,5
4	2,0	2,0	3,0	-1,0
5	1,0	1,0	0,0	-0,5
6	0,0	0,0	0,0	0,0
7	1,0	1,0	-5,0	-0,5
8	2,0	2,0	2,0	-1,0
9	3,0	3,0	-3,0	-1,5
10	4,0	4,0	-2,0	-2,0
11	5,0	5,0	0,0	-2,5
12	4,0	4,0	0,0	-2,0
13	3,0	3,0	3,0	-1,5
14	2,0	2,0	5,0	-1,0
15	1,0	1,0	0,0	-0,5

Таблица 2

Показатели	Компания №1	Компания №2	Компания №3
Ковариация	0,00022	-0,00001	-0,00011
Дисперсия	0,00022	0,00022	0,00022
Коэффициент бета	1,00	-0,06	-0,50

Из табл. 2 следует, что акции компании №1 характеризуются значением беты равным 1, которое значительно превышает значение беты акций компаний №2 и №3. Таким образом, если полученные значения коэффициента бета будут использоваться для расчета ставки дисконта, то ставка дисконта для компании №1 будет превышать ставки для компаний №2 и №3, что неверно, поскольку две последние компании находятся в значительно худшем положении, нежели компания №1.

После получения вышеупомянутого вывода было решено провести анализ состояния реальных компаний и их коэффициентов β . Для этой цели было отобрано 149 компаний, акции которых котируются на самом развитом, на наш взгляд, американском фондовом рынке, и 61 российская компания, акции которых котируются в системе РТС. В первой части данной работы будет представлен анализ американских компаний, во второй — российских компаний.

Для анализа зарубежных компаний нами была получена информация, характеризующая их финансовое состояние на конец 2000г. и информация об их коэффициентах β на апрель 2001г. Причем были отобраны компании трех групп, у которых бета находится в следующих диапазонах (знак коэффициента β не учитывался, т.е. использовалось модульное значение коэффициента):

I. $0,01 < \beta < 0,35$ (70 компаний из общей выборки).

II. $0,5 < \beta < 0,9$ (44 компании).

III. $\beta > 1,5$ (35 компаний).

Анализ должен был подтвердить или опровергнуть положение о том, что чем меньше значение коэффициента бета, тем более надежным объектом инвестиций является предприятие, и, соответственно, тем меньше ставка дисконта, используемая для оценки стоимости компании (и наоборот, чем больше бета, тем больший риск ассоциируется в вложением средств в ту или иную компанию).

Для более объективного анализа были рассчитаны средние и медианные значения показателей, по которым оценивалось финансовое состояние компаний. Медианные значения позволили в ряде случаев избежать искажений в средних значениях показателей, возникающих из-за «нетипичности» отдельных предприятий.

(Например, среднее значение показателя покрытия процентных платежей в III группе составляет 12,96, несмотря на то, что для большинства компаний значение показателя отрицательно. Однако у двух компаний это значение очень велико и

положительно, что существенно повлияло на среднее значение и существенно в меньшей степени на медианное.)

Финансовое положение компании в известной степени отражает достижения и неудачи всей ее хозяйственной деятельности. По этой причине мы исходили из следующего положения: чем лучше финансовое положение компании, тем надежнее она как объект вложения. Поэтому анализ опирался не на расчет одного-двух финансовых показателей, а на их совокупность, что позволяло рассматривать их во взаимосвязи друг с другом. Группы показателей и расчетные значения показателей даны в табл. 3.

Итогом анализа данных, представленных в табл. 3, является следующий вывод: с финансовой точки зрения для инвестора наиболее надежны компании II группы (полужирным выделены наилучшие значения показателей). Компании второй группы характеризуются высоким уровнем ликвидности. У компаний III группы слишком высокие результаты по показателям ликвидности, что может указывать на недостаточно неэффективное использование активов.

О финансовой устойчивости компаний можно судить по показателю соотношения общего долга к собственному капиталу. Значения этого показателя у групп I и II находятся на одном уровне, но его следует рассматривать в совокупности с показателем покрытия процентных платежей. Общий вывод по финансовой устойчивости следующий: не все компании I группы способны предложить кредиторам надежную защиту процентным платежам. II группа характеризуется как способная уплачивать по своим долгам, что является дополнительной гарантией надежности для инвестора. Что же касается III группы, то минимальное из всей выборки медианное значение показателя привлечения заемного капитала (равное 0,04) настораживает, и возникает предположение, что данной группе компаний довольно сложно привлечь дополнительные источники финансирования, возможно, из-за отрицательного показателя рентабельности. Поэтому, хотя III группа по значениям показателя и выглядит более независимой от кредиторов, но, скорее всего, это вынужденная самостоятельность, и однозначно

Таблица 3

Показатели	I группа		II группа		III группа	
	среднее	медианное	среднее	медианное	среднее	медианное
Коэффициент бета	0,15	0,14	0,68	0,68	2,21	1,89
Дивидендный доход, средний за 5 лет	1,69	0,00	0,54	0,00	0,02	0,00
Быстрая ликвидность на последнюю отчетную дату	1,41	0,74	2,12	0,99	4,15	1,85
Текущая ликвидность на последнюю отчетную дату	2,22	1,64	3,13	2,33	4,95	2,95
Общая величина долга / Собственный капитал, на последнюю отчетную дату	0,90	0,28	0,89	0,38	0,64	0,04
Показатель покрытия процентных платежей, за последние 12 месяцев	-1,34	1,85	3,33	1,92	12,96	-6,76
Операционная прибыль, % к выручке, средняя за 5 лет	8,34	5,63	5,70	5,23	-4,71	-0,51
Чистая прибыль, % к выручке, средняя за 5 лет	1,47	2,89	0,75	3,14	-0,63	-0,26
Рентабельность собственного капитала, средняя за 5 лет, %	-8,60	6,13	3,56	8,43	-20,99	0,15
Рентабельность активов, средняя за 5 лет, %	-7,96	2,03	-2,81	2,18	-19,05	-0,59
Темп прироста прибыли на акцию за 5 лет (EPS), %	12,52	7,51	16,46	15,73	36,37	25,95
Темп прироста выручки за 5 лет, %	19,24	8,44	17,66	13,18	42,92	19,35
Оборачиваемость активов, за последние 12 месяцев	1,03	0,96	1,26	1,18	0,85	0,79

сказать, что компании этой группы финансово устойчивы, не представляется возможным. Рискованность данных компаний подтверждает и тот факт, что некоторые из них предлагают инвестору слишком высокую доходность на их вложения, о чем свидетельствует среднее значение показателя покрытия процентных платежей. В то время как у других компаний этой группы едва хватает средств для обслуживания долга и нет средств для накопления основной суммы долга (медианное значение равно -6,76).

Значения показателей I и II группы, характеризующие прибыльность, находятся на одном уровне. Но наиболее важным для инвестора является показатель рентабельности собственного капитала. II группа компаний по этому показателю имеет наилучшие значения из всей выборки. III группа компаний имеет отрицательную рентабельность, но при этом очень высокие темпы роста, по-видимому, из-за того, что все средства, полученные в результате деятельности компании, направлены на расширение производства. Бизнес этих компаний — молодой и развивающийся очень большими темпами в отличие от компаний I и II группы, которые находятся в стадии зрелого бизнеса.

С точки зрения деловой активности (оборачиваемость активов) предпочтительнее выглядят предприятия II группы.

Все вышесперечисленные выводы, полученные в ходе исследования 149 американских компаний, подтверждают предположение, возникшее при рассмотрении гипотетической компании, о

том, что уменьшение коэффициент бета не свидетельствует о снижении риска.

С точки зрения надежности компании помимо финансовых коэффициентов выбор инвестора определяет также размер компании. Чем компания крупнее при прочих равных условиях, тем быстрее и больше средств она сможет собрать на своих счетах и под более низкий процент. Это способствует повышению маневренности в управлении финансами и повышает устойчивость бизнеса. Для того чтобы выяснить, на сколько β как показатель риска связан с размером компании, по ранее сделанной выборке был проведен анализ размера компаний. Характеризующими показателями являлись выручка за последние 12 месяцев, рыночная капитализация и балансовая стоимость собственного капитала на последнюю отчетную дату. В табл. 4 представлены средние и медианные значения сравниваемых характеристик по тем же трем группам компаний, как и в предыдущем анализе.

