

## Содержание

<b>Захарова М.Ю., Устименко В.А.</b> Проблемы прогнозирования амортизационных отчислений при построении денежных потоков .....	2
<b>Гаврилов А.Н.</b> О рыночной стоимости компаний при объединении .....	7
<b>Мочулаев В.Е.</b> О взаимосвязи методов реализации доходного подхода в методологии оценки рыночной стоимости действующего предприятия (бизнеса) .....	10
<b>Мелехин Е.С., Медведева О.Е., Астафьева М.П.</b> О ставках дисконтирования денежных потоков при оценке инвестиционных проектов в недропользовании .....	13
<b>Козлов В.В., Козлова Е.В.</b> Оценка пакетов акций .....	15
<b>Козырь Ю.В.</b> К вопросу о стоимости контроля .....	20
<b>Косачев А.В.</b> Управление стоимостью компании на основе теории заинтересованных сторон и многокритериальной теории полезности .....	28
<b>Устименко В.А.</b> О возможностях использования модели арбитражного ценообразования для расчета ставки дисконтирования в российских условиях .....	35
<b>Ястребов В.С.</b> Практика применения метода дисконтирования денежных потоков .....	41
<b>Ревуцкий Л.Д.</b> Пути и возможные перспективы рационализации методов оценки рыночной стоимости предприятий и других бизнес-объектов .....	44
<b>Половинкин Н.И.</b> Аренда городской земли: вопросы и ответы (Частный опыт оценочной практики) .....	48
<b>Протокол № 1</b> собрания представителей членов Международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ” .....	60
<b>Протокол № 3</b> заседания Президиума Международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ” .....	62

# Проблемы прогнозирования амортизационных отчислений при построении денежных потоков

## АМОРТИЗАЦИОННЫЕ ОТЧИСЛЕНИЯ КАК ЭЛЕМЕНТ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Доходный подход при оценке бизнеса представляет, пожалуй, первостепенный интерес для потенциальных покупателей и инвесторов, предполагающих дальнейшую эксплуатацию действующей компании. Вместе с тем, именно в рамках данного подхода встречается наибольшее число спорных моментов, в частности, при прогнозировании элементов денежного потока<sup>1</sup>. В данной статье авторы рассматривают один из элементов — амортизационные отчисления.

Общеизвестно, что в доходном подходе при оценке бизнеса существует два основных метода — метод дисконтированных денежных потоков и метод капитализации. И тот, и другой предполагают необходимость прогнозирования амортизационных отчислений:

- в рамках метода дисконтированных денежных потоков амортизационные отчисления прогнозируются, во-первых, как один из видов издержек, влияющих на чистую прибыль компании, а, во-вторых, как самостоятельный элемент денежного потока;
- в рамках метода капитализации амортизационные отчисления выступают как один из ви-

дов издержек, влияющих на величину чистой прибыли компании, а также (в зависимости от ситуации) могут выступать в качестве самостоятельного элемента.

Кратко остановимся на рассмотрении экономической сути амортизационных отчислений с точки зрения оценки бизнеса.

**Амортизационные отчисления** — средства, компенсирующие постепенный износ активов компании, сумма которых включается в себестоимость продукции. К амортизируемому имуществу относятся основные фонды и нематериальные активы.

Амортизационные отчисления представляют собой особый тип затрат, которые называются калькуляционными. Само название типа затрат говорит о том, что амортизационные отчисления не приводят к реальному движению денежных средств. Величина этих затрат просто рассчитывается по определенным правилам, установленным законодательством. Единственный эффект, который дают амортизационные отчисления, — это изменение величины налогооблагаемой прибыли.

Однако при расчете денежного потока мы учитываем сумму амортизационных отчислений. Это объясняется очень просто. При расчете чис-

<sup>1</sup> Булычева Г.В., Демшин В.В. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий: Учеб. пособ. М.: Финансовая академия, 1999.

той прибыли как разницы между объемом продаж, прямыми производственными и общими расходами предприятия, а также налогами была уже учтена сумма амортизационных отчислений. Мы увеличиваем чистую прибыль на сумму амортизационных отчислений, чтобы компенсировать эту величину, которая фактически никуда не выплачивалась.

Таким образом, мы прогнозируем величину амортизационных отчислений для двух целей:

- как элемент затрат предприятия в целях расчета чистой прибыли;
- как самостоятельный элемент денежного потока.

До 2002 г. (до введения в действие 25 главы II части Налогового кодекса, касающейся исчисления налога на прибыль) величина указанных выше элементов совпадала. Однако на сегодняшний момент в рамках российского законодательства существует два понятия амортизации — бухгалтерская и налоговая, что вызывает определенные сложности в процессе оценки. Возникает вопрос — какой из перечисленных показателей необходимо использовать при прогнозировании амортизационных отчислений?

## БУХГАЛТЕРСКАЯ И НАЛОГОВАЯ АМОРТИЗАЦИЯ

**Бухгалтерская амортизация** — экономический показатель, определяемый в бухгалтерском учете в соответствии со сроком полезного использования объекта основных фондов. До 2002 г. данный показатель был единственным показателем амортизационных отчислений, рассчитываемым на предприятиях.

Порядок расчета бухгалтерской амортизации регулируется Положением по бухгалтерскому учету “Учет основных средств” ПБУ 6/01, утвержденным приказом Минфина РФ от 30.03.2001 г. №26н.

Прямые указания на конкретный документ, который требуется применять при определении срока полезного использования объекта (а через него и нормы амортизации), в положении отсутствуют. На практике большинство предприятий руководствуется Едиными нормами амортизационных отчислений на полное восстановление основных фондов в народном хозяйстве СССР, утвержденными Постановлением Совмина СССР от 22.10.1990 г. №1072.

**Налоговая амортизация** — расчетный показатель, определяемый в целях исчисления налога на прибыль. Порядок расчета данного показателя регламентируется Налоговым кодексом РФ, часть 2, глава 25, статья 256.

Вступление в силу главы 25 Налогового Кодекса позволило повысить степень самостоятельности налогоплательщика при начислении амортизации. Установлены более гибкие сроки полезного использования объектов основных фондов. При определении срока полезного использования объектов основных фондов предприятия призваны руководствоваться Постановлением Правительства РФ №1 от 01.01.2002 г. “О классификации основных средств, включаемых в амортизационные группы”. Для объектов основных фондов, не указанных в Постановлении №1, можно руководствоваться техническими условиями или рекомендациями завода-изготовителя.

В целом введение новых норм амортизации способствует ускорению оборачиваемости основных фондов, что, в свою очередь, положительно влияет на процесс обновления производственной базы предприятия.

Фактически, основное отличие налогового и бухгалтерского учета состоит в различных сроках полезного использования объектов основных фондов. Однако данный аспект с течением времени возможно устранить — сроки полезного использования объектов основных фондов в рамках определения бухгалтерской амортизации с 2002 г. (наряду с налоговой амортизацией) могут устанавливаться на основании Постановления Правительства РФ №1. Соответственно, если предприятие примет решение о применении указанной классификации объектов основных фондов в рамках бухгалтерского учета, сумма бухгалтерской и налоговой амортизации по объектам, введенным в эксплуатацию начиная с 2002 г., совпадет.

Источники информации для определения срока полезного использования объектов основных фондов показаны на рис. 1.



Рис. 1

Таким образом, исходной информацией для оценщика при прогнозировании амортизационных отчислений будут являться данные бухгалтерского (бухгалтерская амортизация) и налогового (налоговая амортизация) учета.

## УЧЕТ АМОРТИЗАЦИОННЫХ ОТЧИСЛЕНИЙ ПРИ ПОСТРОЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Рассмотрев понятия бухгалтерской и налоговой амортизации, необходимо определить, в каких случаях оценщику необходимо использовать тот или иной показатель.

### ПРОГНОЗ ВАЛОВОЙ ПРИБЫЛИ

**Валовая прибыль** — разница между совокупными доходами и расходами компании от основной деятельности. В данном случае необходимо использовать показатель бухгалтерской амортизации, который отражает реальный процесс снижения стоимости основных фондов:

$$\begin{aligned} \text{ВАЛОВАЯ ПРИБЫЛЬ} &= \\ &\text{СОВОКУПНЫЕ ДОХОДЫ} \\ &- \\ &\text{БУХГАЛТЕРСКАЯ АМОРТИЗАЦИЯ} \\ &- \\ &\text{ПРОЧИЕ СОВОКУПНЫЕ РАСХОДЫ} \end{aligned}$$

### ПРОГНОЗ ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ

При прогнозировании чистой прибыли мы уменьшаем совокупную прибыль на сумму налога на прибыль<sup>2</sup>. При расчете налогооблагаемой прибыли мы обязаны (в соответствии с Налоговым кодексом) исключить из валовых доходов налоговую амортизацию. Соответственно, при прогнозировании чистой прибыли необходимо скорректировать показатель совокупной прибыли:

$$\begin{aligned} \text{НАЛОГ НА ПРИБЫЛЬ} &= \\ &(\text{СОВОКУПНАЯ ПРИБЫЛЬ} \\ &+ \\ &\text{БУХГАЛТЕРСКАЯ АМОРТИЗАЦИЯ} \\ &- \\ &\text{НАЛОГОВАЯ АМОРТИЗАЦИЯ}) \\ &\times \\ &\text{СТАВКА НАЛОГА НА ПРИБЫЛЬ} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{СОВОКУПНАЯ ПРИБЫЛЬ} &= \\ &\text{ВАЛОВАЯ ПРИБЫЛЬ} \\ &+ \\ &\text{ПРИБЫЛЬ} \\ &/ \\ &\text{УБЫТОК ОТ ИНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ} &= \\ &\text{СОВОКУПНАЯ ПРИБЫЛЬ} \\ &- \\ &\text{НАЛОГ НА ПРИБЫЛЬ} \end{aligned}$$

### ПРОГНОЗ АМОРТИЗАЦИОННЫХ ОТЧИСЛЕНИЙ

При прогнозировании амортизационных отчислений как самостоятельного элемента денежного потока необходимо использовать показатель бухгалтерской амортизации, вычисленный при построении прогноза валовой прибыли.

### МЕТОДЫ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ АМОРТИЗАЦИОННЫХ ОТЧИСЛЕНИЙ

Подходя к прогнозированию амортизационных отчислений, необходимо, прежде всего, ориентироваться на имеющуюся информацию о составе амортизируемого имущества, уровне амортизационных отчислений на предприятии, а также планах по приобретению дополнительного имущества.

Различие в прогнозировании амортизационных отчислений как отдельного элемента и в рамках определения чистой прибыли заключается в выборе источников информации, а именно данных учета (бухгалтерского или налогового), используемых в расчетах.

В обоих случаях прогнозирование амортизационных отчислений в рамках оценки бизнеса может осуществляться следующими методами (рис. 2).



Рис. 2

Метод поэлементного планирования подразумевает наличие исчерпывающей информации о составе амортизируемого имущества, уровне

<sup>2</sup> Наиболее распространенная ставка по налогу на прибыль в РФ — 24% (Налоговый кодекс, часть 2, глава 25, ст. 284).

амортизационных отчислений по каждой группе амортизируемого имущества, планах приобретения и списания объектов на предприятии в прогнозном периоде.

Поэлементное планирование позволяет наиболее точно спрогнозировать суммы амортизационных отчислений на предприятии, однако информация, необходимая для поэлементного планирования амортизационных отчислений, как правило, недоступна, поэтому чаще используют два других метода прогнозирования.

Один из них — метод фиксации амортизационных отчислений на уровне текущего года. В этом случае в плане капитальных вложений необходимо запланировать расход, равный величине амортизационных отчислений. Данный метод отличается простотой использования, поскольку не требует анализа ретроспективной информации о структуре амортизируемого имущества и нормах амортизации, но позволяет получить адекватный результат лишь при условии высокой стабильности предприятия.

Чаще всего информация, имеющаяся в распоряжении оценщика, ограничивается данными бухгалтерского учета и годовыми бизнес-планами предприятий. При этом, как правило, неизвестна структура амортизируемого имущества, однако имеется информация о величине основных фондов и нематериальных активов в ретроспективном периоде, а также суммы бухгалтерской амортизации.

Ретроспективные данные по амортизационным отчислениям экстраполируются на прогнозный период и корректируются на рост показателя в случае, если предприятие планирует расширение производства (метод экстраполяции). Здесь важно учитывать взаимосвязь таких двух элементов денежного потока, как амортизационные отчисления и капитальные вложения. Так, если предприятие запланировало приобретение новых основных фондов в прогнозном году, то в следующем году следует ожидать увеличения амортизационных отчислений. В свою очередь, капитальные вложения зависят от степени изношенности основных фондов предприятия.

В табл. 1 представлен пример того, как на практике может быть рассчитана сумма бухгалтерской амортизации с использованием упрощенного метода прогнозирования. В таблицах приведены ретроспективные бухгалтерские данные о движении основных фондов (ОФ).

Среднегодовая норма амортизации основных фондов в 1999–2002 гг. в рассматриваемом примере составила 7,38%. Далее, располагая данными о планируемом выбытии и вводе в эксплуатацию основных фондов и зная среднегодовые нормы амортизации, можно спрогнозировать динамику амортизационных отчислений в прогнозном периоде (табл. 2).

Расчет суммы бухгалтерской амортизации по нематериальным активам осуществляется аналогично.

Таблица 1. Основные фонды, тыс. руб.

№ п/п	Показатель		1999	2000	2001	2002
1	Первоначальная стоимость ОФ на начало периода	Строка 370 формы №5	3500	3505	3527	3537
2	Поступление		125	134	145	140
3	Выбытие		120	112	135	130
4	Среднегодовая первоначальная стоимость ОФ	$1/2((п.1 + п.2 - п.3) + п.1)$	3502,5	3516	3532	3542
5	Амортизация ОФ	Строка 394 формы №5	324	469	599	731
6	Амортизация ОФ за период		256	257	265	262
7	Среднегодовая норма амортизации, %	п.6/п.4	7,31	7,31	7,50	7,40

Таблица 2. Бухгалтерская амортизация, тыс. руб.

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007
Первоначальная стоимость ОФ на начало периода	3547	3607	3672	3702	3722
Поступление	160	200	200	200	200
Выбытие	100	135	170	180	190
Среднегодовая первоначальная стоимость ОФ	3577	3639,5	3687	3712	3727
Среднегодовая норма амортизации, %	7,38	7,38	7,38	7,38	7,38
Сумма бухгалтерской амортизации по ОФ	264	269	272	274	275



Таким образом, что касается бухгалтерской амортизации, тут все более или менее ясно. Напротив, в отношении налоговой амортизации подобная методика в настоящий момент не может быть использована, поскольку российские предприятия освоили налоговый учет совсем недавно.

Из трех методов прогнозирования амортизационных отчислений остаются только два. Суммы налоговой амортизации могут быть спрогнозированы поэлементно или зафиксированы на уровне текущего года.

Каждое предприятие обязано осуществить перевод своего амортизируемого имущества на налоговый учет. Такая процедура осуществляется предприятием самостоятельно либо с привлечением независимых экспертов. Следовательно, задача расчета среднего уровня налоговой амортизации может быть сведена к систематизации результатов перевода амортизируемого имущества на налоговый учет. Оценщик может определить среднегодовой уровень налоговой амортизации как по группам объектов в зависимости от срока полезного использования, так и в целом по основным фондам и нематериальным активам. Подобная информация позволяет провести дальнейший расчет аналогично примеру прогнозирования бухгалтерской амортизации.