Из приведенных данных видно, что наиболее крупными являются компании II группы. По медианным значениям показателей I и III группы в среднем равны, что говорит об одинаковых размерах компаний, но они в два раза меньше компаний II группы.

Для того чтобы расширить представление о выборке компаний, по которой проводилось исследование, предлагаем рассмотреть среднеквадратичные отклонения и коэффициенты вариации по каждому из показателей. Среднеквад-

Таблица 4

Показатели	I группа		II группа		III группа	
	среднее	медианное	среднее	медианное	среднее	медианное
Коэффициент бета	0,15	0,14	0,68	0,68	2,21	1,89
Выручка за последние 12 месяцев, млн дол.	785,18	61,11	3487,29	99,43	427,2	60
Рыночная капитализация на последнюю отчетную дату, млн дол.	451,35	44,1	912,02	97,10	2267,4	48
Балансовая стоимость собственного капитала на последнюю отчетную дату, млн долл.	214,25	33,41	1041,38	89,33	805,78	41,97

ратичное отклонение показывает разброс значений по показателю в выборке. Чем больше среднеквадратичное отклонение, тем более разнородны компании, входящие в выборку. Коэффициент вариации является своеобразным показателем риска. Увеличение значения говорит о том, что у инвестора при выборе компании есть большая вероятность остановиться на наиболее рискованной, т.е. с наименьшими из данной группы компаний значениями показателей. Анализируя предложенную табл. 5, можно сказать, что наиболее привлекательными для инвестора будут компании II группы.

Полученные в ходе исследования 149 американских компаний подтверждают предположение, возникшее при рассмотрении гипотетической компании, о том, что уменьшение коэффициента бета не свидетельствует о снижении риска, поскольку наиболее надежными выглядят компании с коэффициентом бета 0,68 (II группа).

Следующим шагом данного исследования был анализ отечественных компаний. Цель данного исследования — проверить, является ли β отражением риска вложений в российскую компанию. Расчет коэффициента бета был проведен статистическим способом. Он основан на информации о динамике акций на фондовом рынке и использует следующую формулу:

$$\beta_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m),$$

где

$\text{Cov}(R_i, R_m)$ — ковариация дохода по акциям i -й компании и дохода по межотраслевому фондовому индексу;

$\text{Var}(R_m)$ — дисперсия дохода по межотраслевому фондовому индексу;

R_i — средняя доходность акций i -й компании за все периоды;

R_m — средний доход по межотраслевому индексу за все периоды.

Процедура расчета коэффициента бета по российским компаниям состояла из следующих этапов. По каждой компании из системы РТС были получены ежедневные итоги торгов акций за период с 01.09.1995г. по 09.05.2001г. Од-

нако следует иметь в виду, что далеко не все компании, участвующие в выборке, котировались на бирже с 1995г. Поэтому точкой отсчета служила первая сделка с акцией на фондовой бирже, следующей — сделка, ближайшая к предыдущей, но совершенная не ранее чем через месяц. Доходность акции определялась через капитализацию на каждую дату сделки. Для расчета капитализации необходима информация о количестве обыкновенных акций по выпускам ценных бумаг эмитента. Затем, отобрав индексы РТС на даты, аналогичные датам сделок с акциями данной компании, мы рассчитали доходность по межотраслевому индексу. Используя полученные данные, по приведенной выше формуле можно рассчитать ковариацию между доходом по акциям компаний и доходом по межотраслевому индексу РТС, а также дисперсию дохода по межотраслевому индексу РТС. Коэффициент бета есть отношение ковариации к дисперсии.

Выборка из шестидесяти одной компании, акции которых котируются в системе РТС, была разделена на четыре группы:

I. $0,002 < \beta < 0,4$ (девять компаний).

II. $0,55 < \beta < 0,88$ (четырнадцать компаний).

III. $0,93 < \beta < 1,5$ (двадцать одна компания).

IV. $1,7 < \beta < 8,5$ (семнадцать компаний).

Анализ компаний проводился по следующим показателям: ликвидность и платежеспособность, оборачиваемость активов, рентабельность активов, финансовая зависимость. Данные приведены за последние 12 месяцев (с III кв. 1999г. до III кв. 2000г.), кроме моментных показателей, например, Общий долг/Собственный капитал (III кв. 2000г.). Полученные значения приведены в табл. 6. Результат, который был получен, говорит о большей надежности компаний II и III группы.

Все группы компаний имеют довольно большую долю заемных средств, но все же в меньшей степени зависимость от кредиторов проявляют компании II группы. Более высокая деловая активность также свойственна компаниям II группы. Перед анализом рентабельности необходимо сделать некоторое отступление. Дело в

Таблица 5

Показатели	I группа			II группа			III группа		
	среднее	среднеквадратичное отклонение	коэффициент вариации, %	среднее	среднеквадратичное отклонение	коэффициент вариации, %	среднее	среднеквадратичное отклонение	коэффициент вариации, %
коэффициент бета	0,15	0,10	63	0,68	0,09	13	2,21	0,68	31
Дивидендный доход, средний за 5 лет	1,69	2,92	172	0,54	1,17	216	0,02	0,07	330
Темп прироста прибыли на акцию за 5 лет (EPS), %	12,52	27,55	220	16,46	19,09	116	36,37	64,29	177
Темп прироста выручки за 5 лет, %	19,24	45,87	238	17,66	23,93	136	42,92	51,44	120
Быстрая ликвидность на последнюю отчетную дату	1,41	2,44	173	2,12	6,86	322	4,15	5,55	134
Текущая ликвидность на последнюю отчетную дату	2,22	2,68	121	3,13	6,81	218	4,95	5,73	116
Общая величина долга / Собственный капитал, на последнюю отчетную дату	0,90	1,40	156	0,89	1,81	203	0,64	1,44	223
Показатель покрытия процентных платежей за последние 12 месяцев	-1,34	59,36	-4447	3,33	19,73	593	12,96	173,13	1335
Операционная прибыль, % к выручке, средняя за 5 лет	8,34	19,24	231	5,70	17,58	309	-4,71	22,88	-485
Чистая прибыль, % к выручке, средняя за 5 лет	1,47	13,31	903	0,75	11,72	1565	-0,63	31,39	-4948
Рентабельность собственного капитала, средняя за 5 лет, %	-8,60	59	-686	3,56	17,63	495	-20,99	66,69	-318
Рентабельность активов, средняя за 5 лет, %	-7,96	39,73	-499	-2,81	25,97	-926	-19,05	38,37	-201
Оборачиваемость активов, за последние 12 месяцев	1,03	0,88	85	1,26	0,89	71	0,85	0,61	71
Выручка за последние 12 месяцев, млн дол.	785,18	3381,91	431	3487,29	13282,03	381	427,2	1098,69	257
Рыночная капитализация на последнюю отчетную дату, млн дол.	451,35	1350,01	299	912,02	2510,70	275	2267,4	5321,82	235
Балансовая стоимость собственного капитала на последнюю отчетную дату, млн дол.	214,25	575,66	269	1041,38	4072,71	391	805,78	2144,37	266

Таблица 6

Показатели	I группа		II группа		III группа		IV группа	
	среднее	медианное	среднее	медианное	среднее	медианное	среднее	медианное
Коэффициент бета	0,15	0,08	0,73	0,76	1,20	1,21	3,53	2,76
Быстрая ликвидность	0,04	0,03	0,22	0,08	0,09	0,06	0,09	0,07
Текущая ликвидность	1,33	1,14	1,73	1,6	1,77	1,28	1,32	1,12
Обеспеченность собственными средствами	-0,17	-0,01	-0,05	-0,02	-0,28	-0,01	-0,53	-0,14
Общий долг / Собственный капитал, % (III кв.2000г.)	16,95	13,63	10,12	6,95	35,61	18,49	24,99	18,17
Оборачиваемость активов	0,52	0,51	1,18	0,66	1,14	0,59	1,01	0,59
Рентабельность активов, %	4,74	6,98	11,82	5,62	8,86	6,18	10,90 (7,33)*	7,33 (6,87)*
Рентабельность собственного капитала, %	6,54	9,18	15,53	9,21	13,74	10,21	20,34 (10,99)*	9,84 (9,05)*
Операционная прибыль, % к выручке от реализации	17,56	21,2	19,22	19,72	22,30	19,05	21,74	20,1
Чистая прибыль, % к выручке от реализации	10,23	9,77	11,76	10,39	13,89	9,32	13,11	9,02

* — Значения показателя после исключения из выборки компаний с очень большими, "нетипичными" показателями.

том, что средние значения IV группы по этим показателям слишком большие из-за того, что в выборку попало два предприятия с очень высокой рентабельностью (в 40 и 60 раз больше, чем у других компаний этой группы). Если эти компании исключить (как “нетипичные”), то среднее значение показателя рентабельности активов будет равно 7,33, а медианное — 6,87, при этом рентабельность собственного капитала 10,99 и 9,05 соответственно. Поэтому более корректно анализировать IV группу по новым полученным значениям или по медианным из таблицы (так как суммы “нетипичных” компаний не отразились на медианном значении). Итак, анализ рентабельности активов и собственного капитала, операционной и чистой прибыли от реализации к выручке показал, что все компании участвующие в выборке, получают прибыль, так как отрицательного результата нет ни у одной из групп. Но рентабельность собственного капитала остается наиболее важным показателем для инвестора. Ориентируясь на него, он может сравнить доходность на вложенные им средства с доходностью на инвестиции в другие активы. Более высокие значения, по этому показателю, у компаний II и III группы.

Следующим этапом исследования был анализ размера российских компаний (табл. 7). Очевидно, что наиболее крупными являются компании III и II группы. Что же касается IV группы, то по причине, изложенной выше, более корректно будет анализировать медианные значения.

Из вышеприведенного анализа показателей, характеризующих финансовое состояние и размер российских компаний, видно, что I группа, в которую вошли предприятия с наимень-

шим (от 0,002 до 0,4) коэффициентом бета, не показали лучших результатов, которые свидетельствовали бы об их надежности.

Для более полного представления о выборке ниже приводим таблицу показателей (табл. 8): среднее значение, среднеквадратичное отклонение и коэффициент вариации. Эти данные дают возможность подтвердить (или опровергнуть) вышеизложенные выводы. Анализируя приведенную таблицу, можно сказать, что наиболее надежными и устойчивыми выглядят компании II группы. III группа характеризуется крупными размерами компаний с неплохими показателями рентабельности собственного капитала. I и IV группы являются менее привлекательными для инвестора ввиду меньшей надежности и устойчивости.

В заключение нашего исследования приходим к выводу, что коэффициент бета в полной мере не является показателем риска. Из приведенного анализа видно, что акции компаний с низким коэффициентом бета не характеризуются как защищенные. Но в тоже время подтвердилась теория относительно $\beta > 1$, т.е. чем больше коэффициент бета, тем менее надежны компании и больше риск. Исследование показало, что компании, у которых β ближе к 1, надежнее и, соответственно, ставка дисконта при их оценке должна быть меньше, а значит, выше стоимость. Но, следуя теории, надежность и минимальный риск инвестору должны обеспечивать компании, которые попали в I группу, т.е. компании с минимальным в выборке коэффициентом бета, что не соответствует действительности. Но тогда возникает серьезный вопрос о возможности использования модели оценки капитальных активов для построения ставки дисконта.

Таблица 7

Показатели	I группа		II группа		III группа		IV группа	
	среднее	медианное	среднее	медианное	среднее	медианное	среднее	медианное
Коэффициент бета	0,15	0,08	0,73	0,76	1,20	1,21	3,53	2,76
Выручка за последние 12 месяцев тыс. руб.	1 145 449	743 494	9 677 134	2 321 734	18 697 366	4 207 546	38 869 795	1 079 982
Балансовая стоимость собственного капитала тыс. руб.	2 083 534	766 587	7 179 720	2 359 966	25 013 384	5 372 312	11 786 954	1 825 399

Таблица 8

Показатели	I группа			II группа			III группа			III группа		
	среднее	среднеквадратичное отклонение	коэффициент вариации, %	среднее	среднеквадратичное отклонение	коэффициент вариации, %	среднее	среднеквадратичное отклонение	коэффициент вариации, %	среднее	среднеквадратичное отклонение	коэффициент вариации, %
Коэффициент бета	0,15	0,13	85%	0,73	0,10	14	1,20	0,16	13	3,53	1,96	56
Быстрая ликвидность	0,04	0,03	75%	0,22	0,27	123	0,09	0,10	105	0,09	0,09	96
Текущая ликвидность	1,33	0,52	39	1,73	0,85	49	1,77	1,59	90	1,31	0,42	32
Обеспеченность собственными средствами	-0,17	0,47	-273	-0,05	0,48	-979	-0,28	0,69	-244	-0,53	0,89	-167
Общий долг / Собственный капитал, % (III кв.2000г.)	16,95	21,04	124	10,12	9,52	94	35,61	48,17	135	24,99	24,99	100
Оборачиваемость активов	0,52	0,21	40	1,18	1,51	128	1,14	2,11	185	1,01	1,32	130
Рентабельность активов, %	4,74	4,48	95	11,82	16,32	138	8,86	8,82	100	10,89	11,01	101
Рентабельность собственного капитала, %	6,54	6,67	102	15,53	20,56	132	13,74	12,12	88	20,34	27,62	136
Операционная прибыль, % к выручке от реализации	17,56	12,39	71	19,22	11,69	61	22,30	15,01	67	21,74	10,77	50
Чистая прибыль, % к выручке от реализации	10,23	8,39	82	11,76	11,42	97	13,89	13,36	96	13,11	10,20	78
Выручка за последние 12 месяцев, тыс. руб.	1 145 449	919 203	80	9 677 134	15 359 549	159	18 697 366	35 322 075	189	38 869 795	105 510 107	271
Балансовая стоимость собственного капитала, тыс. руб.	2 083 534	1 822 905	87	7 179 720	8 045 361	112	25 013 384	48 078 471	192	11 786 954	23 492 210	199

В.Б. Железный, действительный член РОО, сертифицированный оценщик;
Е.М. Трейгер, ЗАО “Роспромэкспертиза”, г. Москва

Оценка при реструктуризации предприятий

В настоящее время в России существует много предприятий, как государственных, так и частных, финансово-хозяйственные проблемы которых связаны в первую очередь с далеко не оптимальными структурами производства и управления предприятием. Кроме того, часть предприятий несет финансовую ответственность перед государством за полученные ранее кредиты (в основном — поставки оборудования из-за рубежа). Отсутствие с 1997 года обязательных переоценок основных фондов обычно приводит к тому, что долг по кредитам в валютном исчислении вместе с невыплаченными процентами, пенями и штрафами за просрочку выплат превышает стоимость активов предприятий, отражаемую в бухгалтерской отчетности.

Вопрос реструктуризации государственных предприятий — это отдельная тема. Поскольку преобразование предприятий обычно связано с приватизацией, остановимся на участии оценщика в реструктуризации частных предприятий (как правило, открытых, много реже — закрытых акционерных обществ), в том числе созданных с участием государства.

На примере открытого акционерного общества ОАО “Икс”, расположенного в городе N Московской области, рассмотрим последовательность выполнения работ по оценке при рест-

руктуризации предприятия. По нашему мнению, оптимальной является следующая схема.

На основании ПБУ-6/97, утвержденных приказом Минфина №65н от 03 сентября 1997г., предприятие заказывает оценщику переоценку основных фондов по состоянию на начало финансового года. Как правило, в результате переоценки остаточная стоимость основных фондов увеличивается в 2,5...3,5 раза по сравнению с остаточной стоимостью, отраженной в бухгалтерской отчетности предприятия до переоценки. В случае ОАО “Икс” при проведении переоценки по состоянию на 01.01.2000г. остаточная стоимость основных фондов возросла со 150 до 470 млн руб.