Что касается упрощенного метода расчета уровня амортизационных отчислений, представленного в примере, то возможность его использования для налоговой амортизации появится лишь через несколько лет, как только будет накоплен достаточный уровень ретроспективных данных налогового учета на российских предприятиях.

## ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

1. Амортизационные отчисления — средства, компенсирующие постепенный износ активов компании, сумма которых включается в себестоимость продукции. К амортизируемому

имуществу относятся основные средства и нематериальные активы.

2. Амортизационные отчисления представляют собой особый тип затрат, которые называются калькуляционными.

3. В процессе оценки бизнеса доходным подходом мы прогнозируем величину амортизационных отчислений для двух целей: как элемент затрат предприятия в целях расчета чистой прибыли и как самостоятельный элемент денежного потока.

4. Исходной информацией для оценщика при прогнозировании амортизационных отчислений будут являться данные бухгалтерского и налогового учета.

5. При прогнозировании валовой прибыли (элемент “расходы”) необходимо использовать показатель бухгалтерской амортизации, который отражает реальный процесс снижения стоимости основных фондов.

6. При расчете налогооблагаемой прибыли мы обязаны (в соответствии с Налоговым кодексом) исключить из валовых доходов налоговую амортизацию. Соответственно, при прогнозировании чистой прибыли необходимо скорректировать показатель совокупной прибыли.

7. При прогнозировании амортизационных отчислений как самостоятельного элемента денежного потока необходимо использовать показатель бухгалтерской амортизации, вычисленный при построении прогноза валовой прибыли.

8. При прогнозировании амортизационных отчислений необходимо, прежде всего, ориентироваться на имеющуюся информацию о составе амортизируемого имущества, уровне амортизационных отчислений на предприятии, а также планах по приобретению дополнительного имущества.

9. Прогнозирование амортизационных отчислений может осуществляться тремя методами: поэлементного планирования, экстраполяции и фиксации.

# О рыночной стоимости компаний при объединении

Для примера рассмотрим следующую ситуацию.

Принято решение об объединении двух компаний  $KO_1$  и  $KO_2$ . Требуется определить рыночные стоимости  $P_1$  и  $P_2$  компаний  $KO_1$  и  $KO_2$  на момент принятия решения об объединении. Считается, что объединение от момента принятия решения до полного завершения процедуры происходит в короткий срок (существенно меньше одного года).

Один из вариантов сформулированной выше задачи — определение рыночной стоимости компании при дополнительной эмиссии акций, которую можно трактовать как объединение компании с инвестиционным капиталом, рассмотрен в статье автора “Оценка предприятия, планирующего дополнительную эмиссию акций” (Вопросы оценки, № 1, 2003).

Определение рыночных стоимостей в рамках затратного (на основе активов) и сравнительного (рыночного) подходов выполняется традиционно. Чтобы определить рыночные стоимости компаний  $KO_1$  и  $KO_2$  на основе доходного подхода, например, методом дисконтированных денежных потоков, необходимо учесть, что будущие денежные потоки рассчитываются уже для объединенной компании (далее, для краткости — ОК). Поэтому

$$P_1 = w_1 A_1 + w_2 M_1 + w_3 k_1 D; \quad P_2 = w_1 A_2 + w_2 M_2 + w_3 k_2 D, \quad (1)$$

где

$A_1, M_1, A_2, M_2$  — рыночные стоимости  $KO_1, KO_2$ , полученные в результате применения соответственно подхода на основе активов и сравнительного;

$D$  — рыночная стоимость ОК, полученная в результате применения доходного подхода;

$w_1, w_2, w_3$  — веса, присвоенные оценщиком величинам стоимости, полученным в рамках соответствующих подходов (веса подходов считаются одинаковыми для  $KO_1, KO_2$ );

$k_1, k_2$  — доли акционеров компаний  $KO_1, KO_2$  в уставном капитале ОК.

Естественно предположить, что доли акционеров  $KO_1, KO_2$  в уставном капитале ОК распределяются пропорционально рыночным стоимостям  $P_1, P_2$ :

$$k_1 = P_1/(P_1 + P_2); \quad k_2 = P_2/(P_1 + P_2). \quad (2)$$

Подставив (2) в (1), получим

$$P_1 = w_1A_1 + w_2M_1 + w_3DP_1/(P_1 + P_2); \quad P_2 = w_1A_2 + w_2M_2 + w_3DP_2/(P_1 + P_2). \quad (3)$$

Задача свелась к решению нелинейной системы (3) из двух уравнений с двумя неизвестными  $P_1, P_2$ . Покажем, что решение системы (3) может быть найдено в явном виде. Складывая уравнения системы (3), находим

$$P_1 + P_2 = w_1(A_1 + A_2) + w_2(M_1 + M_2) + w_3D. \quad (4)$$

Выразив из (4), например,  $P_2$  через  $P_1$ , и подставив полученное выражение во второе уравнение системы (3), после несложных преобразований получим

$$P_1 = w_1A_1 + w_2M_1 + w_3D(w_1A_1 + w_2M_1)/\{(w_1A_1 + w_2M_1) + (w_1A_2 + w_2M_2)\};$$

$$P_2 = w_1A_2 + w_2M_2 + w_3D(w_1A_2 + w_2M_2)/\{(w_1A_1 + w_2M_1) + (w_1A_2 + w_2M_2)\}.$$

**Пример.** Исходные данные приведены ниже:

$A_1$	$M_1$	$A_2$	$M_2$	$D$	$w_1$	$w_2$	$w_3$
15	17	20	22	50	30%	30%	40%

Тогда  $P_1 = 18,25$ ;  $P_2 = 23,95$ .

Рассмотрим теперь другой аспект изложенной проблемы. Объединение может преследовать разные цели. Но с точки зрения оценки бизнеса интересно узнать, насколько рыночная стоимость ОК отличается от суммы рыночных стоимостей  $KO_1$  и  $KO_2$ <sup>1</sup>.

Итак, пусть  $P$  — рыночная стоимость ОК, а величины  $A$  и  $M$  представляют собой рыночные стоимости ОК, полученные в результате применения подходов на основе активов и сравнительного соответственно. Тогда, применяя для ОК те же веса подходов, что и для  $KO_1, KO_2$ , получаем

$$P = w_1A + w_2M + w_3D. \quad (5)$$

Сравнивая (4) и (5), заключаем, что

$$P = P_1 + P_2 + \Delta, \quad (6)$$

где

$$\Delta = w_1\{A - (A_1 + A_2)\} + w_2\{M - (M_1 + M_2)\}. \quad (7)$$

Рассмотрим внимательно каждую из величин в фигурных скобках в правой части (7). Первая фигурная скобка положительна, когда  $A > A_1 + A_2$ , т.е. когда величина рыночной стоимости ОК в подходе на основе активов превышает сумму рыночных стоимостей объединяющихся компаний. Будем называть этот случай “эффективным объединением”, а случай, когда  $A < A_1 + A_2$ , — “неэффективным объединением” с точки зрения подхода на основе активов.

Вторая фигурная скобка в правой части (7) положительна, когда  $M > M_1 + M_2$ , т.е. когда величина рыночной стоимости ОК в сравнительном подходе превышает сумму рыночных стоимостей объединяющихся компаний. Назовем этот случай “эффективным объединением”, а случай, когда  $M < M_1 + M_2$ , — “неэффективным объединением” с точки зрения сравнительного подхода.

В такой трактовке величину  $\Delta$ , определяемую формулой (7), можно рассматривать как количественную меру эффективности объединения. Формула (6) в этом случае приобретает следующий смысл: *Рыночная стоимость объединенной компании равна сумме рыночных стоимостей объединяющихся компаний, скорректированной на премию (штраф) за эффективность (неэффективность) объединения.*

Пусть акции компаний  $KO_1, KO_2$  и ОК обращаются на бирже. Тогда после объявления о слиянии  $KO_1, KO_2$  котировки акций, как правило, изменяются таким образом, что  $M = M_1 + M_2$  (биржевой рынок стремится не допускать арбитражных ситуаций). Вторая фигурная скобка в (7) обращается в ноль, эффективность объединения зависит только от соотношения между  $A$  и  $A_1 + A_2$ .

<sup>1</sup> Конечно, сравнивать рыночные стоимости корректно только на одинаковую дату оценки. Но в нашем случае ОК по определению не может существовать одновременно с  $KO_1, KO_2$ , поэтому даты оценки ОК и  $KO_1, KO_2$  условно считаются “почти одинаковыми”.



Рассмотрим теперь случай, когда акции  $KO_1$ ,  $KO_2$ , и  $OЖ$  не котируются на организованном фондовом рынке. Тогда значения рыночной стоимости  $M$ ,  $M_1$ ,  $M_2$  в рамках сравнительного подхода оценщику придется определять, скорее всего, методом рынка капитала (методом компаний-аналогов). Этот метод предполагает использование рыночных мультипликаторов для определения рыночной стоимости. Обычно мультипликаторы делят на две группы. В первую группу включают мультипликаторы, относящиеся к финансовому результату (“цена/прибыль”, “цена/денежный поток” и т.п.), во вторую — к структуре баланса (“цена/сумма активов”, “цена/собственный капитал” и т.п.)<sup>2</sup>. Поскольку предполагается, что на дату оценки  $OЖ$  еще не успеет показать финансовый результат, для корректности сравнения  $M$ ,  $M_1$ ,  $M_2$  следует определять по второй группе мультипликаторов. Выберем, например, для этих целей мультипликатор “цена/собственный капитал”, где под собственным капиталом понимается величина рыночной стоимости, полученная в рамках подхода на основе активов. Тогда

$$M = hA(1 + y), \quad M_1 = hA_1(1 + y), \quad M_2 = hA_2(1 + y),$$

где

$h$  — мультипликатор “цена/собственный капитал”;

$y$  — премия за контроль<sup>3</sup>.

Выражение (7) при этом приобретает вид

$$\Delta = \{A - (A_1 + A_2)\} \{w_1 + w_2 h(1 + y)\}.$$

Эффективность объединения в этом случае также определяется разницей между величинами  $A$  и  $A_1 + A_2$ .

Очевидно, что суммарные стоимости основных средств, наличности и финансовых вложений при объединении компаний не изменятся. Однако может возрасти стоимость нематериальных активов. Например, творческий потенциал объединенного коллектива выходит на новый качественный уровень, что вызывает рост стоимости нематериальных активов  $OЖ$  по сравнению с суммой стоимостей нематериальных активов  $KO_1$ ,  $KO_2$ .

Может измениться и рыночная стоимость долгосрочной задолженности. Действительно, при определении рыночной стоимости долгосрочной задолженности будущие платежи приводятся к текущей стоимости дисконтированием по определенной ставке дисконта, которая для  $OЖ$ ,  $KO_1$ ,  $KO_2$  может быть различной из-за разницы в рисках, присущих деятельности этих компаний.

На основании вышеизложенного видно, что при объединении компаний приобретают особое значение такие “тонкие” оценочные категории, как стоимость нематериальных активов, долгосрочной задолженности, “гудвилла” и т.п., влияющие на эффективность объединения.

<sup>2</sup> Перечисленные группы мультипликаторов являются общими для всех компаний. Кроме них существуют специализированные мультипликаторы, присущие конкретной отрасли. Например, “цена/количество базовых станций” для операторов мобильной связи, “цена/количество автомобилей” для компаний такси и т.п. Специализированные мультипликаторы в рамках данной задачи не рассматриваются.

<sup>3</sup> Считается, что величины  $h$  и  $y$  одинаковы для всех оцениваемых компаний. Предполагается, что в дополнительных поправках (например, на избыток/недостаток собственного оборотного капитала) нет необходимости.

# **О взаимосвязи методов реализации доходного подхода в методологии оценки рыночной стоимости действующего предприятия (бизнеса)**

В теории и практике оценки рыночной стоимости действующего предприятия (бизнеса) доходным подходом применяются два основных метода: метод дисконтированных денежных потоков (ДДП) и метод прямой капитализации (ПК). Выбор применяемого метода основывается на представлениях оценщика о характере изменения финансовых результатов деятельности оцениваемого предприятия, которые предположительно будут иметь место в течение периода времени после даты оценки. Такие представления оценщика формируются, как правило, на основе использования данных бизнес-планов или долгосрочных перспективных планов развития оцениваемого предприятия.

Как показывает практика, некоторые оценщики при оценке рыночной стоимости действующего предприятия (бизнеса) доходным подходом применяют оба метода оценки независимо от принятой и реализуемой стратегии развития предприятия, что нельзя признать правомерным. Такое положение объясняется непониманием оценщиками сущности применяемых методов оценки и базовых положений, на ос-

нове которых они строились, а также сложностью установления взаимосвязи между математическими моделями реализации этих методов.

Попытке раскрытия сущности и взаимосвязи применяемых в рамках доходного подхода методов оценки стоимости предприятия (бизнеса) и посвящена настоящая работа.

Метод ДДП применяется в тех случаях, когда ожидается, что после даты оценки текущие денежные потоки от оцениваемого предприятия в определенный (прогнозный) период будут динамично изменяться, а затем в последующем (постпрогнозном, остаточном) периоде будут стабильно расти или оставаться постоянными в течение длительного периода деятельности оцениваемого предприятия.

Динамичный (нестабильный) характер финансовых результатов деятельности оцениваемого предприятия в прогнозном периоде может быть связан с привлечением заемного капитала на реализацию мероприятий по техническому перевооружению, модернизации или реконструкции предприятия в прогнозном периоде.

Математическая модель реализации метода ДДП имеет следующий вид:

$$V_{\tau} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+e)^t} + \frac{D_{(n+1)}}{(1+e)^n \times (e-g)}, \quad (1)$$

где

$V_{\tau}$  — текущая стоимость предприятия на дату оценки;

$t$  — наименование периода дисконтирования денежного потока;

$n$  — число периодов дисконтирования денежных потоков в прогнозном периоде;

$D_t$  — денежный поток  $t$ -го периода;

$e$  — ставка дисконта (условно принята одинаковой);

$D_{(n+1)}$  — денежный поток первого года постпрогнозного (остаточного) периода;

$g$  — темп роста денежных потоков в остаточном периоде.

Первая составляющая правой части математической модели (1) представляет собой текущую стоимость ожидаемых в прогнозном периоде текущих денежных потоков, а вторая — текущее значение остаточной стоимости предприятия.

Следует отметить, что в математической модели (1) представлено дисконтирование ожидаемых денежных потоков разных периодов деятельности оцениваемого предприятия — прогнозного и остаточного.

Что касается метода ПК, то он применяется в случае, когда ожидается, что после даты оценки текущие денежные потоки будут иметь такой же характер развития, как и в остаточном периоде ДДП. Такой случай будет иметь место, если капитальные вложения в оцениваемое предприятие будут осуществляться только за счет амортизационных отчислений.

Математическая модель метода ПК имеет вид

$$V_{\tau} = \frac{D_1}{R}, \quad (2)$$

где

$D_1$  — денежный поток первого периода после даты оценки;

$R$  — коэффициент капитализации.

Исходя из сущности метода ПК, можно предположить, что этот метод является частным случаем метода ДДП. Однако применяемые в этих методах математические модели оценки стоимости предприятия существенно различаются как по виду, так и по экономическому содержанию входящих в их состав элементов.

Для обоснования нашего предположения исключим из математической модели метода ДДП текущие денежные потоки прогнозного периода и получим:

$$V_{\tau} = \frac{D_{(n+1)}}{(1+e)^n \times (e-g)} = \frac{D_{(n+1)}}{(1+e)^n \times R}. \quad (3)$$

В математической модели (3) выражение  $(e-g)$  представляет собой коэффициент капитализации  $R$ .