Далее производится увеличение уставного капитала предприятия на сумму, равную увеличению остаточной стоимости основных фондов, полученную в результате переоценки, и осуществляется дополнительная эмиссия акций на эту сумму. В большинстве случаев в результате такой операции долг предприятия перед государством может быть погашен путем передачи в собственность государства миноритарного пакета акций предприятия с увеличенным уставным капиталом. Возможным вариантом действий по передаче акций является выпуск предприятием облигаций, конвертируемых затем в

обыкновенные акции. В противном случае, чтобы вывести из-под удара основные фонды, продажа которых может быть потребована в счет погашения долга, необходимы дальнейшие действия, связанные с изменением структуры предприятия.

В составе предприятия выделяются структурные подразделения, обособленные технологически, а еще лучше — и территориально. На их основе материнская компания (в нашем случае — ОАО “Икс”) единолично учреждает дочерние предприятия, формируя их уставные капиталы внесением в них всего имущества материнского предприятия, которое используется подразделениями в производственном и технологических циклах.

Очевидно, что при внесении вкладов в уставные капиталы неденежными средствами оценщик должен определить их рыночную стоимость. В случае ОАО “Икс” неденежными средствами были сформированы уставные капиталы четырех дочерних предприятий.

Необходимо отметить, что нежелательно использовать нематериальные активы материнского предприятия (в их число могут входить технологии, технологические процессы, ноу-хау, товарная марка, товарный знак и т.д.) для формирования уставных капиталов дочерних предприятий, поскольку, оставляя их в своей собственности, материнское предприятие имеет дополнительные рычаги управления дочерними предприятиями. После проведения такой операции в собственности материнского предприятия остаются только нематериальные активы, пакеты акций или паи дочерних предприятий и избыточные материальные активы,

на которые и может быть обращено взыскание по долгам.

В результате образуется холдинг в том смысле, как он понимается в России, во главе с материнским предприятием — в нашем случае ОАО “Икс”.

Дальнейшее преобразование предприятий — дело финансовых консультантов.

Нужно сказать, что вновь созданные дочерние предприятия в этом случае обладают уже сложившимся бизнесом, поскольку структура поставщиков и потребителей для них сформировалась в бытность их структурными подразделениями материнского предприятия.

По сути дела, рыночная стоимость дочерних предприятий, определенная методом чистых активов, равна рыночной стоимости имущества, внесенного в уставные капиталы. Рыночная стоимость этих дочерних предприятий может быть определена доходным методом с использованием дисконтирования денежных потоков на основании информации, отражаемой в составных частях бухгалтерской документации материнского предприятия и относящейся к тому структурному подразделению, на базе которого создано дочернее предприятие. При этом необходимо иметь в виду, что коэффициенты дисконта и прогнозные темпы изменения денежных потоков, как правило, существенно отличаются друг от друга в случае использования метода дисконтирования денежных потоков для определения рыночной стоимости недвижимости, вносимой в уставные капиталы дочерних предприятий, и в случае определения рыночной стоимости самих дочерних предприятий доходным методом.

М.П. Есин, канд. техн. наук, председатель МРО РОО, директор ЗАО “ЭНПИ Консалт”;
А.А. Нестеров, канд. техн. наук, ген. директор ЗАО “ЭНПИ Консалт”,
г. Москва

Управление стоимостью компании

По мере того как в стране появляются независимые конкурирующие собственники предприятий и фирм, все острее становится потребность в определении рыночной стоимости их капитала. Капитал предприятия представляет собой сложный по составу объект, природу которого в значительной мере определяют конкретные факторы. Поэтому необходима комплексная оценка капитала с учетом всех внутренних и внешних условий его развития.

Потребность в оценке бизнеса предприятий возрастает при многочисленных и сложных вариантах реализации стоимости имущественных прав — акционировании, привлечении новых пайщиков и выпуске дополнительных акций, страховании имущества, получении кредита под залог имущества, исчислении налогообложения, исполнении прав наследования и, безусловно, реструктуризации предприятия.

В настоящее время продолжается укрупнение фирм, занимающихся оценочной деятельностью. Многие аудиторские фирмы открывают подразделения по оценке активов. Деятельность оценщика усложняется. Однако часто от заказчика можно слышать: “Приходил оценщик (фирма), предлагал посчитать стоимость актива, а что с этой “стоимостью” делать дальше — это наша проблема”. То есть оценщик не отвечает за последствия произведенных вычислений. Необходимо рассматривать вопросы оценки только в контексте дальнейшего применения результатов работы. В зависимости от проекта, в котором используются результаты оценки, оценщик может потерять заказ на оценку. Этого не стоит бояться, так как в долгосрочном плане растет гудвилл оценщика.

Особенно остро эти вопросы встают при выполнении оценочных работ для предстоящей реструктуризации предприятий. Для решения вопроса управления стоимостью в период реструктуризации предприятия помимо оценщиков в уже традиционно понимаемом смысле необходимо привлекать финансовых аналитиков, юристов, аудиторов и системных интеграторов. Работы при этом выполняются в 6–7 этапов, и “чистые” оценщики участвуют, как правило, лишь в двух (отмечены *).

1. Бизнес-диагностика предприятия.
2. Экспресс-оценка существующего бизнеса *.
3. Разработка модели организационной реструктуризации.
4. Стратегическое моделирование.
5. Разработка программы реструктуризации.
6. Прогнозная оценка будущих бизнесов *.

Подход "ЭНПИ Консалт" к сложным проблемам

	Отдел управления консалтинга	Оценщики	Программисты	Аудиторы	Юристы	Технические консультанты	Кадровые агентства
Стратегия	X						
Инвестиции, технология	X	X			X	X	
Организационная структура	X	X			X		
Кадры							X
Планирование	X	X				X	
Управленческий учет	X		X				
Бухучет, учетная политика			X	X			
Информационные системы			X				
Управление финансовыми потоками	X	X					
Маркетинг	X						

Участие специалистов разного профиля в работе творческого коллектива, разрабатывающего стратегию и тактику реструктуризации предприятия, позволяет уже на стадии анализа финансово-экономического состояния и принятия решений оценить правовые аспекты, финансовые показатели и ориентиры намечаемых действий и осуществить их системную увязку.

Перед началом проведения работ по оценке целесообразно выяснить у заказчика не только генеральную задачу будущего преобразования, но и "миссию" (предназначение) оцениваемого бизнеса. Это необходимо, в частности, для прогнозирования рисков в долгосрочной рыночной перспективе.



Оценка стоимости предприятия и бизнес-единиц до проведения мероприятий по реорганизации и после возможных преобразований с учетом времени реализации проекта по реструктурированию позволяет решить поставленные задачи с помощью алгоритма управления стоимостью объекта во времени.



Моделирование организационной структуры холдинга

Например, огромную роль играет схема организационно-правовой реализации проекта реструктурирования. Если из предприятия предполагается отделить часть имущества, переоценка которого не проводилась длительное время, то при внесении в уставной капитал этого имущества по рыночной стоимости (иногда в несколько раз превышающей остаточную балансовую) могут возникнуть налоговые последствия, ставящие под сомнение нормальное продолжение действующего бизнеса и (или) будущих бизнесов. В таком случае необходимо применить, например, процедуру “выделения”, при которой имущество переходит в новое предприятие по остаточной балансовой стоимости. При этом удастся избежать завышения величины уставного капитала, чреватое последующими проблемами с поддержанием на должном уровне величины собственного капитала, а также с движением (конвертацией) акций нового предприятия при дальнейшей реализации проекта реструктуризации.

Если вопрос “выделения” имущества в отдельное предприятие, связанный с рисками предъявления претензий кредиторов, сложностью и длительностью оформления процедур выделения, для руководителей проектов по реструктурированию является неприемлемым, можно использовать и другие подходы для решения обозначенных проблем. Например, согласно статье № 34 Закона “Об акционерных обществах”, учредители нового предприятия могут внести имущество в уставный капитал по стоимости не выше указанной независимым оценщиком активов, т.е. в том числе и величине остаточной балансовой стоимости.

Но и тут могут таиться опасности. Например, выделяемое имущество вносится в совместное предприятие (как с российским, так и с зарубежным партнером). При этом на первый план выходит соблюдение необходимых соотношений в уставном капитале для обеспечения вопросов управления и участия в будущих доходах (прибылях).

Приведенные примеры отражают лишь один случай влияния варианта реструктуризации на последствия некорректного применения результатов оценки, выполненной без комплексного решения проблем заказчика.

О системе оценки бизнеса

Система — это объединение некоторого разнообразия в единое и четко расчлененное целое, элементы которого по отношению к целому и другим частям занимают соответствующие им места [1]. Система может быть создана искусственно для организации деятельности человека с целью решения сложных общественных проблем экономического, социального, научного или технического характера.

Развитие системного анализа и использования его как средства для решения сложных социально-экономических проблем позволяет применить его по отношению к оценке бизнеса (действующего предприятия) для организации функционирующей системы оценки бизнеса. Подобная система должна обладать целостностью, структурностью, целенаправленностью, качеством и надежностью. Она должна быть непрерывна в своем развитии. Между системой оценки бизнеса и внешней средой должна существовать определенная взаимосвязь.

До настоящего времени в отечественной оценочной науке не уделялось особого внимания проблеме системы оценки стоимости различных объектов собственности, и в частности системы оценки бизнеса. Так, в проекте Концепции раз-

вития оценочной деятельности в Российской Федерации [2], говорится о необходимости гармонизации системы оценки с системами бухгалтерского учета, налогообложения и регистрации объектов оценки в Российской Федерации, гармонизации российской системы оценки с международными системами оценочной деятельности. Элементами системы оценочной деятельности в данной Концепции предполагаются:

- 1) государственные органы, осуществляющие регулирование этого вида деятельности;
- 2) оценщики, осуществляющие предпринимательскую деятельность в области оценки;
- 3) государственные оценщики, осуществляющие налоговые и иные, предусмотренные законодательством виды оценок;
- 4) специалисты по оценке стоимости, имеющие соответствующее образование;
- 5) образовательные и научно-исследовательские организации;
- 6) потребители услуг по оценке (органы власти, физические и юридические лица всех форм собственности);
- 7) саморегулируемые организации оценщиков;
- 8) организации, обеспечивающие инфраструктуру деятельности по оценке.

Подобное построение системы оценки нельзя считать до конца верным, так как упомянутые элементы представляют собой скорее субъектов оценки [3, 4].

Система оценки бизнеса, которая основывается на человеческих интересах и поэтому носит социально-экономический характер, включает следующие основные элементы (см. таблицу).

Элементы системы оценки бизнеса

Наименование элемента	Назначение
Принципы и методика оценки бизнеса	Теоретическое и методическое обеспечение процесса оценки стоимости действующего предприятия
Информационное обеспечение оценки бизнеса	Поиск, хранение, сортировка данных и внесение изменений, обработка различного рода информации для проведения оценки и управления стоимостью действующего предприятия
Кадровое обеспечение оценки бизнеса	Подбор и подготовка непосредственных исполнителей оценки и осуществления последующего управления стоимостью действующего предприятия
Нормативно-правовое обеспечение	Организационно-юридическое регулирование процесса оценки бизнеса

Каждый вышеназванный элемент является структурной частью системы оценки бизнеса. Каждому элементу системы оценки бизнеса свойственна особая заданная ему функция и связь с другими элементами.

Анализ современного состояния системы оценки бизнеса и ее элементов, проблемы совершенствования системы оценки бизнеса показывает, что в России новизна такого вида деятельности, как оценка бизнеса, предопределила необходимость решения на начальном этапе ее становления (в 1992–1997 гг.), прежде всего проблем методического и кадрового обеспечения оценки бизнеса. Высокий уровень развития оценочной деятельности в США во многом обуславливал постоянное обращение к американской практике оценки, на примере и в сравнении с которой рассматривались отечественные проблемы в данной области. В то же время не уделялось должного внимания другим элементам системы оценки бизнеса, особенно информационному обеспечению. Это свидетельствует об отсутствии комплексного подхода к развитию системы оценки бизнеса, ее несовершенном характере.

Как результат такой политики можно констатировать негармоничное развитие системы оценки бизнеса. Это выражается в том, что ис-

пользование привнесенных из-за рубежа принципов и методики оценки бизнеса и подготовка определенного количества специалистов сопровождается недостаточным информационным обеспечением и неэффективным использованием таких средств нормативно-правового регулирования оценки бизнеса, как стандартизация и сертификация.

Система оценки бизнеса требует тщательного планирования и своевременного регулирования, так как разнородность элементов системы оценки бизнеса и разнообразие их взаимосвязей предопределяют сложный характер данной системы. Кроме того, система оценки бизнеса характеризуется открытостью по отношению к внешней среде, основывающейся на обмене информацией.

Эффективность системы оценки бизнеса определяется степенью влияния оценки бизнеса как инструмента управления действующим предприятием, предполагающего определение его стоимости — наилучшего показателя эффективности деятельности, а также последующее информирование и анализ с целью принятия грамотных управленческих решений.

В системе оценки бизнеса можно выделить объект управления и субъект управления (см. рисунок). Объектом управления в системе оценки бизнеса является стоимость действующего предприятия. Субъект управления — это специальная группа людей (независимая оценочная организация, подразделение внутренней оценки действующего предприятия), которая в совокупности с руководством предприятия (финансовой дирекцией) осуществляет целенаправленное управленческое воздействие на объект. Субъект управления системы оценки бизнеса воздействует на объект управления на основе обмена, переработки и использования определенной информации между ними.

Современное действующее предприятие представляет собой сложный аппарат управления, объединяющий самых различных специалистов. Важнейшей целью управления действующим предприятием является повышение эффективности его деятельности. Наиболее оптимальным критерием при этом служит стоимость действующего предприятия. Ранее это оставалось вне поля зрения отечественных управляющих. Приватизация позволила предприятиям повысить уровень управления до соответствия требованиям новых экономических условий с целью обеспечения самостоятельного развития.

Оценка и управление стоимостью действующего предприятия позволяет одновременно регулировать баланс и отчет о прибылях и убытках и поддерживать разумное равновесие меж-

ду долгосрочными и краткосрочными целями его деятельности. Этот подход дает хороший эффект, который проявляется в росте экономической эффективности [5].

Управляющая подсистема (субъект)		
Руководство действующего предприятия	Подразделение внутренней оценки	Независимая оценочная организация

Цели действующего предприятия			
Увеличение собственного капитала	Привлечение заемного капитала	Сокращение налоговых платежей	Другие цели

Управляемая подсистема (объект)	
Текущее управление	Стратегическое управление
Балансовая стоимость	Фактическая обоснованная стоимость
Рыночная стоимость	Потенциальная стоимость с учетом оперативных и стратегических возможностей
Инвестиционная стоимость	Оптимальная стоимость с учетом организационно-финансовой реструктуризации
Страховая стоимость	
Ликвидационная стоимость	

Изменение стратегии, моделирование, планирование деятельности действующего предприятия		
Активы и пассивы	Доходы и расходы	Движение денежных средств

Общая схема функционирования системы оценки бизнеса

В связи с этим возникает объективная необходимость придания оценке бизнеса системного характера и, что особенно важно, организации систематической оценки и управления стоимостью действующего предприятия посредством привлечения независимых оценочных организаций или создания подразделений внутренней оценки. При этом оценка и управление стоимостью действующего предприятия требует участия не только его высшего руководства, но и других уровней управления, использующих стоимостные показатели. Это отличает такой подход от принятой на сегодняшний день большинством российских предприятий организации управления.