При исключении из модели оценки метода ДДП прогнозного периода первый год остаточного периода будет являться первым годом прогнозного периода метода ПК, а последний год прогнозного периода метода ДДП — отчетным годом метода ПК. Отчетный год в методе ПК является нулевым годом, с которого начинается отсчет периода прогнозирования. В этой связи параметр  $n$  в математической модели (3) должен быть равен нулю.

Подставим значение  $n=0$  в математическую модель (3) и получим:

$$V_{\tau} = \frac{D_1}{R}. \quad (4)$$

Коэффициент дисконтирования в математической модели (3) при  $n=0$  становится равным единице, т.е.  $(1+e)^0 = 1$ .

Если сравнить математическую модель (4) с математической моделью (2), то их математическое сходство не вызывает сомнений. Следовательно, можно обоснованно утверждать, что метод прямой капитализации является частным случаем метода дисконтирования денежных потоков.

Учитывая универсальный характер модели дисконтирования денежных потоков, нельзя не отметить определенные недостатки в ее построении. Так, в указанной модели для определения текущей стоимости предприятия суммируются текущие стоимости, имеющие разную размерность, что нельзя признать правомерным. Для обоснования данного утверждения следует отметить, что численное значение каждого денежного потока прогнозного периода выражается в денежных единицах за соответствующий период времени его получения, а численное значение остаточной стоимости предприятия — в абсолютных денежных единицах.

Дисконтирование денежных потоков прогнозного периода с помощью коэффициентов дисконтирования не приводит их размерность к размерности дисконтируемой остаточной стоимости предприятия, так как используемые в модели ДДП коэффициенты дисконтирования условно приняты величинами безразмерными.

По нашему мнению, денежные потоки прогнозного периода до дисконтирования должны быть капитализированы с помощью коэффициентов капитализации, как это имеет место при получении остаточной стоимости предприятия.

Коэффициенты капитализации имеют сложную размерность, так как они образованы параметрами, имеющими разную экономическую природу. Их размерность несложно получить, например, из модели ПК. Если денежный поток в этой модели выразить в руб./год, а текущую стоимость предприятия — в руб., то коэффициент капитализации будет иметь размерность руб./((год×руб.)). Следует отметить, что и ставки дисконтирования имеют сходные с коэффициентами капитализации размерность. В результате капитализации и дисконтирования денежных потоков прогнозного периода определяется текущая стоимость капитализированных денежных потоков. Введем в модель ДДП коэффициенты капитализации и получим модель текущей стоимости предприятия:

$$V_T = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+e)^t \times R_t} + \frac{D_{(n+1)}}{(1+e)^n \times (e-g)}, \quad (5)$$

где  $R_t$  — коэффициент капитализации  $t$ -го денежного потока прогнозного периода.

Выше отмечалось, что коэффициенты дисконтирования, используемые в модели ДДП, условно приняты величинами безразмерными,

что нельзя считать правомерным. При использовании этих коэффициентов в качестве размерных величин возникают сложности в понимании результатов дисконтирования денежных потоков.

По нашему мнению, вместо коэффициентов дисконтирования следует использовать индексы инфляции, которые по своей экономической природе являются величинами безразмерными. Подставим в модель (5) вместо коэффициентов дисконтирования индексы инфляции и получим математическую модель текущей стоимости предприятия:

$$V_T = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{I_t \times R_t} + \frac{D_{(n+1)}}{I_n \times R_n}, \quad (6)$$

где

$I_t$  — индекс инфляции за  $t$ -й промежуток времени прогнозного периода;

$I_n$  — индекс инфляции за прогнозный период.

Предложенная модель ДДП (6) имеет сугубо экономический смысл. Ее применение на практике позволит повысить достоверность расчета текущей стоимости оцениваемого действующего предприятия (бизнеса).

# **О ставках дисконтирования денежных потоков при оценке инвестиционных проектов в недропользовании**

В зарубежной и отечественной практике оценки объектов недвижимости принято осуществлять дисконтирование денежных потоков. Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП) применяется для определения текущей стоимости будущих выгод, которые принесут использование и возможная дальнейшая перепродажа (реверсия) объектов недвижимости. Метод применим к денежным потокам любого вида и является универсальным.

Для использования метода необходимо иметь значительные объемы информации прогнозного характера, в том числе знать прогноз развития экономической ситуации (системы налогов и отчислений, изменений в структуре цен, инфляции, развития рынков, условий кредитования, процента на капитал и т.д.) и планируемую программу инвестиций в развитие предприятия.

Применение метода ДДП основывается на определении размера ставки дисконта, от которой в конечном итоге зависит и сама оценка объекта. Ставка дисконта определяется исходя из ожидаемого дохода на капитал и, как правило, состоит из четырех составляющих:

- 1) безрисковой ставки;
- 2) риска вложения в объект недвижимости;

3) поправки на низкую ликвидность;

4) поправки на инвестиционный менеджмент.

В современных условиях развития инвестиционных процессов поправка на страновой риск может быть исключена.

Оценка стоимости объектов недвижимости в недропользовании с применением метода ДДП в значительной мере зависит от выбранного и обоснованного размера дисконта, так как месторождения полезных ископаемых эксплуатируются достаточно продолжительный (до 15 и более лет) период времени. За длительный период (от 1 до 30 лет) времени ставка дисконта уменьшается от 4 до 16 раз.

Исходя из практики оценки месторождений полезных ископаемых, мы рекомендуем следующие ставки дисконта:

а) для месторождений нефти, газа, золота, алмазов — 8...10%, включая:

- безрисковую ставку — 4%,
- поправку на низкую ликвидность — 1%,
- поправку на инвестиционный менеджмент — 0,5%,
- сложность геологического строения — 2...3%,

- отсутствие инфраструктуры — 0,5...1%.
- б) для месторождений угля, цветных и черных металлов и др. — 13...15%, включая:
  - безрисковую ставку –10%,
  - поправку на низкую ликвидность — 1...2%,
  - поправку на инвестиционный менеджмент — 0,5%,
  - сложность геологического строения — 1...2%,
  - отсутствие инфраструктуры — 0,5...1%.

Почти любое месторождение полезных ископаемых имеет свой “жизненный цикл”, т.е. период времени до выхода на проектную мощность добычи полезного ископаемого, период стабильной работы по добыче полезного ископаемого, период затухающей добычи. Расчеты показывают, что срок окупаемости капитальных вложений и выход на доходный уровень эксплуатации месторождения в большинстве случаев приходится на период выхода на стабильную добычу полезного ископаемого или непосредственно период стабильной добычи.

Анализ результатов оценок инвестиционных проектов в недропользовании показывает, что, как правило, окупаемость капитальных вложений происходит на 5–8-й год от начала эксплуатации и 1–3-й год выхода на проектную мощность добычи полезных ископаемых.

Таким образом, начиная с года, следующего за годом окупаемости капитальных вложений, исчезает риск невозврата вложенных средств, и в ставке дисконта может исключаться одна из ее составляющих — безрисковая ставка. Сле-

довательно, начиная с года, следующего за годом начала окупаемости капвложений, ставка дисконта должна меняться, уменьшаясь на значение “безрисковой ставки”.

В произведенных нами расчетах с учетом вышеизложенных соображений дискретного денежного потока по нефтегазовому и угольному месторождениям получены следующие результаты. По сравнению с кумулятивным дисконтированным потоком реальных средств по ставке дисконта 8% по нефтегазовому месторождению дискретный кумулятивный дисконтированный поток реальных средств по ставке дисконта 8% и с девятого года по ставке дисконта 4% увеличивается в 1,9 раза, т.е. реальный дополнительный доход возрастает на 6,2 млрд руб. (с 6,83 до 12,99 млрд руб.). Для угольного месторождения по сравнению с кумулятивным дисконтированным потоком реальных средств по ставке дисконта 15% дискретный кумулятивный дисконтированный поток реальных средств по ставке дисконта 15% и с девятого года по ставке дисконта 5% увеличивается в 5,6 раза, т.е. реальный дополнительный доход возрастает на 3,6 млрд руб. (с 68,49 до 72,09 млрд руб.).

Считаем, что применение единого методического подхода к формированию ставок дисконтирования для оценки стоимости месторождений полезных ископаемых как объектов недвижимости и дискретного дисконтирования, связанного с началом окупаемости капитальных вложений и выходом на стабильный объем добычи, позволит значительно повысить уровень оценки стоимости месторождений.



# Оценка пакетов акций

## МЕТОД АНАЛИЗА СТРУКТУРЫ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА (МЕТОД АСАК)

Проблема оценки пакетов акций заключается в отсутствии методик расчета премии за обладание тем или иным пакетом акций. В большинстве случаев в методической литературе по оценочной деятельности даются широкие интервалы премий за блокирующий пакет акций и за контрольный пакет акций без конкретизации его величины, промежуточные пакеты акций, как правило, остаются без внимания.

В настоящем исследовании анализируется влияние структуры акционерного капитала (распределение пакетов акций между акционерами в различном их сочетании) на величины премий как миноритарных (неконтрольных), так и контрольных пакетов акций.

В соответствии с Федеральным законом “Об акционерных обществах” в редакции 07.08.01 г. №120-ФЗ (далее — ФЗ “Об АО”) обладатели уже 1% -ного пакета акций имеют определенные привилегии в виде права на ознакомление со списком лиц, имеющих право на участие в

общем собрании акционеров (ст. 51, п. 4), что влечет за собой возможность проведения переговоров, агитаций и тому подобных действий с целью получения желаемого результата голосования. По мере увеличения пакета акций их владелец получает те или иные дополнительные преимущества, которые повышают стоимость пакета, т.е. наряду с *количественным преимуществом* появляются *юридические преимущества*. Содержание этих преимуществ, соответствующих положениям ФЗ “Об АО”, представлено в табл. 1.

Методику определения зависимости размера премии за пакет акций от структуры капитала построим на базе следующих постулатов.

Постулат 1. Простое увеличение числа акций в пакете дает преимущество (фактор количества).

Постулат 2. Укрупнение миноритарного пакета акций уменьшает преимущества других аналогичных пакетов (фактор перераспределения).

Постулат 3. Дополнительные преимущества контрольного пакета акций (> 50%) достигаются за счет потери преимуществ миноритарных пакетов (фактор баланса)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Смысл постулатов 1 и 3 очевиден, постулат 2 проиллюстрируем примером. Рассмотрим два миноритарных пакета  $n_A = n_B (= n)$ , которые имеют  $m$  “оппонентов” (пакетов с большим количеством голосов), и инвестора, готового заплатить за любой из пакетов сумму  $C_n = C_1 \times n + p_1$ , где  $C_1$  — стоимость 1 акции. Допустим, что акционер Б увеличил свой пакет до  $(n_B + k)$ , а пакет акционера А остался прежним —  $n_A = n$ , тогда инвестор заплатит за пакет  $n_A$  уже меньшую сумму  $C_{n_2} = C_1 \times n + p_2 < C_n$ , поскольку в отличие от первого варианта он будет иметь на одного оппонента больше —  $(m+1)$ , очевидно, премия  $p_2$  меньше премии  $p_1$  (за один и тот же пакет).

Таблица 1. Структурные элементы акционерного капитала

№ п/п	Дополнительные права акционера — обладателя пакета акций	Содержание пакета	Основание по ФЗ "Об АО"
1	Право на ознакомление со списком лиц, участвующих в голосовании на общем собрании акционеров	$\geq 1\%$ голосующих акций	ст. 51, п. 4
2	Право обратиться в суд с иском к члену (-ам) совета директоров и/или исполнительного органа о возмещении убытков, причиненных обществу	$\geq 1\%$ размещенных обыкновенных акций	ст. 71, п. 5
3	Внесение вопросов в повестку дня годового общего собрания, выдвижение кандидатов в исполнительные органы	$\geq 2\%$ голосующих акций	ст. 53, п. 1
4	Обязательное привлечение государственного финансового контрольного органа	$> 2\%$ государственных (муниципальных) голосующих акций	ст. 77, п. 3
5	Право проведения внеочередного общего собрания акционеров	$\geq 10\%$ голосующих акций	ст. 55, п. 1
6	Зависимое общество	$> 20\%$ голосующих акций у другого (преобладающего) общества	ст. 6, п. 4
7	Информирование о заинтересованности в сделке	$\geq 20\%$ голосующих акций	ст. 81, п. 1; ст. 82
8	Право доступа ко всем документам общества	$\geq 25\%$ голосующих акций	ст. 91, п. 1
9	Ограничения по реорганизации субъектов естественных монополий	$> 25\%$ акций в федеральной собственности	ст. 15, п. 1
10	"Блокирующий пакет" по решениям, которые принимаются большинством в 3/4 голосов	$> 25\%$ голосующих акций	ст. 49, п. 4 и др.
11	"Контрольный пакет" позволяет: а) обеспечить кворум общего собрания б) принять решения, принимаемые простым большинством	$> 50\%$ голосующих (размещенных) акций	ст. 58, п. 1 ст. 49, п. 2
• "Золотая акция" — специальное право на участие РФ, субъектов РФ или муниципальных образований в управлении АО в течение трех лет		Право "вето" (до 6 месяцев)	ст. 1, п. 5
• Привилегированные акции — неголосующие акции (за исключением ст. 32, п. 4), имеющие ряд льгот (фиксированные дивиденды и пр.)		$\leq 25\%$	ст. 32 и др.

Обозначим через  $\Pi_k$  премию за количество акций, через  $\Pi_i$  — премии за юридические преимущества, где  $i$  — размер пакета акций в соответствии с табл. 1, и дадим поэтапное логическое обоснование увеличения премии за пакет акций по мере его роста.

На этапе роста пакета от 0 до 1% играет роль только количественный фактор. Практика скупки разрозненных акций крупных компаний показывает незначительное увеличение стоимости одной акции в составе крупного пакета относительно стоимости одной акции в мелких пакетах, т.е. имеет место премия за количество акций в пакете  $\Pi_k$ .

В интервале 1...2% пакетов акций обладатель пакета получает дополнительное преимущество в виде права требования списка лиц, участвующих в общем собрании акционеров, и права обратиться в суд с иском. На стоимость пакета акций в этом интервале будет влиять премия за право требования ответственности руководителей и другие преимущества —  $\Pi_1$ .

Аналогичные рассуждения позволяют определить "шкалу" премий за пакеты акций (рис. 1)<sup>2</sup>.

Обобщая публикации по вопросу оценки "премий за контроль"<sup>3</sup> можно выделить два метода расчета премий: 1) премия пропорциональна "объему контроля", т.е.  $n$ -процентному пакету соответствует  $n$ -процентная доля премии абсолютного контроля, которая определяется по компаниям-аналогам [1, с. 118–119], рис. 2, а; 2) индивидуальная (автономная) оценка каждой премии, например, методом экспертного взвешивания — результаты этого метода можно представить в виде гистограмм, а присовокупив к этому наш постулат о влиянии количества акций вообще на величину премии, получим ступенчатую диаграмму с монотонно возрастающими участками зависимости величины премии от размера пакета (премии за количество) со скачками — премии за юридические преимущества (рис. 2, б).

Логические рассуждения и статистика продаж пакетов акций показывают повышение ин-

<sup>2</sup> Здесь мы не рассматриваем искусственную ситуацию с (37,5% + 0,75 акций), предложенную в [1, с.120–121] и другие аналогичные, так как вероятность того, что на собрании будут присутствовать ровно (50% + 1 акция), очень мала.

<sup>3</sup> "Премии за контроль" либо "скидки из-за отсутствия контроля" — наиболее часто встречающаяся терминология.

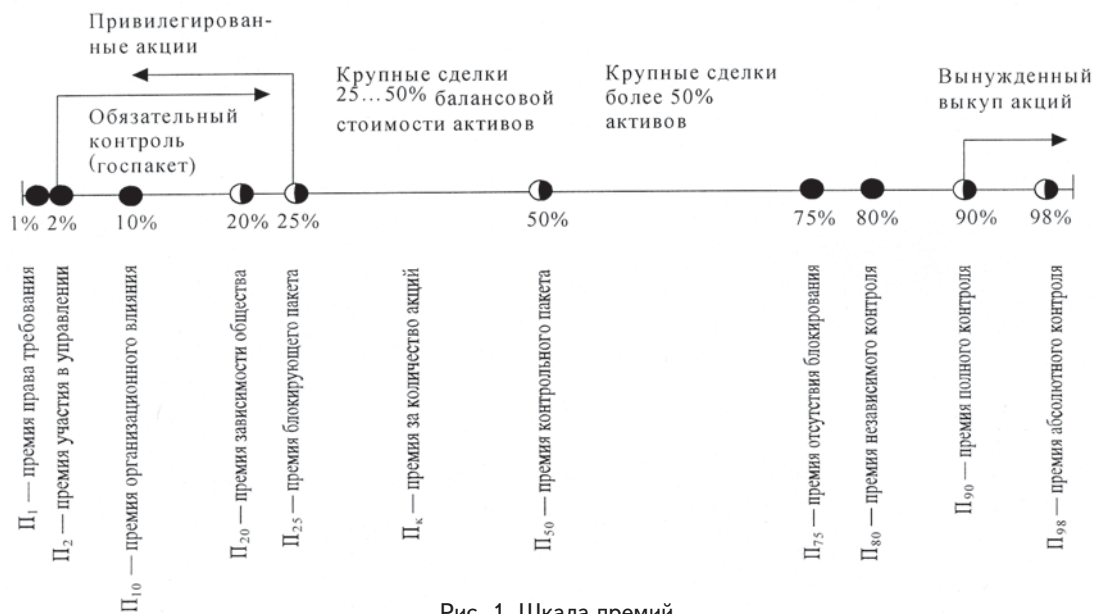


Рис. 1. Шкала премий

тереса у инвесторов (акционеров) к росту пакета акций по мере приближения его величины к одной из “контрольных” точек — обостряется борьба за юридические привилегии (за “контроль”), т.е. скачок будет иметь сглаженный характер (рис. 2, в). Попутно отметим, что после достижения юридических преимуществ конкуренция резко падает, а следовательно, премия за “контрольной” точкой растущего пакета будет “заморожена” в некотором интервале, пока не наступит новый этап борьбы.

Математическое описание этого процесса затруднено, поэтому для упрощения модели воспользуемся третьим постулатом. Фактор баланса указывает на то, что зависимость величины премии от размера пакета  $p = f(n)$  будет условно симметричной относительно точки  $A(50; 0,5)$ . Здесь в понятие “условно” мы вкладываем одностороннее влияние фактора сглаживания скачков (см. выше), а также то, что абсолютный контроль над компанией практически появляется у обладателя 98%-го пакета акций, поскольку за этой контрольной точкой не может быть ситуации с обязательным привлечением государственного финансово-контрольного органа, а единственная помеха при управлении компанией в виде возможного вынужденного выкупа оставшихся 2% акций (ст. 75, 76, ФЗ “Об АО”) несущественна для бизнеса.

Следовательно, принятая нами условно симметричная зависимость  $p = f(n)$  будет сдвинута влево примерно на 2% относительно точки  $A(50; 0,5)$  и в первом приближении ее можно представить в виде линейной аппроксимации (рис. 2, г).

Дальнейшая эволюция методов оценки премий за пакеты акций с целью повышения точности расчетов может быть представлена регрес-

сионным анализом статистических наблюдений (рис. 2, д). Наш опыт доказывает реализуемость этого метода, тем более что в силу симметрии зависимости  $p = f(n)$  для ее построения достаточно всего несколько характерных точек. В качестве примера мы приводим краткую таблицу с опубликованными в СМИ данными о премиях за различные пакеты акций (табл. 2).

Перечисленные методы оценки имеют общий существенный недостаток — они не учитывают структуру акционерного капитала. Свидетельством того, что структура капитала вносит существенное изменение в распределение премий, служат классические примеры с пакетами акций:

50% + 50% — равноправное партнерство;

51% + 49% — у 51% значительно больше прав;

49% + 49% + 2% — каждый из 49% пакетов может стать контрольным, роль 2%-ного пакета резко повысилась.

Из сказанного следует, что полную картину распределения премий за пакеты акций с учетом структуры капитала можно представить в виде семейства зависимостей  $p_i = f_i(n)$ , см. рис. 2, е.

Анализ структуры акционерного капитала позволяет определить величины премий для каждого из пакетов акций оцениваемой компании, а, рассматривая возможные варианты распределения акций, можно предложить инструмент для расчета премий различных пакетов в виде “матрицы премий”.

В методической литературе рекомендуемое значение премии за контрольный пакет составляет от 20 до 40% стоимости предприятия (см., например, [1]). Наш аналитический обзор более 150 источников информации (информационная система “Интернет”) подтверждает этот интервал.

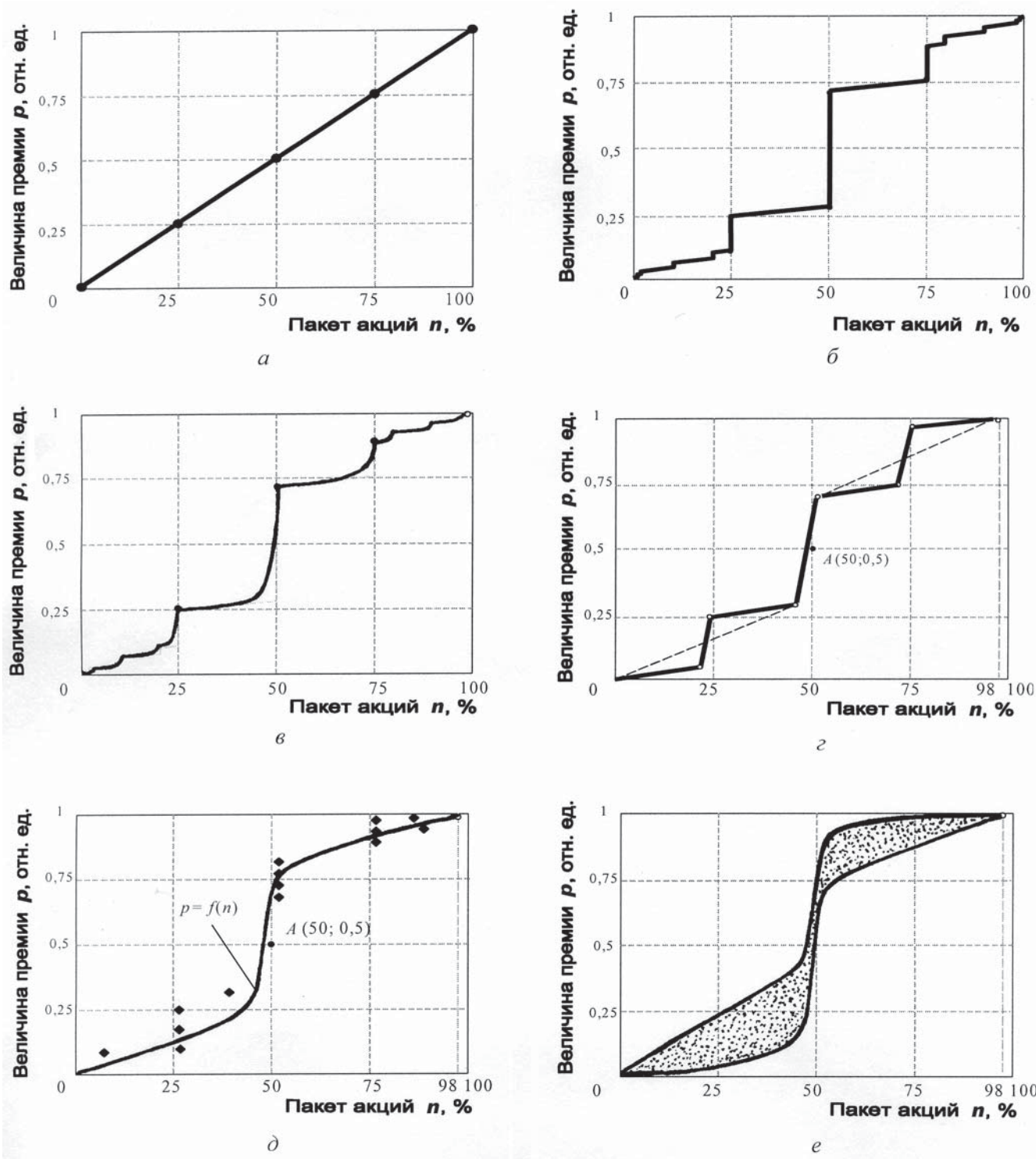


Рис. 2. Эволюция методов оценки премий за пакеты акций:

*а* — премия за объем контроля [1, с. 118–119]; *б* — индивидуальная оценка премий за юридические преимущества (+ премии за количество); *в* — фактор сглаживания скачков перед контрольными точками; *г* — линейная аппроксимация зависимости величины премии от размера пакета акций; *д* — регрессионная аппроксимация зависимости величины премии от размера пакета акций; *е* — семейство регрессионных зависимостей, соответствующих различным структурам капитала

Таблица 2. Примеры назначения премий

Организация	Покупатель	Пакет, %	Премия, %	Условия продажи	Источник
РАО "Норильский никель"	ОНЭКСИМ банк	38; 100	30; выше 40	Залог	<a href="http://www.valnet.ru/m7-44.phtml">www.valnet.ru/m7-44.phtml</a>
"Сибнефть"	"ЮКОС"	контрольный пакет	25–30	Слияние	<a href="http://money.rin.ru/cgi-bin/main.pl?division=news&amp;id=3759">money.rin.ru/cgi-bin/main.pl?division=news&amp;id=3759</a>
Британская нефтяная компания "Lasmo Plc."	"ENI" (крупн. итал. энергетич. комп.)	100	12	Рыночн. (конкурент - крупн. амер. компания)	<a href="http://to-pnews.com.ua/index.phtml?disp=2139&amp;stt=40">to-pnews.com.ua/index.phtml?disp=2139&amp;stt=40</a>
"Роснефть"		50% + 1	25		<a href="http://www.nefte.ru/company/rus/rosneft5.htm">www.nefte.ru/company/rus/rosneft5.htm</a>
"Mobil"	"Еххон"	100	25–30	Поглощение	<a href="http://www.optim.ru/fin/2001/1/rvygon/rvygon.asp">www.optim.ru/fin/2001/1/rvygon/rvygon.asp</a>
"Elf Aquitaine"	"Total Fina"	100			
"YFG"	"Repsol"	85,01			
"Saga Petro-leum"	"Norsk Hydro"	100			
"КоміТЕК"	"LUKoil"	100			
"Arco"	"BP Amoco"	100			
"ОНАКО"	"Tyumen Oil"	85			
"Техасо"	"Chevron"	100			
"Славнефть"	"Инвест-Ойл"	75	13,5		<a href="http://biz.finmarket.ru/material.asp?id=1&amp;mid=507">biz.finmarket.ru/material.asp?id=1&amp;mid=507</a>

Опуская математические расчеты, позволяющие установить точный баланс между соотношениями премий, приведем пример матрицы премий для 40%-ного вознаграждения за абсолютный контроль:

Таким образом, анализ структуры акционерного капитала дает дополнительный инструмент для определения стоимости различных пакетов акций. Предлагаемый метод может быть использован:

1) совместно с методом чистых активов при уточнении стоимости предприятия и определении стоимости различных пакетов акций;

2) совместно с доходным подходом, когда из стоимости всего предприятия необходимо выделить стоимость какого-либо пакета прав собственности (акций);

3) при корректировке итоговой величины стоимости предприятия (бизнеса);

4) при определении стоимости пакета акций по котировочной стоимости одной акции на фондовом рынке;

5) при решении специальных задач, связанных с учетом индивидуальных особенностей бизнеса (например, изменение стоимости пакета акций в результате реструктуризации или вынужденного выкупа акции в соответствии со ст. 75 и ст. 76 ФЗ "Об АО" и др.).

Таблица 3. Матрица премий

№ п/п	Структура капитала (основные варианты), %	Распределение премий (условные значения), %
1	98...100 (1 пакет)	40
2	90 + 10	35 + 5
3	80 + 20	32 + 8
4	80 + 10 + 2 + 1 + ...	32 + 5 + 1 + 0,5
5	75 + 25	30 + 10
6	75 + 20 + 2 + 1 + ...	30 + 8 + 1 + 0,5
7	75 + 10 + 10 + 2 + 2 + 1	27,5 + 5 + 5 + 1 + 1 + 0,5
8	50 + 50	20 + 20
9	51 + 49	25 + 15
10	49 + 49 + 2	17,5 + 17,5 + 5
11	50 + 25 + 25	22 + 9 + 9
12	51 + 25 + 20 + ...	23 + 10 + 6
13	50 + 20 + 20 + 2 + 1 + ...	22 + 4 + 4 + 4 + 4 + 1 + 0,5
14	50 + 10 + 10 + 10 + 10 + 2 + 1 + ...	22 + 10 + 6
15	25 + 20 + 10 + 2 + 1 и т.д.	10 + 8 + 5 + 1 + 0,5

## Литература

1. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И. Кошкина. М.: ИКФ "ЭКМОС", 2002.
2. Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг: Учеб. пособ. М.: ИНФРА-М, 2003.



# К вопросу о стоимости контроля

— Если б не контроль, все было бы проще...  
— Контроль — неконтроль, — об чём речь-то?  
*(Из разговора в транспорте)*

В практике инвестиционных банкиров и финансовых консультантов нередко приходится заниматься вопросами формирования тендерных предложений, одной из задач которых является определение цены акций при попытке приобретения стратегических пакетов. Необходимое условие успешности сделки — предоставление держателю крупного пакета акций премии к текущей биржевой цене, а также определение скидки для выкупа акций у несогласных со сделкой миноритарных акционеров. Рассмотрению этих и смежных вопросов посвящена настоящая статья.