Литература

1. Краткая философская энциклопедия. М.: Изд. группа "Прогресс" — "Энциклопедия", 1994.
2. Концепция развития оценочной деятельности в Российской Федерации / Проект. Ошибка! Залка не определена.. 2000.
3. Федеральный закон РФ "Об оценочной деятельности в Российской Федерации" от 29.07.98г. № 135-ФЗ.
4. Оценка бизнеса: Учебно-практическое пособие / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2000.
5. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1999.
6. Франчук В. И. Основы построения организационных систем. М.: Экономика, 1991.

К.В. Рожнов, ООО “Аудит и консалтинг”, г. Казань

Классификация объектов оценки бизнеса

Проблемы терминологии, связанные с профессиональной оценкой бизнеса, требуют проведения более полной идентификации и классификации объектов такой оценки.

Проведение классификации объектов оценки бизнеса соответствует и задаче классификации объектов государственной собственности в целях осуществления государственного управления и контроля над государственной собственностью. Так, целью классификации хозяйственных товариществ и обществ по количественным и качественным показателям является определение основных групп находящихся в федеральной собственности акций и долей, по отношению к которым необходимо применять различные механизмы управления [1], в том числе оценки и управления их стоимостью.

Использование классификации объектов оценки бизнеса на практике позволит в соответствии с их признаками более детально учитывать влияние характеристик объекта на его стоимость и регулировать процесс оценки в части организации работы, выборе методики, подготовке информационного обеспечения.

Так как в настоящее время существует некоторая расплывчатость в определении тех или иных понятий, то классификация предопределена и неадекватностью используемых в оценке понятий, и требованиями в стандартизации оценки бизнеса.

Попытки классификации объектов оценки бизнеса предпринимались и ранее, но лишь на основе деления объектов собственности по характеру появления и существования с выделением бизнеса в отдельный раздел, включающий ряд классов по признаку организационно-правовой формы предприятий [2].

Цели и параметры оценки результатов деятельности различны для каждого предприятия. Но в любом случае особое значение имеют юридический статус предприятия и текущий этап его развития.

Различия в организационно-правовой форме с точки зрения оценки бизнеса проявляются, прежде всего, через совокупность финансово-экономических показателей деятельности и отчетность действующего предприятия. Поэтому при проведении оценки бизнеса необходимо учитывать правовую форму деятельности, в том числе и при использовании сравнительных данных по другим предприятиям отрасли.

Развитие любого предприятия происходит в определенной временной последовательности, которая находится во взаимосвязи с жизненными циклами различных продуктов его деятельности. Каждый этап развития можно охарактеризовать определенным уровнем оборота и прибыли предприятия, кругом финансовых вопросов, требующих решения для осуществления успешной деятельности [3].

Несомненно, что объект оценки бизнеса нельзя ограничивать только вышеуказанными правовыми и возрастными признаками. Так, в классификации объекта оценки бизнеса должны участвовать отраслевые признаки. На практике существует необходимость рассмотрения относительных показателей для конкретного типа бизнеса и отрасли в качестве инструмента для анализа ситуаций, требующих особого внимания [4]. Российские предприятия могут осуществлять самые различные виды деятельности, разрешенные действующим законодательством. Поэтому в процессе оценки бизнеса следует точно определять вид деятельности предприятия и учиты-

вать отличия между предприятиями разных отраслей.

Не случайно в мире существует целый ряд организаций, занимающихся исследованием различных показателей деятельности предприятий по целому ряду отраслей бизнеса или в какой-то отдельной отрасли, или группе тесно связанных между собой отраслей. В результате подобных исследований появляется возможность группировки действующих предприятий по размерным категориям, как, например, магазины в соответствии с их объемом продаж. Или же результаты могут быть сгруппированы таким образом, чтобы выделить территориальные особенности, отличия между городом и сельской местностью.

Группировка действующих предприятий может быть проведена и в соответствии с количеством занятого персонала. Пример подобного признака классификации предприятий есть в российском праве. Законом Российской Федерации “О государственной поддержке малого предпринимательства в Российской Федерации” [5] определено, что субъектом малого предпринимательства является коммерческая организация со средней численностью работников, не превышающей установленных предельных уровней (в промышленности — 100 человек; в сельском хозяйстве — 60 человек; в розничной торговле и бытовом обслуживании населения — 30 человек и др.).

Чаще всего экспертную оценку действующего предприятия применяют в случае, когда заинтересованные стороны не могут определить рыночную стоимость того или иного бизнеса. Рынок дает неоспоримую оценку только в отношении открытых компаний, акции которых котируются на бирже либо участвуют во внебиржевом обороте. Под компанией в данном

случае следует понимать организацию, осуществляющую какую-либо деятельность в форме единоличного владения, партнерства, корпорации или другой форме предприятия [6].

Любое действующее предприятие, стоимость которого необходимо оценить при отсутствии рыночных котировок его акций, условно относится к разряду закрытых предприятий. В России ввиду особенностей современного состояния экономики деление действующих предприятий на открытые и закрытые особенно актуально, так как отечественные компании, в большинстве случаев открытые по организационно-правовой форме, являются закрытыми с финансово-экономической стороны. За исключением некоторых, российские акционерные общества не имеют рыночных котировок акций или их акции, выставленные в листингах, являются низколиквидными. В частности, в Республике Татарстан осуществляют свою деятельность несколько сот открытых акционерных обществ, из них акции только восемь акционерных обществ котируются в Российской торговой системе [7].

Следует также отметить, что в современной России возможности управляющих быть неподконтрольными акционерам открытого акционерного общества делают его еще более закрытым по характеру. Это проявляется в жестком всеобъемлющем контроле управляющих над всеми сторонами деятельности предприятия, большей зависимости предприятий от личных качеств управляющих, нацеленности предприятия на удовлетворение собственных потребностей управляющих, а не на максимизацию стоимости предприятия и благосостояния собственников.

На основе вышеприведенного анализа проведена примерная классификация объектов оценки бизнеса по ряду основных признаков действующего предприятия (см. таблицу).

Литература

1. Концепция управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации. Одобрена Постановлением Правительства Российской Федерации № 1024 от 9 сентября 1999 г.
2. Михайлов Л.Н. Классификация объектов собственности (КОС) // Вопросы оценки. 1997. №4.
3. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы: Учебн. пособие / Пер. с франц. под ред. Я.В.Соколова. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997.
4. Десмонд Г.М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. М.: Российское общество оценщиков, 1997.
5. О государственной поддержке малого предпринимательства в Российской Федерации. Федеральный закон РФ №88-ФЗ от 14 июня 1995 г. (с изменениями от 31 июля 1998 г.).
6. Downes J., Elliot J. Barron's finance and investment handbook. Goodman. 3rd ed.
7. Акции предприятий Республики Татарстан на рынках ценных бумаг. <http://www.tatar.ru>, 2001.

Классификационные признаки		Параметры признака													
Организационно-правовая форма (коммерческая организация)		Хозяйственное товарищество		Хозяйственное общество						Производственный кооператив		Унитарное предприятие			
		Полное товарищество	Товарищество на вере	Акционерное общество		Общество с ограниченной ответственностью		Общество с дополнительной ответственностью		Дочернее общество		Дочернее (зависимое) общество		Государственное предприятие	Муниципальное предприятие
Характер предприятия		Открытое		Закрытое											
Сфера деятельности		Сфера производства		Сфера торговли						Сфера услуг					
Отрасль и вид деятельности		Согласно классификатору отраслей народного хозяйства (ОКОНХ)													
Объем оборота	Размер предприятия	Мелкие (градации варьирует)		Средние (градации варьирует)						Крупные (градации варьирует)					
		Мелкие (градации варьирует)		Средние (градации варьирует)						Крупные (градации варьирует)					
		Мелкие (градации варьирует)		Средние (градации варьирует)						Крупные (градации варьирует)					
Местоположение		Согласно классификатору объектов административно-территориального деления (ОКАТО)													
Стадия развития		Городская		Юность						Зрелость				Старость	
Вид местности		Детство		Городская						Сельская					
Экономико-географическое и природно-климатическое		Согласно границам экономико-географических районов и природно-климатических зон													

А.П. Зуев, практикующий оценщик недвижимости, г. Москва

Некоторые аспекты ценности жилой недвижимости с точки зрения древних традиций строительства жилья

КОММЕНТАРИЙ К СТАТЬЕ

Предлагаемая вниманию читателей статья А.П. Зуева является, по-видимому, первой в отечественной научной литературе по оценке недвижимости, в которой автор пытается проанализировать влияние нетрадиционных факторов на ценность недвижимости. Необходимо отметить, что поднятые автором вопросы являются во многом дискуссионными, однако сам факт обращения к данной теме, безусловно, является положительным. Поднятые автором проблемы выходят за рамки только вопросов оценки недвижимости. Вместе с тем, учет факторов, о которых говорит автор статьи, безусловно, представляет интерес и для оценщиков. Мне кажется, что взаимодействие консультантов по нетрадиционным методам проектирования и планировки, архитекторов, дизайнеров, строителей, риэлторов и оценщиков может в будущем придать новый импульс в развитии рынка недвижимости.