Феномен корпоративного контроля в стоимостном разрезе представляет собой право перераспределения фактически большей части долевых имущественных интересов акционеров при юридическом обладании меньшей частью имущества компании. Это право обусловлено законодательным и нормативным делегированием ряда полномочий по управлению имуществом и финансово-хозяйственной деятельностью компаний их управляющим, назначаемых, как правило, наиболее крупными акционерами компании. Делегирование полномочий означает добровольный (а для некоторых миноритарных акционеров, скорее, “добровольно-принудительный”) отказ акционеров от части имущественных прав по распоряжению собственным имуществом. Назначенные большинством акционеров управляющие, действуя в интересах вверенной им компании, прежде всего, заботятся об интересах выбравших их крупнейших акционеров. Так, иногда назначенные крупнейшими акционерами управляющие, используя несовершенства действующего законодательства, уводят часть прибыли компании в другие свои “карманные” компании, чем откровенно ущемляют интересы остальных акционеров. Для этого они используют широко известные схемы трансфертного ценообразования, вывода активов, разнесения центров прибыли и затрат в рамках созданных холдинговых структур. Все это приводит к отличию фактических долей участия разных групп акционеров от их номинальных долей. Степень такой непропорциональности изменяется от компании к компании в зависимости от сбалансированности интересов акционеров и наличия или отсутствия “серых” схем увода прибыли из компании: минимальная степень непропорциональности присуща прозрачным компаниям со сбалансированной структурой акционеров, максимальная — непрозрачным компа-



ниям, практикующим нарушения прав миноритарных акционеров. Следствием непропорциональности прав является различная стоимость акций в составе разных пакетов: как правило, в стратегически крупных голосующих пакетах (абсолютно контрольном (75%), контрольном (50% + 1 акция) и/или блокирующем (25% + 1 акция)) стоимость одной акции выше стоимости одной акции в составе миноритарных пакетов. Указанное различие будет тем сильнее, чем больше ущемляются интересы миноритарных акционеров, например, при наличии неблагоприятной для них структуры акционерного капитала, при которой абсолютно контрольный пакет акций принадлежит одному лицу, или когда топ-менеджеры компании манипулируют дивидендами и дополнительными эмиссиями акций по закрытой подписке, приводящим к размыванию пакетов миноритарных акционеров.

Нарушения прав миноритарных акционеров характерны для закрытых компаний. В том случае, если компания стремительно растет и собирается привлечь под новые проекты средства на фондовом рынке (т.е. речь идет об увеличении акционерного капитала посредством эмиссии и размещения на рынке новых акций), ее руководству выгодно иметь позитивный имидж и, следовательно, не ущемлять права миноритариев. В момент подготовки IPO в таких компаниях стоимость акций миноритарных акционеров стремительно растет. Для акционеров, инициировавших новую эмиссию и размещение акций на рынке, главным становится привлечение определенных денежных средств при минимальном снижении своих существующих долей участия.

Для количественного измерения влияния контроля на стоимость акций в составе различных пакетов в зависимости от сложившейся структуры акционерного капитала и норм корпоративного управления автор настоящей работы создал вычислительный аппарат, описание которого представлено ниже.

Начальные условия просты: мы можем определить стоимость 100% пакета акций одним (или несколькими) из методов, учитывающих стоимость контроля, или одним из методов, не учитывающих стоимость контроля. Кроме того, иногда известны биржевые цены акций и цены акцептованных тендерных предложений о покупке определенных пакетов акций.

## 1. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЯ

Оценку стоимости контроля, как и многое другое в оценке, можно осуществить прямым и косвенным способом. Прямой способ наиболее точен, однако необходимые для его применения данные, как правило, наименее доступны (информация о доле затрат, идущая на личное обогащение главных акционеров и относимых на управленческие и коммерческие расходы, а иногда и на себестоимость, как правило, недоступна “сторонним наблюдателям”). Теоретически при адекватной оценке генерируемого контролем денежного потока определение стоимости контроля не представляет проблемы — оценка ее стоимости осуществляется методом дисконтированных денежных потоков.

Поскольку определение реального “денежного потока контроля” для оценщика-аутсайдера является зачастую неразрешимой задачей, оценку стоимости контроля можно осуществить косвенным способом. При косвенном способе оценки стоимость контроля определяется следующим образом:

$$CV = M_{Capc} - M_{Cap} = 120 - 100 = 20, \quad (1)$$

где

$M_{Cap} = p \times N$  — рыночная капитализация без учета стоимости контроля, здесь для примера  $M_{Cap} = 100$ ;  $p$  — биржевая цена одной акции, или расчетная стоимость одной акции, полученная одним из методов, определяющих стоимость акций без учета контроля<sup>1</sup>,  $p = 1$ ;

$N$  — общее количество акций компании,  $N = 100$ ;

$M_{Capc}$  — взвешенная оценка рыночной капитализации с учетом стоимости контроля, полученная расчетным путем методами, учитывающими стоимость контроля<sup>2</sup>, либо на основе цен акцептованных тендерных предложений о приобретении стратегически значимых пакетов,  $M_{Capc} = 120$ .

Существует еще один косвенный способ определения стоимости контроля, основанный на использовании информации о ценах тендерных предложений за акции в составе контрольного или блокирующего пакетов. К рассмотрению этого способа перейдем в последнем разделе настоящей статьи.

<sup>1</sup> Таким методом является, например, сравнительный метод на базе отраслевых мультипликаторов, в итоговом результате которого учтена при необходимости скидка на неликвидность (если акции компаний-аналогов обращаются на ОРЦБ, а акции оцениваемой компании не обращаются на ОРЦБ), но не учтена скидка на неконтрольный размер пакета.

<sup>2</sup> Такими методами являются, в частности, методы дисконтированных денежных потоков и скорректированных чистых активов. Получение объективной взвешенной оценки возможно лишь при наличии однопорядковых результатов оценок, полученных в рамках применения методов скорректированных чистых активов и дисконтированных денежных потоков.

## 2. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РАЗМЕРА ЦЕНОВЫХ СКИДОК И ПРЕМИЙ ЗА ОТСУТСТВИЕ ИЛИ НАЛИЧИЕ КОНТРОЛЯ

### 2.1. РАСЧЕТ ЦЕНОВЫХ СКИДОК И ПРЕМИЙ ПРИ НАЛИЧИИ КОНТРОЛЬНОГО И ОТСУТСТВИИ БЛОКИРУЮЩЕГО ПАКЕТОВ

Для расчета премий и скидок рассмотрим сначала структуру акционерного капитала, в которой есть один контрольный пакет и отсутствует блокирующий пакет (т.е. остальные пакеты распылены).

Введем новые обозначения:

$N_{nk}$  — общее количество акций в составе неконтрольных пакетов акций,  $N_{nk} = 49$ ;

$N_k$  — общее количество акций в составе контрольного пакета акций,  $N_k = 51$ ;

$p_a = M_{Capc}/N$  — расчетная стоимость одной акции в составе обезличенного пакета акций (т.е. когда нет информации о характере пакета — неизвестно, является ли он контрольным, или нет),  $p_a = 1,2$ ;

$K_k = N_k/N$  — величина контрольной доли,  $K_k = 0,51$ ;

$K_{nk} = N_{nk}/N$  — величина неконтрольной доли,  $K_{nk} = 0,49$ .

С учетом сделанных обозначений определим стоимость контроля, скидки и премии за контроль.

В ситуации отсутствия блокирующего пакета стоимость контроля целиком приходится на контрольный пакет и не приходится на остальные пакеты. Поэтому стоимость контрольного пакета акций будет равна<sup>3</sup>

$$P_k = p_a \times N_k + K_{nk} \times CV = M_{Capc} \times K_k + K_{nk} \times CV = p \times N_k + CV = K_k \times M_{Capc} + CV = 1,2 \times 51 + 0,49 \times 20 = 120 \times 0,51 + 0,49 \times 20 = 1 \times 51 + 20 = 0,51 \times 100 + 20 = 71 \quad (2)$$

(в первой формуле  $p_a$  уже содержит в себе премию за контроль, поэтому мы только добавляем часть премии, оставшейся у неконтрольного пакета).

Стоимость одной акции в составе контрольного пакета акций составляет

$$p_{1k} = P_k/N_k = p + (1 + N_{nk}/N_k) \times CV/N = \frac{M_{Capc}}{N} + \frac{N_{nk}}{N} \times \frac{CV}{N} / \frac{N_k}{N} = \{M_{Capc} + (1 + N_{nk}/N_k) \times CV\} / N = 71/51 = 1 + (1 + 49/51) \times 20/100 = 120/100 + (49 \times 20/100)/51 = \{100 + (1 + 49/51) \times 20\} / 100 = 1,392. \quad (3)$$

Подчеркнутый вариант формулы (3) наглядно демонстрирует, что стоимость одной акции в составе контрольного пакета акций не равна простому частному от деления капитализации с учетом контроля на количество акций — она (эта стоимость) превышает эту пропорцию на  $(N_{nk} \times CV/N)/N_k$ .

Стоимость неконтрольного пакета акций, которую имеет смысл выплачивать при выкупе у несогласных миноритарных акционеров, равна

$$P_{nk} = p_a \times N_{nk} - K_{nk} \times CV = K_{nk} \times (M_{Capc} - CV) = p \times N_{nk} - K_{nk} \times M_{Capc} = 1,2 \times 49 - 0,49 \times 20 = 0,49 \times (120 - 20) = 1 \times 49 = 0,49 \times 100 = 49 \quad (4)$$

(т.е. если известна биржевая цена  $p$ , то просто умножаем на  $N_{nk}$ , а если известно расчетное значение  $M_{Capc}$ , то умножаем на  $K_{nk}$ ).

Стоимость одной акции при выкупе у несогласных миноритарных акционеров составляет

$$p_{1nk} = P_{nk}/N_{nk} = M_{Capc}/N = (M_{Capc} - CV)/N = 49/49 = 100/100 = (120 - 20)/100 = 1. \quad (5)$$

Делаем проверку — сумма стоимостей контрольного и неконтрольного пакетов должна составлять “истинную” (фундаментальную, базовую) стоимость 100% пакета определенную с учетом стоимости контроля:  $71 + 49 = 120 = M_{Capc}$ . Как видно, это условие выполняется.

Теперь, получив значения стоимостей одной акции в составе контрольного и неконтрольного пакетов (что, собственно, и требуется в итоге), определим значения скидок и премий.

Абсолютная премия (скидка) за одну акцию в составе контрольного (неконтрольного) пакета по сравнению с ценой акции в составе неконтрольного (контрольного) пакета составляет  $1,392 - 1 = 0,392$ .

Относительная премия за одну акцию в составе контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе неконтрольного пакета равна  $0,392/1 = 0,392 = 39,2\%$ .

Относительная скидка за одну акцию в составе неконтрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе контрольного пакета составляет  $0,392/1,392 = 0,2816 = 28,16\%$ .

Абсолютное значение скидки для акции в составе неконтрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета составляет  $1,2 - 1 = 0,2$ .

<sup>3</sup> Здесь и далее автор намеренно приводит несколько формул с тем, чтобы оценщики могли воспользоваться наиболее удобной из них в зависимости от имеющихся у них исходных данных.

Относительное значение скидки для акции в составе неконтрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета равняется  $1 - 1/1,2 = 0,17 = 17\%$ .

Абсолютное значение премии за акцию в составе контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета составляет  $1,392 - 1,2 = 0,192$ .

Относительное значение премии за акцию в составе контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе обезличенного пакета равняется  $1,392/1,2 - 1 = 0,16 = 16\%$ .

## 2.2. РАСЧЕТ ЦЕНОВЫХ СКИДОК И ПРЕМИЙ ПРИ НАЛИЧИИ КОНТРОЛЬНОГО И БЛОКИРУЮЩЕГО ПАКЕТОВ

При наличии блокирующего пакета (дополнительно к контрольному) он “оттягивает” на себя часть стоимости контроля от контрольного пакета, поэтому стоимость акций в его составе обычно выше стоимости акций в составе миноритарных пакетов<sup>4</sup>, но ниже стоимости акций в составе контрольного пакета, а стоимость акций в составе контрольного пакета ниже, чем она же при отсутствии блокирующего пакета. Для построения модели расчета введем ряд дополнительных параметров (и, для примера, их значения):

$a$  — доля стоимости контроля, приходящаяся на контрольный пакет акций (пусть  $a = 0,75$ ),

$N_b$  — число акций в составе блокирующего пакета акций,  $N_b = 26$ ,

$K_b$  — доля блокирующего пакета акций в УК,  $K_b = N_b/N = 0,26$ .

Заметим также, что в этой ситуации при неизменном количестве акций  $N = 100$  изменятся количественные параметры миноритарных пакетов:  $N_{nk} = 23$ ,  $K_{nk} = 0,23$ .

С учетом сделанных оговорок расчет стоимости контрольного пакета акций вместо формулы (2) будет осуществляться следующим образом:

$$P_k = p \times N_k + a \times CV = 1 \times 51 + 0,75 \times 20 = 66. \quad (6)$$

Стоимость одной акции в составе этого контрольного пакета

$$P_{1k} = p + a \times CV / N_k = 1 + 0,75 \times 20 / 51 = 1,294. \quad (7)$$

Стоимость блокирующего пакета акций

$$P_b = p \times N_b + (1 - a) \times CV = 1 \times 26 + 0,25 \times 20 = 31. \quad (8)$$

Стоимость одной акции в составе этого блокирующего пакета

$$P_{1b} = p + (1 - a) \times CV / N_b = 1 + 0,25 \times 20 / 26 = 1,192. \quad (9)$$

Как видно из формул (7) и (9), стоимость одной акции в составе контрольного и блокирующего пакетов достигает своего максимума при минимальном количестве акций в составе данного класса пакета (т.е. при минимально возможном блокирующем и минимально возможном контрольном пакетах<sup>5</sup>).

Оценка параметра  $a$  должна осуществляться с учетом особенностей действующего законодательства, норм учредительных документов эмитента, реального распределения мест в совете директоров эмитента, максимальной доли миноритарных альянсов, а также принимая во внимание взаимоотношения крупных акционеров (см. таблицу).

При наличии абсолютного контрольного пакета (75%) у одного акционера этот пакет узурпирует всю стоимость контроля, поэтому параметр  $a$  для него можно считать равным единице<sup>6</sup>. При наличии контрольного и блокирующего пакетов доля контроля может по-разному распределяться между ними. Например, при блокирующем пакете “25% + 1 акция” и контрольном “50% + 1 акция” 65...80% контроля может приходиться на контрольный пакет и 35...20% — на блокирующий (вторые цифры обычно более реалистичны). При отсутствии одного из пакетов (блокирующего или контрольного)

<sup>4</sup> Исключением, при котором инвестиционная стоимость акций в составе миноритарного пакета выше стоимости акций в составе блокирующего или контрольного пакета, может быть случай, когда владелец или владельцы крупных пакетов при приобретении миноритарного пакета переходят в следующий стратегический “клуб”, например, владельцы крупного миноритарного пакета становятся владельцами блокирующего пакета (25% + 1), владельцы блокирующего пакета становятся обладателями контрольного пакета, либо владельцы контрольного пакета становятся владельцами абсолютно контрольного пакета (75%). Описание этой ситуации см. далее в наст. статье.

<sup>5</sup> То же самое относится и к абсолютному контрольному пакету 75%.

<sup>6</sup> На самом деле, принимая во внимание возможности подачи судебных исков миноритарными акционерами, его значение будет несколько меньше единицы. Однако это же означает, что стоимость акций в составе миноритарных пакетов уже содержит в себе некоторую (небольшую) часть стоимости контроля, так что, если эта доля, допустим, равна 1%, то необходимо учесть, что на контрольный и блокирующий пакеты будет приходиться только 99% стоимости контроля, а не 100%, как в примерах текста.