В настоящее время Международная академия оценки и консалтинга (МАОК) совместно с представителями Ассоциации «Международный форум ФЭНШУЙ» готовит учебный семинар на тему «Учет нетрадиционных аспектов ценности жилой недвижимости».

Президент МАОК, Первый вице-президент РОО Е.И. Нейман

Идея разработки вопроса ценности объектов оценки с точки зрения многовековых западных и восточных традиций проектирования и строительства зданий и сооружений возникла у автора во время поиска исходных данных для написания стандартных отчетов об оценке недвижимости, многочисленных бесед при этом с местными старожилами и заинтересованными в такой информации заказчиками, а также знакомства со специальной литературой.

Автору было интересно сопоставить вышеуказанные традиции и принципы с теорией и практикой, принятой сегодня в оценке недвижимости, отдавая себе отчет в том, что при определении *рыночной* стоимости объектов недвижимости *сегодня* было бы некорректным использовать вышеуказанные исследования в качестве факторов, напрямую влияющих на ее величину. Тем не менее, в связи с сильно воз-

росшим в последние годы интересом россиян к древним традициям оценки качества жилья автор считает, что полученная информация все же может быть принята к сведению в той степени, в которой она не вступает в противоречия с современной официальной наукой и практикой оценки недвижимости.

Эту уверенность подтверждает и то, что некоторые покупатели загородного жилья (живущие, как правило, в Москве в многоквартирных домах), желающие приобрести загородный дом или построить его в экологически чистом и спокойном месте, настоятельно требуют от оценщика хотя бы устного отчета об учете указанных традиций при работе над оценкой конкретных объектов или участков.

Все дело в том, что в повседневной практике оценки жилой недвижимости дом рассматривается лишь сквозь призму денежного выра-

жения. Это сугубо деловой и практичный подход к дому как объекту недвижимости и источнику получения денег (для продавца) либо дорогостоящему товару (для покупателя), способному удовлетворить определенные потребности человека. Однако, когда оценщик приходит оценивать дом, хозяин зачастую показывает его так, как он показывал бы свое любимое дитя! Люди часто персонализируют свое жилище, обустривая его по своему характеру и как бы выступая в роли адвоката дома, тщательно выискивая все, что увеличивает или уменьшает его стоимость. При этом каждый дом имеет свое лицо, свой характер и несет в себе как бы скрытую информацию — как положительную, так и отрицательную. Ведь по древним понятиям дом — неотделимый элемент нашей жизни. Он нечто гораздо большее, чем просто конструкция из дерева, кирпича и бетона. Дом говорит не только о том, кто вы сейчас, но может подсказать, кем вы можете стать. Как оценить это “нечто”, или “характер” дома? Соответствует ли он характеру своего хозяина? Будет ли в нем хорошо жить какому-то конкретному человеку?

И вот здесь, по мнению автора, наступает момент, когда оценщик недвижимости, сделав свое дело, не может двигаться дальше, связанный правилами и законами своей науки. Размышляя над этим вопросом, автор обратился к истории, изучению старых принципов и традиций строительства жилья в России и в других странах мира и выяснил следующее.

В практике строительства жилья у восточно-европейских народов за многовековой период, по мнению автора, сложились достаточно идентичные понятия об идеально расположенном (ориентированном) доме.

Так, в России всегда считалось благоприятным расположение дома вблизи реки, но не на самом берегу (вода несет холод). С севера или северо-запада поселение обычно защищал лесной массив или холмы и горы. Селиться же на голой равнине или в степи считалось неблагоприятным.

На дальнем севере России вход в жилище располагался обычно на юге, юго-востоке или востоке, так как появление солнца утром означало приход тепла, а с северной стороны строилось помещение для скота, которое защищало жителей от холодных ветров и одновременно служило источником тепла, производимого животными.

В восточных же странах (таких, как Индия, Китай и Тибет) люди не только постоянно развивали науку жизни на земле, но и придавали ей определенный уровень профессиональной до-

стоверности. Так, еще V тысяч лет назад у древних китайцев уже существовали специальные способы для выбора места и времени строительства — “прорицания для дома”.

Во времена династии Хань существовали конкретные советы, даваемые учителями — мастерами Метода Символа Земли и Метода пригодности Земли. “Мастера Земных Направлений”, например, свели воедино знание геологии и астрономии для нахождения идеального расположения дома внутри городской черты, а “Мастера Метода Пригодности Земли” имели дело с местами за пределами городских стен — на фермах, огородах и посадке фруктовых садов.

В оде “Ду-Гон-Лю” в классической “Книге стихов” (Конфуций, I тысячелетие до н.э.) говорится о ландшафте, состоянии почвы, наличии благоприятных энергий, воды и ориентации участка. Уже в этой эпохе в Китае появился трактат “Конфигурация земли для дворцов и жилищ”, рассматривающий фигуры и формы, и трактат “Золотое вместилище геомантии”, определяющий благоприятные для строительства жилья дни и месяцы.

В те же времена появилась книга “Умение спланировать дом”, в которой говорилось о практике “настройки” дома на “тональность его обитателей”, т.е. речь шла о том, что каждый человек должен жить только в конкретном, построенном специально для него доме. Позднее, в XIII веке, появился “Канон Синего Мешка” (подразумевался Космос), в котором говорилось о формах и очертаниях природы и их влиянии на живущих среди них людей, а в V веке появилось также много трактатов, включая “Книгу желтого императора о размещении домов”. Все эти знания и практические навыки в конечном итоге сформировали науку о движении жизненной энергии — Фэн-шуй, что в дословном переводе означает “Вода-ветер”. “Ветры” символизируют здесь небесные явления, а “Воды” — земные, таким образом, “Фэн-шуй” — это взаимодействие Неба и Земли, спроецированное на земной уровень.

Фэн-шуй — китайская система организации всей жизни человека от рождения до смерти. С древних времен китайцы с большой осторожностью подходили и подходят важному вопросу: где лучше построить себе дом, в какую сторону будет обращен фасад, как украсить жилище, как наиболее гармонично распланировать его внутренние помещения и т.п.

Несмотря на внешнюю экзотичность, основные принципы фэн-шуй несложны для понимания человека, воспитанного в другой, отличной от восточной, культуре. Это объясняется тем, что в их основе лежит общечеловеческий

здравый смысл. В них нет ничего таинственного или магического, а истины, которые они провозглашают, на самом деле очевидны и доступны каждому умному человеку. Например, мы же не будем спорить с утверждением, что человек, который живет на природе, получает больше свежей и чистой жизненной энергии и поэтому более здоров, чем обитатели перенаселенных центров городов. Если же попробовать разобраться в древнекитайской мифологии, то мы поймем, что все не так уж и сложно, скорее, рационально и логично. Так, в любой книге по фэн-шуй говорится о Зеленом драконе, Белом тигре, Красном фениксе и Черной черепахе. Это ничто иное, как символы. Что же они означают в сегодняшнем понимании?

С утра солнце на Востоке (слева, если встать лицом на юг), где водный источник, названный Зеленым драконом, впитывает солнечные лучи и регулирует температуру.