часть стоимости контроля достанется следующим (после самого крупного) по величине пакетам, или альянсу более мелких пакетов. Важно отметить, что в зависимости от реального распределения доли контроля стоимость одной акции в составе контрольного пакета акций может быть как выше, так и ниже стоимости одной акции в составе блокирующего пакета: все зависит от того, в какую сторону нарушена точная пропорция “причитающегося контроля”. Например, при наличии контрольного пакета акций в объеме 51 шт. и блокирующего 26 шт. точная доля контроля, приходящаяся на контрольный пакет, при которой стоимости каждой из акций в составе обоих пакетов равны, составляет

$$a_{\text{кр}} = N_k / (N_k + N_b) = 51 / 77 = 0,662. \quad (10)$$

Если доля контроля контрольного пакета будет выше этого значения, то стоимость одной акции в его составе будет выше стоимости акции в составе блокирующего пакета. И наоборот — если ниже,

#### Распределение контроля в зависимости от структуры акционерного капитала

№ п/п	Структура акционерного капитала	Доля контроля, приходящаяся на абсолютно контрольный пакет (75%)	Доля контроля, приходящаяся на контрольный пакет (50% + 1 акция или 51%)	Доля контроля, приходящаяся на блокирующий пакет (25% + 1 акция)	Доля контроля, приходящаяся на миноритарные пакеты	
					дружественные крупнейшему пакету	враждебные крупнейшему пакету
1	Абсолютно контрольный пакет принадлежит одному владельцу	1	—	—	0	0
2	Есть контрольный пакет, остальные пакеты расплыены (нет стратегических альянсов)	—	1	—	0	0
3	Есть контрольный пакет и невраждебный блокирующий альянс	—	0,9–0,85	—	0,1–0,15	0
4	Есть контрольный пакет и враждебный блокирующий альянс, нет блокирующего пакета	—	0,9–0,6	—	0–0,1	0,1–0,3
5	Есть блокирующий и контрольный пакеты	—	0,65–0,8	0,35–0,2	0	0
6	Есть только блокирующий пакет, остальные пакеты равномерно расплыены между дружественными и враждебными структурами	—	—	0,8–1	0,15÷0	0,05 0
7	Есть блокирующий пакет и дружественный альянс, которые вместе составляют контрольный пакет	—	—	0,6–0,8	0,3–0,1	0,1
8	Есть блокирующий пакет и дружественный альянс, которые вместе составляют абсолютно контрольный пакет	—	—	0,7–0,85	0,3–0,15	0
9	Есть только блокирующий пакет и враждебный контрольный альянс	—	—	0,3–0,6	0,05	0,65–0,35
10	Все пакеты расплыены	—	—	—	Контроль находится в руках топ-менеджеров и, значит, приходится на их акции (если они, как это часто бывает, являются владельцами акций управляемой компании)	
11	Стратегических пакетов нет, но есть стратегические альянсы	В этой ситуации альянсы условно считают пакетами, поэтому сначала определяют доли контроля, приходящиеся на эти условные пакеты (см. выше расположенные строки этой таблицы), после чего определяют доли контроля внутри альянсов				

Примечание. Числовые значения параметра а в этой таблице основаны на недопущении снижения фактической доли контроля крупнейшего пакета ниже уровня его номинальной доли в УК и соблюдении равенства суммы долей контроля единице. Приведенные в таблице значения не учитывают особенности распределения мест в совете директоров компании.

то ниже. При обладании контрольным пакетом акций “50% + 1 акция” дальнейшее его наращивание имеет смысл лишь до уровня  $N_k = a \times N_{ск}$  ( $N_{ск}$  — минимальное количество акций в составе абсолютно контрольного пакета, составляющего 75% УК). После достижения объема пакета этого значения дальнейшее его наращивание становится целесообразно сразу до уровня абсолютно контрольного пакета 75%<sup>7</sup>.

С учетом этих обстоятельств становится понятным поведение крупных игроков на фондовом рынке — стремление к минимально значимому пакету акций. Так, например, при получении 51% пакета акций дальнейшее наращивание пакета вплоть до следующего стратегического уровня 75% приведет к падению “удельной стоимости пакета” (стоимости одной акции в составе пакета). При переходе объема пакета с уровня “75% – 1 акция” на уровень 75% стоимость каждой акции в составе пакета вновь повышается. Это один из видов бизнеса инвестиционных компаний — формирование стратегических пакетов по “миноритарным ценам” и их продажа стратегическим инвесторам по объективно “правильным” ценам.

Для завершения рассмотрения примера с наличием контрольного и блокирующего пакетов определим стоимость оставшихся миноритарных пакетов акций:

$$P_{nk} = p \times N_{nk} = K_{nk} \times M_{Cap} = 1 \times 23 = 0,23 \times 100 = 23.$$

Дальнейший расчет значений скидок и премий к ценам акций таких пакетов очевиден — при необходимости их расчет проводится аналогично способу расчета, описанному в предыдущем параграфе.

### 3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРИ ФОРМИРОВАНИИ ТЕНДЕРНЫХ ПРЕДЛОЖЕНИЙ

Как уже отмечалось выше (см. сноску 3 в предыдущем разделе), в ситуации, когда владельцы крупного пакета при приобретении мелкого пакета могут стать владельцами стратегически более значимого пакета, они могут предложить владельцу мелкого пакета премию к текущей рыночной цене, причем иногда такую, что в итоге стоимость одной акции в составе приобретаемого миноритарного или блокирующего пакета может превысить стоимость одной акции даже в составе абсолютно контрольного пакета. Для оценки максимального размера премии, которую в этой ситуации могут заплатить без ущерба для себя владельцы одного пакета владельцу другого пакета, введем новые параметры:

$N_a$  — число акций в составе “пакета-приобретателя”,  $N_a = 23$ ,

$N_c$  — число акций в составе целевого миноритарного пакета,  $N_c = 3$ .

Тогда размер максимальной премии при приобретении целевого пакета составит<sup>8</sup>:

$$PR_b = \{p \times (N_b - N_a) + (1 - a) \times CV\} / N_c - p = \{1 \times (26 - 23) + (1 - 0,75) \times 20\} / 3 - 1 = 1,67, \quad (11)$$

где индекс “б” означает принадлежность к блокирующему пакету (т.е.  $PR_b$  означает премию, выплачиваемую за переход пакета-приобретателя в категорию блокирующего пакета), обозначения остальных параметров и их значения соответствуют ранее принятым.

В соответствии с полученным в (11) результатом максимальная цена предложения на покупку каждой акции этого пакета может составить:  $1 + 1,67 = 2,67$  — это намного выше, чем цена одной акции даже в составе контрольного (а по сути абсолютно контрольного) пакета в (3). В реальности, конечно, вряд ли стоит ожидать, что владельцу данного миноритарного пакета будет предложена максимально возможная премия к текущей рыночной цене, поскольку его приобретатели не в последнюю очередь думают о возможности прибыльной перепродажи полученного стратегического пакета в будущем. Скорее всего, надбавка составит не более 10...30%<sup>9</sup> от максимального уровня, т.е. примерно 0,17...0,5, и тогда цена предложения за акцию будет в диапазоне 1,17...1,5.

<sup>7</sup> У контролирующих акционеров существует, правда, и другая альтернатива “скачку” до уровня 75%: нарастить пакет до уровня, например, 70% и осуществить доп. эмиссию акций таким образом, чтобы их доля не снизилась ниже контрольной и при этом по возможности цена размещения каждой новой акции была выше цены одной акции в составе контрольного пакета. Такому сценарию может активно противоборствовать держатель блокирующего пакета, если он [сценарий] грозит ему потерей статуса блокирующего пакета.

<sup>8</sup> Вывод этой формулы следующий. При текущей стоимости пакета из  $N_a$  акций  $p \times N_a$  и покупке  $N_c$  акций по цене  $p_c = (p + PR_b)$  за одну акцию общее число акций становится равным  $N_b$  и пакет становится блокирующим, поэтому его стоимость определяется выражением (8), тогда как затраты на приобретение пакета составляют:  $p \times N_a + (p + PR_b) \times N_c$ . Аналогично выводится выражение для расчета максимальной премии  $PR_b$  (см. далее по тексту).

<sup>9</sup> Это зависит, прежде всего, от соотношения необходимого количества акций и показателя *free float* — количества свободно обращающихся на рынке акций данного эмитента: если необходимое количество акций меньше показателя *free float*, премия к текущей рыночной цене будет небольшой, если же эти показатели сопоставимы по количеству, то премия должна быть большой.



Формулу (11) можно использовать для расчета *максимального размера премии* во всех ситуациях приобретения *минимально возможного* пакета акций, сопровождающихся “стратегическими переходами”. Например, если бы в предыдущем случае владельцы крупного пакета располагали 47 акциями и хотели приобрести пакет из четырех акций, что позволило бы им стать обладателями контрольного пакета, то максимальный размер премии за попадание в контрольный пакет мог составить:

$$PR_k = \{p \times (N_k - N_a) + a \times CV\} / N_c - p = \{1 \times (51 - 47) + 0,75 \times 20\} / 4 - 1 = 3,75.$$

В случаях приобретения избыточного пакета акций (например, когда его продавец не желает дробить пакет) ценность лишних акций не превышает их рыночной стоимости в составе миноритарного пакета, поэтому размер премии в пересчете на одну акцию будет ниже того максимального размера, который возможен в случае приобретения *минимально необходимого* количества акций. Например, если бы в предыдущем примере приобретался пакет не из четырех, а из десяти акций, то максимальный размер премии составил бы 0,9.

#### 4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ КОНТРОЛЯ НА ОСНОВЕ ЦЕН ТЕНДЕРНЫХ ПРЕДЛОЖЕНИЙ

Предположим, оценщику известна одна из цен тендерного предложения, которое было принято:  $p_{\text{тк}}$  — цена принятого тендерного предложения за одну акцию в составе контрольного пакета при приобретении всего пакета, или  $p_{\text{тб}}$  — цена принятого тендерного предложения за одну акцию в составе блокирующего пакета при его приобретении. Кроме того, оценщику известно, что в структуре акционерного капитала существует второй стратегический пакет и в то же время ему неизвестна стоимость 100% пакета акций с учетом стоимости контроля (параметр  $M_{\text{Сарс}}$ ). Тогда определение другой неизвестной стоимости ( $p_{\text{тб}}$ , если известна  $p_{\text{тк}}$ , или  $p_{\text{тк}}$ , если известна  $p_{\text{тб}}$ ) возможно лишь при наличии информации о размерах пакетов, распределении контроля между ними и цены акций в составе миноритарных пакетов. Определение стоимости контроля в этой ситуации является для оценщика необязательной (но обязательной для лиц участвующих в сделке!), а в большей мере вспомогательной процедурой — для возможности использования вышеприведенных формул с целью оценки одной из неизвестных стоимостей.

Для определения стоимости контроля на основе цен тендерных предложений воспользуемся равенством стоимостей стратегических пакетов определенных по формулам (6) и (8) и цен тендерных предложений этих пакетов.

Если известна цена принятого тендерного предложения за контрольный пакет акций

$$P_k = p_{\text{тк}} \times N_k,$$

то, приравнявая это выражение к ранее полученному выражению для стоимости контрольного пакета акций при наличии блокирующего пакета (см. формулу (6)), получим стоимость контроля:

$$CV = N_k \times (p_{\text{тк}} - p) / a. \tag{12}$$

Если известна цена принятого тендерного предложения за блокирующий пакет акций

$$P_b = p_{\text{тб}} \times N_b,$$

то, приравнявая ее значение к ранее полученной расчетной стоимости блокирующего пакета акций при наличии контрольного пакета (см. формулу (8)), получим еще одно выражение для стоимости контроля:

$$CV = N_b \times (p_{\text{тб}} - p) / (1 - a). \tag{13}$$

Используя выражения (12) и (13), можно получить выражение для определения теоретического (расчетного) значения стоимости одной акции в составе блокирующего пакета ( $p_{\text{тб}}$ ) при известном значении цены одной акции ( $p_{\text{тк}}$ ) в принятом тендерном предложении о покупке контрольного пакета акций:

$$p_{\text{тб}} = p + (N_k / N_b) \times (p_{\text{тк}} - p) \times (1 - a) / a, \tag{14}$$

или выражение для  $p_{\text{тк}}$  при известном значении  $p_{\text{тб}}$ :

$$p_{\text{тк}} = p + (N_b / N_k) \times (p_{\text{тб}} - p) \times a / (1 - a). \tag{15}$$



Следует отметить, что цены тендерных предложений, как правило, не совпадают с расчетными рыночными стоимостями соответствующих стратегических пакетов, поскольку в реальности такие пакеты могут иметь только инвестиционную стоимость, которую и обозначают в той или иной мере цены тендерных предложений. Возможные отличия инвестиционной стоимости от расчетной рыночной стоимости в данном случае обусловлены, прежде всего, двумя факторами: во-первых, соотношением необходимого количества акций и количества акций, свободно обращающихся на рынке; во-вторых, незнанием лиц участвующих в сделке соответствующей методологии расчета.

Подводя итог, отметим, что предложенная в настоящей статье методология предоставляет инвесторам реальную возможность определения стоимости контроля и обусловленных им премий и скидок. Эта стоимость контроля, в отличие от широко распространенных эмпирических зарубежных констант, перепечатываемых безоглядно из одной книги в другую на протяжении всего последнего десятилетия<sup>10</sup>, позволяет учитывать структуру акционерного капитала и отличия биржевой стоимости акций в составе малых пакетов от фундаментальной стоимости для стратегических инвесторов. Особо подчеркнем, что вышеприведенный подход позволяет осуществлять оценку стоимости не только юридически контрольных пакетов, но и пакетов, фактически являющихся таковыми<sup>11</sup>. Применение предложенной методологии позволит более обоснованно рассчитывать скидки/премии за отсутствие/наличие контроля и избегать имеющегося до сих пор волюнтаризма, когда определение конкретного размера скидки или премии осуществляется так называемым “экспертным методом” из диапазона скидок/премий, определенных “кем-то когда-то и не в нашей стране” (руководствуясь при этом в большей мере стремлением к получению желаемого результата, нежели стремлением к получению объективной оценки).

P.S. Автор выражает признательность канд. экон. наук Игорю Александровичу Егереву, чьи ценные замечания позволили избежать неточностей при подготовке раздела 2.1 настоящей статьи.

---

<sup>10</sup> Один пример: в современной отечественной и зарубежной оценочной литературе при рассмотрении вопросов определения скидок и премий за контроль не делается никакого различия между скидками, применяемыми для блокирующего и миноритарных пакетов, они просто приравниваются друг к другу — те же 20...40%.

<sup>11</sup> Например, при сильном распылении миноритарных пакетов и наличии только одного крупного по юридическим меркам блокирующего пакета последний фактически является контрольным пакетом.

# Управление стоимостью компании на основе теории заинтересованных сторон и многокритериальной теории полезности

Стремление компаний выигрывать в конкурентной борьбе вынуждает их искать новые решения для оптимизации бизнеса, внедрять информационные системы управления, снижать вероятности неверных управленческих решений. Эта работа требует априорного определения и формализации компанией целей своей деятельности.

Данная статья “выросла” из комплексного инвестиционного анализа компании. Инвестиционная составляющая является одним из наиболее важных компонентов стратегии развития предприятия, поэтому системный инвестиционный анализ невозможно проводить в отрыве от стратегических целей компании. При попытках формализации целей компании для автоматизированных систем оптимизации инвестиционного и стратегического плановых процессов возникает проблема построения целевой функции. Можно выделить два аспекта данной проблемы.

Первый аспект: информационная технология генерирует все больше данных по мере выполнения компанией своей деятельности и позволяет собирать и получать информацию, которая прежде была недоступной. Эта технология оставляет также простор для более разностороннего анализа и использования расширенных данных. Но повсеместное распространение информационной технологии ставит серьезную проблему перед исполнителями — слишком много информации. Эта проблема создает новые формы применения информационной технологии для них — накопление и анализ потоков информации. Рассмотрение данного аспекта приводит к созданию автоматизированных систем планирования.