После обеда солнце клонится к западу и становится жарко. Если ваши окна выходят на запад и вы открываете их для проветривания, то это ослабляет безопасность жилья — основу дома. Именно поэтому в Китае с западной стороны дома сажали деревья или ставили высокий забор, считалось хорошим знаком наличие здесь дороги. Эти элементы ландшафта и называли “Белым тигром”.

На юге от дома должна располагаться Красная птица (Феникс) — древняя метафора двора или ровного участка местности, открытая для солнечной энергии. Нет препятствий для взора — что очень благоприятно сказывается на психике человека. Если же человек, выходя из дома, видит перед собой преграду в виде дерева, стены соседнего дома и т.п., то это ежедневно давит на его психику.

На севере (сзади дома) должны быть холмы или горы, лесной массив и т.п., названные Черной черепахой, которые предназначены для защиты от холодных северных ветров. Кроме того, они обеспечивают психологическую защиту сзади, давая людям чувство надежности, защищенности и уверенности.

Теперь становится ясна древнекитайская фраза о том, что если у дома слева Зеленый дракон, справа Белый тигр, впереди Красный феникс, сзади Черная черепаха, то местоположение такого дома можно считать идеальным, потому что его обитатели получают максимальный поток подпитывающей энергии.

Не напоминает ли вам это знакомые оценочные понятия? Так, в труде Генри Х. Харисона “Оценка недвижимости” читаем: “Дом с хорошим дизайном имеет то преимущество, что летом солнце поднимается на северо-востоке,

перемещается по высокой дуге по небу и садится на северо-западе. В холодные зимние месяцы оно восходит на юго-востоке и по низкой дуге садится на юго-западе. В результате южная сторона дома, защищенная большой навесной крышей или козырьком, получает гораздо больше солнца зимой, чем летом. При равенстве всех других факторов, таких, как положение улицы, топография и обзор, лучшим расположением дома является то, при котором его широкая сторона с большими окнами ориентирована на юг”.

Различия здесь лишь в том, что в старинных русской и восточных традициях считалось наиболее благоприятным ориентировать главный *фасад* дома с парадной дверью на юг, а в классической оценке это “широкая сторона” дома. Но и здесь возможен компромисс — расположение входной двери в широкой части дома.

Считается, что фэн-шуй — это не религия, а наука и одновременно искусство, разновидность науки геомантии (гео — земля, мантия — искусство прорицания), связанной с землей и искусством географического прорицания по земле с помощью принципов астрологии, психологии и физики. Оценку недвижимости так же часто называют искусством, а оценщика — прорицателем и, если он опытен, то его искусство позволит ему предсказать заказчику многое. И, вероятно, во многих ситуациях у мастера фэн-шуй и эксперта-оценщика могут быть идентичные взгляды на ценность земли и недвижимости.

Можно по-разному относиться к этой теории, вникать или не вникать в глубь ее утверждений, но внешние постулаты ее, по мнению автора, вполне сопоставимы с утверждениями оценки недвижимости. По сути же дела, потребителя фэн-шуй, так же как и потребителя оценки недвижимости, в конечном счете интересуют не столько сами эти науки, сколько конечные результаты, которые он предполагает получить и ради которых и нам, оценщикам, стоит повнимательнее присмотреться к этой теме.

С тех пор как появились упомянутые ранее классические тексты, практика фэн-шуй, по сути, оставалась практически без изменений. В последние десятилетия XX века она быстро стала привлекать к себе интерес западного мира, где фэн-шуй настолько популярен, что перестал быть только китайской наукой и стал универсален.

Если вы все еще скептически относитесь к вышесказанному, то вам будет интересна такая информация: многие люди в США и Европе (особенно в Германии, Франции, Польше), Скандинавии, не говоря уже о Китае, Тайване и многих других странах, строят не только жи-

лье, но и свой бизнес именно на основе фэн-шуй. И, несмотря на то, что гонорары мастеров фэн-шуй достаточно велики (одноразовый осмотр здания в Европе обходится в 800...1000 долларов, а обследование офиса доходит до нескольких тысяч долларов), некоторые компании считают обоснованным иметь штатных мастеров фэн-шуй, постоянно наблюдающих за состоянием бизнеса. Например, магнат в сфере недвижимости Дональд Трамп регулярно советуется с мастерами фэн-шуй. Он говорит, что серьезное отношение к практике фэн-шуй перенял у своих многочисленных клиентов по всему миру. Трамп мотивирует это так: “Если вы это верят другие, почему бы и мне не поверить?” Этот миллиардер при строительстве крупного бизнес-центра в Нью-Йорке в смете учел около двух миллионов долларов на оплату консультаций мастеров фэн-шуй!

В Гонконге строители большинства деловых кварталов, гостиниц и ресторанов неизменно придерживаются практики фэн-шуй. Примером этому может служить 47-этажное здание “Гонконгского и Шанхайского банка”.

В Сингапуре построено множество гостиниц, ресторанов и других зданий, также соответствующих практике фэн-шуй.

Самым выдающимся примером использования фэн-шуй в Австралии является здание оперного театра в Сиднее. Эти же принципы заложены в “Стеклянном Дворце” в Голливуде, присутствуют они и в Линкольн-центре и в здании музея Гуттенхайма. Консультациями мастеров фэн-шуй пользуется Американская торговая палата, Британский коммерческий банк, Н.М. Ротшильд, Ситибэньк.

Фэн-шуй преподают в восточных и американских университетах и факультетах бизнеса. Американцы, работавшие на Востоке, говорят, что без использования фэн-шуй их бизнес просто не имел бы успеха. И это несмотря на высокую стоимость услуг экспертов!

В Россию фэн-шуй пришел около 5–7 лет назад. Летом 1995 года Москву посетил известный австралийский мастер Клиф Сандерсон, который высказал предположение, что существуют объективные предпосылки того, чтобы Москва стала одним из самых крупных деловых и финансовых центров мира. Секрет такого успеха, возможно, кроется во множественном совпадении традиций выбора участков земли, правил строительства жилых зданий, знаний и практических навыков, сохранившихся в различных районах земного шара с критериями и понятиями, представленными нам искусством

жить в гармонии с окружающей средой — наукой фэн-шуй.

Очень важно и то, что фэн-шуй наиболее достоверно и логично объясняет связь человека с природой, в том числе не только влияние на него окружающего пространства (школа Ландшафта), но и взаимосвязь факторов ориентации жилища относительно сторон света и персональных характеристик конкретного человека, зависящих от точного времени его рождения (школа Компаса).

В данной статье автор затронул лишь некоторые вопросы рассматриваемой темы и не претендует на безошибочность своих выводов и предположений, но считает весьма интересной данную попытку нащупать хотя бы поверхностные точки соприкосновения двух серьезных и терпящих никакой небрежности наук — оценки недвижимости и фэн-шуй. Кроме того, профессиональным оценщикам следует иметь в виду, что стремительное внедрение в нашу жизнь этой древней науки, доступность и обилие литературы по этому вопросу уже сегодня позволяют многим покупателям не просто искать и покупать землю или дома, а именно ту землю и те дома, которые бы соответствовали понятиям фэн-шуй (как минимум школы Ландшафта и даже школы Компаса).

Не исключено, что в будущем продавец сможет получить максимальную цену за свой дом только в том случае, если он будет использовать принципы фэн-шуй и знать основы рынка недвижимости. Эта информация может быть полезна для покупателей и продавцов недвижимости, а также для тех, кто в ближайшее время не собирается продавать свой дом или участок.

В арсенале же современной теории и практики оценки недвижимости хотя и имеется достаточно критериев определения ценности конкретного объекта недвижимости в зависимости от многих стандартных факторов, однако даже она не способна определить пространственную совместимость конкретного объекта жилой недвижимости с конкретным человеком и, тем более, с его успехами или неудачами в бизнесе.

В заключение автор хотел бы поставить вопрос так: “Не явится ли наука и практика фэн-шуй, описанная в данной публикации лишь в самых общих чертах, отправной точкой для зарождения и развития нового, персонифицированного метода оценки жилой и офисной недвижимости, а также для использования ее в российском бизнесе?”