Второй (но не по важности) аспект заключается в концептуальной схеме построения целевой функции. “Высшее руководство хорошо знает, что многие его стратегические решения связаны с целой совокупностью противоречивых целей, и потому просто *неверно* полагать, что “с качественной” точки зрения решения в бизнесе просты, так как целевая функция кристально ясна” [1; с. 18]. Можно также указать на то, что в ходе научно-практических обсуждений зачастую сходятся во

мнении, что тема управления в интересах собственника (Shareholder Value Management) для России пока достаточно далека, хотя во многих случаях элементы управления в интересах собственника применяются, особенно там, где главные акционеры активно участвуют в управлении компанией и занимают высшие управленческие посты.

Обычно, например, в практике инвестиционного планирования применяют следующий подход. Рассматривают три варианта развития событий: пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический. Для каждого из вариантов проводят оценки критериев эффективности инвестиционных проектов, как, например, регламентируется в методических рекомендациях [2]. На основании этих оценок принимают решение о том или ином распределении капитала и о величине вложений вообще. Как правило, есть некий основной критерий, это может быть NPV (Net Present Value) или MIRR (Modified Internal Rate of Return), который имеет решающее значение, а остальные критерии должны находиться на приемлемых уровнях. Наибольший недостаток этого подхода в контексте инвестиционного планирования на предприятии состоит в его “проектности”, т.е. рассматривается эффективность реализации проекта в отрыве от состояния системы — компании в целом. При использовании такого подхода расчеты априори будут стремиться к таким проектам, которые будут полностью реализовываться в расчетный период, при этом будет возникать ситуация, когда ресурсы компании будут брошены на получение больших результатов за расчетный период по проекту без учета состояния компании к концу этого срока.

Следовательно, при долгосрочном планировании необходимо рассматривать проекты в контексте пользы для компании в целом в долгосрочной перспективе. Для значительной части “западных” компаний решение прозвучало бы как “создание биржевой стоимости акций”. К сожалению, в настоящее время данный подход мало применим для российских компаний. Российский фондовый рынок не сформировался в достаточной для этих задач степени, и при отсутствии значительных объемов торгов не позволяет судить о стоимости подавляющего большинства компаний на основании единичных сделок. Кроме того, далеко не все компании созрели для вывода своих акций в торговые системы. Но все эти трудности не отвергают разумности идеи такого целеполагания. Имеет смысл взять тезис увеличения рыночной стоимости бизнеса в качестве целевой функции, но при этом придется использовать подход, отличный от подхода к определению рыночной капитализации на основе биржевых котировок акций.

Согласившись на этот критерий, рассмотрим другую сторону такого целеполагания — социальную. Как пишет Майкл Дженсен [3], 200 лет исследований в области экономики и финансов указывают на то, что социальное благосостояние максимизируется, когда все фирмы в экономике стремятся максимизировать свою собственную рыночную стоимость. Ради справедливости нужно указать и такие обстоятельства, когда критерий максимизации стоимости не максимизирует социальное благосостояние. Это случаи существования монополий и “экстерналий”. Как указывается в [3, с. 12], хотя существует много целевых функций, которыми могут руководствоваться менеджеры компаний в своих решениях, максимизация стоимости важна, поскольку в наибольшей степени удовлетворяет максимизации общественного благосостояния.

Кроме того, данный подход позволяет решить проблему многомерности. Логически невозможно проводить максимизацию в более чем одном измерении при наличии противоречивых целей, целенаправленное поведение требует скалярной целевой функции. Относительно стратегических целей А. Томпсон и А. Стрикленд отмечают [4, с. 64]: “Компания, которая постоянно упускает возможности упрочнения своих конкурентных позиций в долгосрочной перспективе (вместо этого делая выбор в пользу немедленного улучшения финансовых показателей) рискует подорвать свою конкурентоспособность, лишаясь движущей силы на рынке, потерять способность противостоять своим более честолюбивым конкурентам. Риск особенно велик, когда конкуренты компании нацелены на рост и придают большее значение достижению лидерства в отрасли в долгосрочной перспективе, чем текущим прибылям”.

Как противоположность, можно обозначить теорию заинтересованных сторон (stakeholders theory), утверждающую, что менеджеры должны принимать решения, учитывая интересы всех заинтересованных сторон компании. Сторонники этой теории отказываются определить, каким образом приходится к компромиссу между заинтересованными сторонами, и, тем самым, оставляют менеджерам теорию, которая делает невозможным для них принимать целенаправленные решения. В отсутствие таковых правил теория заинтересованных сторон делает менеджеров неподотчетными.

Компания не может максимизировать свою стоимость, если она игнорирует интересы своих заинтересованных сторон. Необходимо сочетание этих двух подходов — принятие максимизации долгосрочной рыночной стоимости фирмы как критерия для принятия компромиссов между заинтересованными сторонами.

В настоящее время велик интерес к управленческим эквивалентам теории заинтересованных сторон, примером которых может служить сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard, BSC). Этому инструменту также присущ обозначенный выше недостаток теории. Хотя разработчики инструмента Р. Каплан и Д. Нортон [5] указывают на то, что все цели компании в итоге выливаются в финансовые и строят стратегическую карту, описывающую эти связи, они не доводят этот тезис до построения скалярной функции.

## ОПЫТ СОЕДИНЕНИЯ СБАЛАНСИРОВАННОЙ СИСТЕМЫ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И МНОГОКРИТЕРИАЛЬНОЙ ТЕОРИИ ПОЛЕЗНОСТИ

После проведения первоначального интервьюирования высших управленцев была составлена система целей, подобраны показатели и их конкретные значения. В дальнейшем было принято решение об исключении ряда показателей из системы из-за невозможности их квантификации и изменения ряда из них. В результате система показателей приобрела вид табл. 1.

Таблица 1. Пример сбалансированной системы показателей

Область	Стратегическая цель	Показатель	Диапазон
Финансы	1. Обеспечение темпов роста продаж выше отраслевых	1. Рост продаж	0–30 %
	2. Рост прибыли	2. Рост размера прибыли	0–500 %
	3. Увеличение стоимости бизнеса	3. Увеличение рыночной стоимости скорректированных чистых активов	0–5 раз
Клиент	1. Максимальное обеспечение требований клиентов	1. Доля поставок без рекламаций	30–70 %
	2. Высокое качество выпускаемой продукции (положение приоритетного поставщика)	2. Доля продаж постоянным клиентам	0–100 %
	3. Улучшение соотношение цена/качество	3. Оценка клиента	Первое место с точки зрения 0–100 % клиентов
Процессы	1. Инновационный процесс	1. Доля новых изделий	0–100 %
	2. Улучшение обслуживания клиентов	2. Доля дополнительных услуг	0–75 %
	3. Операционная эффективность	3. Процент без простоя вследствие поломок и переналадок	30–70 %
Персонал, обучение	1. Повышение удовлетворенности сотрудников	1. Текучесть кадров	0–100 %

Цели, указанные в табл. 1, связаны между собой причинно-следственными связями. В методе BSC принято отображать эти связи в виде так называемой стратегической карты (рис. 1).

В качестве показателя стоимости бизнеса было принято решение взять рыночную стоимость скорректированных чистых активов, поскольку проведение полномасштабных работ по оценке обоснованной рыночной стоимости бизнеса представляет собой весьма затратное мероприятие и даже представляется невозможным в ряде случаев из-за ограничения, например, по времени. Тем более, что если использовать в качестве показателя стоимости бизнеса рыночную стоимость скорректированных чистых активов, то остальные показатели можно рассматривать как системный эффект первого порядка — оценку “гудвилла” (goodwill). Таким образом, если рассматривать в качестве долгосрочной цели предприятия увеличение обоснованной рыночной стоимости действующего бизнеса, можно получить систему показателей, которая весьма хорошо ее описывает. В качестве показателя для стратегической цели “Повышение удовлетворенности сотрудников” должен быть использован опережающий фактор, такой как, например, “доля рационалистических предложений на одного сотрудника”, и даже в этом конкретном случае было бы полезно расширить аспект “Персонал и обучение” другими показателями. Но на момент интервьюирования отсутствовала практика и статистика подобной работы, вследствие чего было принято решение о временном сужении аспекта и использования запаздывающего показателя “Текучесть кадров”.

Сформулируем несколько определений и теорем, чтобы можно было ссылаться на них в дальнейшем [1, с. 279].

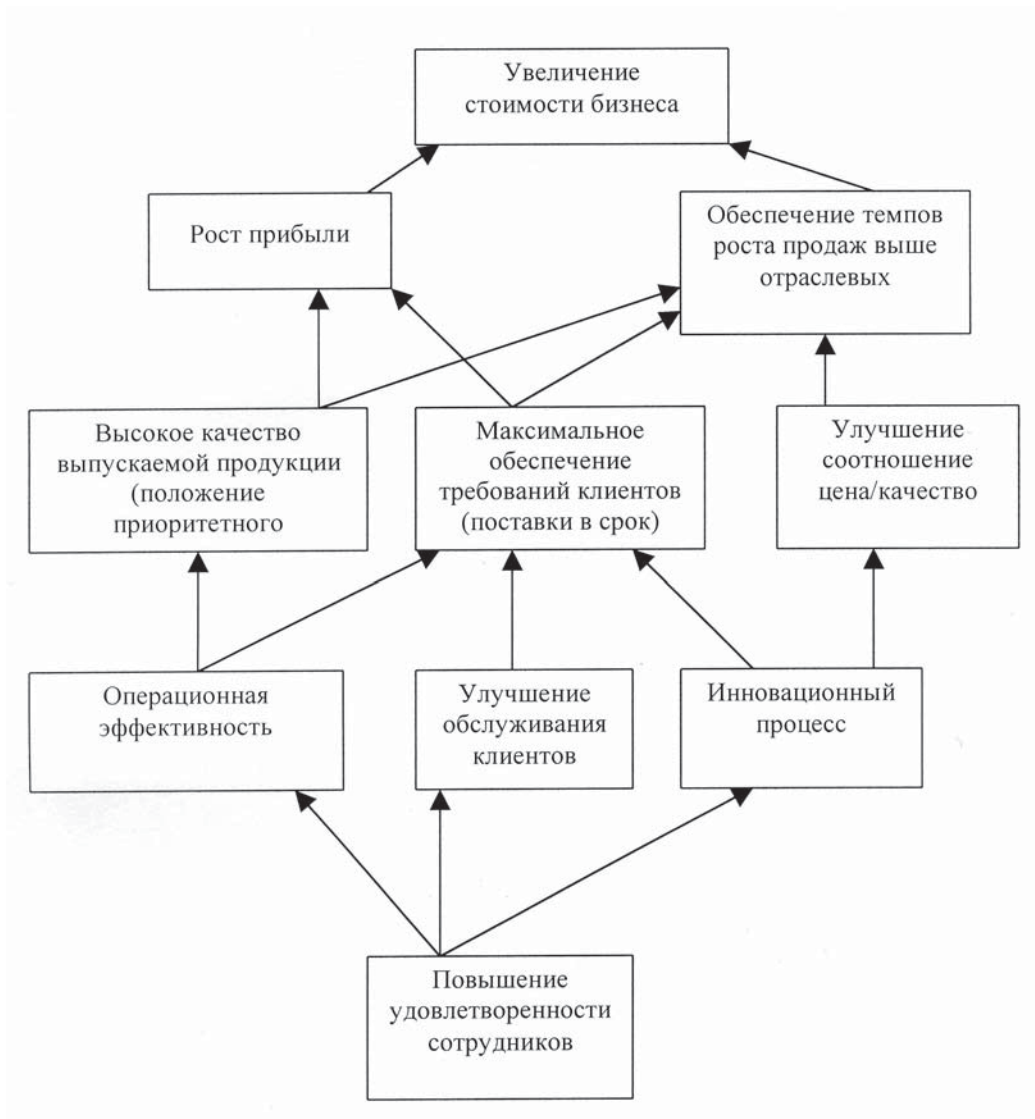


Рис. 1

**Определение.** Факторы  $X_1, X_2, \dots, X_n$  называются *взаимонезависимыми по полезности*, если каждое подмножество факторов из множества  $\{X_1, X_2, \dots, X_n\}$  не зависит по полезности от своего дополнения.

**Теорема 1.** Если факторы  $X_1, X_2, \dots, X_n$  являются взаимонезависимыми по полезности, то

$$\begin{aligned}
 u(x) = & \sum_{i=1}^n k_i u_i(x_i) + k \sum_{\substack{i=1 \\ j>i}}^n k_i k_j u_i(x_i) u_j(x_j) + \\
 & + k^2 \sum_{i=1, j>i, l>j}^n k_i k_j k_l u_i(x_i) u_j(x_j) u_l(x_l) + \\
 & + \dots + k^{n-1} k_1 k_2 \dots k_n u_1(x_1) u_2(x_2) \dots u_n(x_n),
 \end{aligned}$$

где

$x_i$  — фактическое значение фактора  $X_i$ ;

функция полезности  $u(x)$  нормализована условиями  $u(x_1^0, x_2^0, \dots, x_n^0) = 0$  и  $u(x_1^*, x_2^*, \dots, x_n^*) = 1$ ;

$u_i(x_i)$  — условная функция полезности для фактора  $X_i$ , нормализованная условиями  $u_i(x_i^0) = 0$  и  $u_i(x_i^*) = 1, i = 1, 2, \dots, n$ ;

$k_i = u(x_i^*, \bar{x}_i^0)$ ;

$k$  — шкалирующая константа, определяемая из уравнения

$$1 + k = \prod_{i=1}^n (1 + k k_i) \dots$$

**Следствие.** Если предположения теоремы 1 справедливы и, кроме того, лотерея с равновероятными исходами  $(x'_1, x'_2, \bar{x}_{12}^+)$  и  $(x''_1, x''_2, \bar{x}_{12}^+)$  равноценна для лица, принимающего решение, лотерея с равновероятными исходами  $(x'_1, x'_2, \bar{x}_{12}^+)$  и  $(x''_1, x''_2, \bar{x}_{12}^+)$ , функция полезности должна быть аддитивной. Если эти две лотереи не равноценны, то функция полезности мультипликативна.

**Теорема 2.** Пусть имеются факторы  $X_1, X_2, \dots, X_n$ . тогда следующие условия являются эквивалентными:

1. Факторы  $X_1, X_2, \dots, X_n$  взаимонезависимы по полезности.

2.  $\bar{X}_i = UI$ ,  $i = 1, 2, \dots, n$ .

3.  $\{X_i, X_{i+1}, \dots, X_n\} \in UI$ ,  $i = 1, 2, \dots, n$ , и  $\{X_1, X_2, \dots, X_{n-1}\} \in UI$ .

4.  $\{X_i, X_{i+1}\} \in UI$ ,  $i = 1, 2, \dots, n-1$ ;  $n \geq 3$ .

5.  $X_1 \in UI$  и  $\{X_1, X_i\} \in PI$ ,  $i = 2, 3, \dots, n$ ;  $n \geq 3$ . Можно сформулировать в более общем виде. В этом случае необходимо, чтобы любой из факторов, не обязательно  $X_1$ , был независим по полезности от своего дополнения.

Здесь  $UI$  означает независимость по полезности множества факторов от его дополнения,  $PI$  — аналогичную независимость по предпочтению.

После проверки был сделан вывод о возможности допущения, что в пределах диапазонов изменения, указанных в табл. 1, каждая пара критериев не зависит от своего дополнения.

Из условия независимости по предпочтению следует, что существует аддитивная функция ценности, аргументами которой являются 10 вышеуказанных критериев. Из теорем 1 и 2 (мы имеем случай, когда именно один критерий не зависит по полезности от своего дополнения, п. 2 теоремы 2) следует, что для квантификации предпочтений может быть использована либо аддитивная, либо мультипликативная функция полезности. Из следствия к теореме 1 был сделан вывод о том, что функция полезности должна иметь мультипликативный вид и выражаться в виде

$$1 + k(x) = \prod_{i=1}^{10} [1 + k_i u_i(x_i)],$$

где  $0 \leq u_i \leq 1$ ,  $0 \leq u_i \leq 1$ ,  $i = 1, \dots, 10$ ,  $k = \text{const}$ ,  $k \neq 0$ ,  $k > -1$ .

Все 10 функций полезности были построены с использованием шкалы от 0 до 1 (рис. 2).

Метод, используемый для нахождения значений коэффициентов, не является критичным, его выбор зависит от предпочтений эксперта.

Ранжирование значений шкалирующих констант мультипликативной функции полезности  $k_i$  представлено в табл. 2. При определении их относительных значений рассматривалась относительная желательность последствий, которые получаются, когда значение одного из критериев на более желательном уровне, в то время как значения остальных критериев — на наименее желательных уровнях. Для установления относительных численных значений этих коэффициентов была проведена квантификация замещений для пар критериев. Результаты этой квантификации приведены в графе “Равноценный эквивалент”.

Для определения абсолютных значений шкалирующих коэффициентов использовали метод описанный Кини Р. и Райфа Х. [1, с. 272]. Было получено, что шкалирующий коэффициент для первого критерия  $k_1$  должен быть равен 0,67. Отсюда были найдены значения шкалирующих коэффициентов для остальных критериев.

Зная, что значения шкалирующих коэффициентов в сумме составляет 3,0418 и что для выражения предпочтений подходит мультипликативная функция полезности, можно воспользоваться соотношением

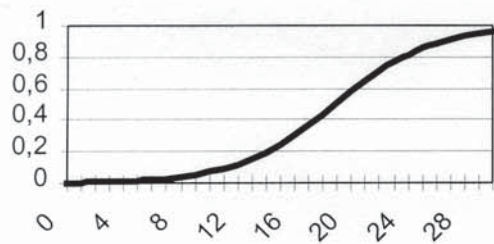
$$1 + ku(x) = \prod_{i=1}^{10} [1 + k_i u_i(x_i)],$$

подставив в него значения для наиболее желательных последствий. В результате получится уравнение относительно  $k$  [1, с. 337]:

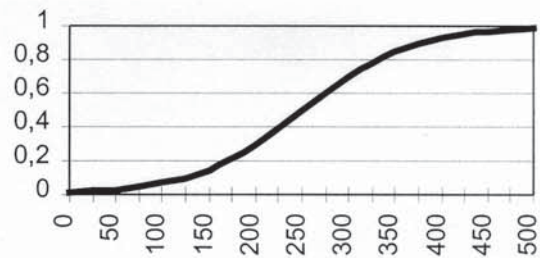
$$1 + k = \prod_{i=1}^{10} (1 + k_i).$$

В результате решения уравнения было получено  $k = -0,977$ . Столь низкое значение  $k$  указывает на высокую степень “взаимодополняемости” предпочтений по различным критериям.

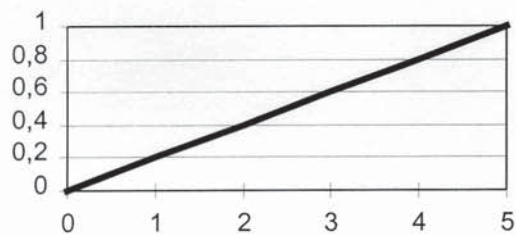




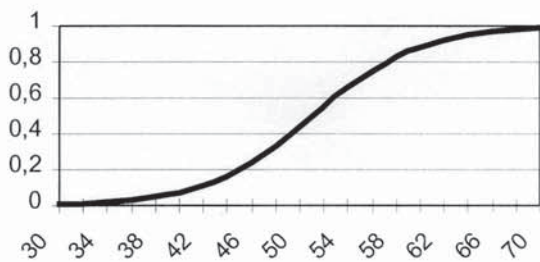
$X_1$  — рост продаж



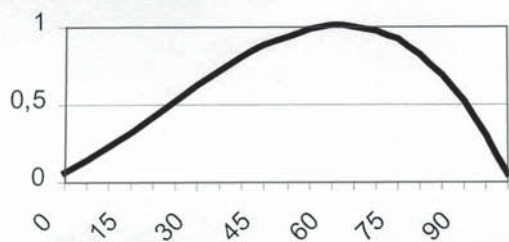
$X_2$  — рост размера прибыли



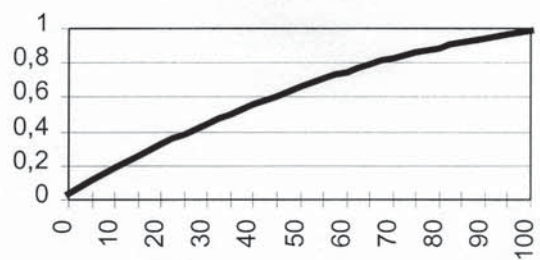
$X_3$  — увеличение рыночной стоимости скорректированных чистых активов



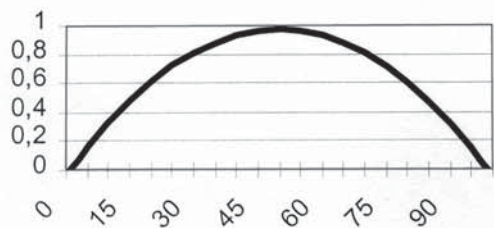
$X_4$  — доля поставок без рекламаций



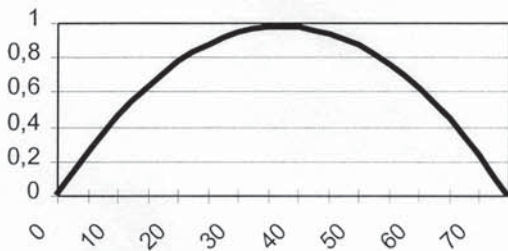
$X_5$  — доля продаж постоянным клиентам



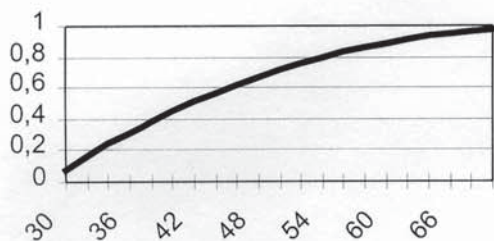
$X_6$  — оценка клиента



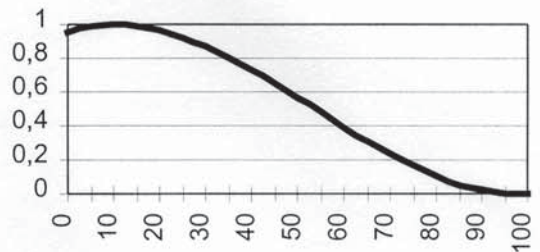
$X_7$  — доля новых изделий



$X_8$  — доля дополнительных услуг



$X_9$  — процент без простоя вследствие поломок и переналадок



$X_{10}$  — текучесть кадров

Рис. 2

Таблица 2. Значения шкалирующих коэффициентов для функции полезности

Критерий	Ранг коэффициента	Диапазон	Равноценный эквивалент	Относительные значения коэф-тов	Коэффициент
$X_1$ – рост продаж	3	0–30	$30 X_1 \sim 2 X_3$	$K_1 = 0,4 K_3$	0,268
$X_2$ – размер прибыли	2	0–500	$500 X_2 \sim 2 X_3$	$K_2 = 0,4 K_3$	0,268
$X_3$ – увеличение рыночной стоимости скорректированных чистых активов	1	0–5	–	$K_3$	0,67
$X_4$ – доля поставок без рекламаций	5	30–70	$70 X_4 \sim 1,7 X_3$	$K_4 = 0,34 K_3$	0,2278
$X_5$ – доля продаж постоянным клиентам	6	0–100	$70 X_5 \sim 2 X_3$	$K_5 = 0,4 K_3$	0,268
$X_6$ – оценка клиента	4	0–100	$100 X_6 \sim 1,5 X_3$	$K_6 = 0,6 K_3$	0,402
$X_7$ – доля новых изделий	10	0–100	$50 X_7 \sim 1,5 X_3$	$K_7 = 0,3 K_3$	0,201
$X_8$ – доля дополнительных услуг	8	0–75	$40 X_8 \sim 1,5 X_3$	$K_8 = 0,3 K_3$	0,201
$X_9$ – процент без простоев вследствие поломок и переналадок	7	30–70	$70 X_9 \sim 2 X_3$	$K_9 = 0,4 K_3$	0,268
$X_{10}$ – текучесть кадров	9	0–100	$10 X_{10} \sim 2 X_3$	$K_{10} = 0,4 K_3$	0,268

## СИНЕРГЕТИЧЕСКИЕ ЭФФЕКТЫ КОМБИНИРОВАНИЯ

Каждая система стратегического целеполагания имеет свои преимущества и свои недостатки. Необходимость данного исследования была обусловлена неудовлетворительностью существующих систем применительно к использованной вычислительной схеме (подходу Беллмана–Заде) динамическое программирование с нечеткой целью в применении к стратегическому планированию. Соответственно, результаты исследования также обусловлены вычислительной схемой и не претендуют на роль панацеи.

Но можно сделать ряд общих выводов. Согласимся с выводами McKinsey [6]: “все действия компании должны базироваться на стоимостном мышлении, которое, в свою очередь, обуславливается наличием двух компонентов — системы измерения стоимости и стоимостной идеологии”.

Использование в качестве системы измерения стоимости комбинации BSC + EVA, или BSC + “многокритериальная теория полезности”, или любой иной будет определяться схемой расчета. Но то, что такое комбинирование весьма полезно, трудно оспаривать. Построение скалярной целевой функции позволяет выстроить по-настоящему целенаправленную систему управления.

И управленческие эквиваленты теории заинтересованных сторон, и многокритериальная теория полезности включают в себя раздел “Построение системы показателей”. Теория заинтересованных сторон позволяет привести построенную систему показателей в действие, создает возможности для практического воплощения видения высшего руководства компании, формирует стоимостную идеологию. Многокритериальная теория полезности позволяет построить скалярную целевую функцию от этих показателей как аргументов, тем самым создавая новые возможности для планирования и контроллинга. Комбинация этих двух теорий позволяет получить системные эффекты, увеличивающие выгоды от применения каждой теории в отдельности.

### Литература

1. Кини Р.Л., Райфа Х. Принятие решений при многих критериях: предпочтения и замещения. М.: Радио и связь, 1981.
2. Методические рекомендации по оценке инвестиционных проектов: (Вторая редакция). М.: Экономика, 2000.
3. Jensen M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function // Journal of Applied Corporate Finance. Fall 2001. V. 14. N 3. P. 8–21.
4. Томпсон А.А., Стрикленд А. Дж. Стратегический менеджмент. Искусство разработки и реализации стратегий. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998.
5. Kaplan R.S., Norton D.P. The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action. Cambridge Mass.: HBS Press, 1996.
6. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1999.

# **О возможности использования модели арбитражного ценообразования для расчета ставки дисконтирования в российских условиях**

## **ОБЩИЙ ВИД МОДЕЛИ АРБИТРАЖНОГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ**

Расчет ставки дисконта — один из основных этапов доходного подхода к оценке компании, так как ее величина значительно влияет на конечный результат, получаемый в рамках доходного подхода (и конечной стоимости компании в целом). Следовательно, важность ее наиболее правомерного расчета очевидна.

Тем не менее, существует ряд проблем информационного и методологического характера, с которыми приходится сталкиваться при расчетах ставки дисконтирования. Такое положение вещей во многом связано с тем, что наиболее часто используемые методы построения ставки дисконтирования разработаны зарубежными специалистами для использования в развитых странах с эффективно функционирующими финансовыми рынками. Одним из таких методов является метод, основанный на использовании теории арбитражного ценообразования. Метод арбитражного ценообразования нельзя назвать распространенным методом расчета ставки дисконтирования, но, тем не менее, он имеет ряд преимуществ.

Возможности использования модели для расчета ставки дисконтирования рассмотрим в двух аспектах: теоретическом и практическом.

Теория арбитражного ценообразования (АРТ) была предложена профессором Йельского университета С. Россом в 1976 г. и является альтернативной CAPM моделью общего равновесия на финансовом рынке. Главным предположением теории является то, что каждый инвестор стремится использовать возможность увеличения доходности своего портфеля без увеличения риска. Механизмом, способствующим реализации данной возможности, является арбитражный портфель.

Арбитраж (arbitrage) — это получение безрисковой прибыли путем использования разных цен на одинаковую продукцию или ценные бумаги. Арбитраж, являющийся широко распространенной инвестиционной тактикой, обычно состоит из продажи ценной бумаги по относительно высокой цене и одновременной покупки такой же ценной бумаги (или ее функционального эквивалента) по относительно низкой цене. Арбитражная деятельность является важной составляющей современных эффективных рынков ценных бумаг. Поскольку арбитражные до-

ходы являются безрисковыми по определению, то все инвесторы стремятся получать такие доходы при каждой возможности.

Определить, подходит ли ценная бумага или портфель для арбитражных операций, можно различными способами. Одним из них является анализ общих факторов, которые влияют на курс ценных бумаг. Факторная модель подразумевает, что ценные бумаги или портфели с одинаковыми чувствительностями к факторам ведут себя одинаково, за исключением внефакторного риска. Поэтому ценные бумаги или портфели с одинаковыми чувствительностями к факторам должны иметь одинаковые ожидаемые доходности, в противном случае имелись бы “почти арбитражные” возможности. Но как только такие возможности появляются, деятельность инвесторов приводит к их исчезновению.

Таким образом, в основе модели арбитражного ценообразования лежит утверждение о том, что фактическая доходность любой акции складывается из двух частей: нормальной, или ожидаемой, доходности и рискованной, или неопределенной доходности. Последний компонент определяется многими экономическими факторами, например, рыночной ситуацией в стране, инфляцией, динамикой процентных ставок и др.

В наиболее общем виде модель арбитражного ценообразования описывается следующей зависимостью:

$$r = r_f + \beta_1 k_1 + \beta_2 k_2 + \dots + \beta_n k_n,$$

где

$r$  — требуемая инвестором ставка дохода;

$r_f$  — безрисковая ставка дохода;

$\beta_1, \dots, \beta_n$  — чувствительность актива к каждому фактору риска в сопоставлении со средней чувствительностью рынка к данному фактору;

$k_1, \dots, k_n$  — премия за риск, связанный с фактором  $k$  для среднего актива.

Модель АРТ обычно сравнивают с моделью САРМ. С теоретической точки зрения модель АРТ обладает неоспоримыми преимуществами:

- модель АРТ расщепляет факторы риска на составляющие, приближая их к условиям, в которых действует конкретный бизнес;
- АРТ использует относительно более слабые упрощающие анализ предположения по сравнению с моделью оценки капитальных активов САРМ.

Однако у модели АРТ есть и свои недостатки, а именно:

- АРТ умалчивает о конкретных систематических факторах, влияющих на риск и доходность;
- АРТ требует тщательной подготовки информации и подробного анализа деятельности

предприятия-конкурентов, занимаемой рыночной ниши и макроэкономических условий.

Перечисленные недостатки носят скорее практический характер. Таким образом, мы переходим к практическому аспекту использования модели арбитражного ценообразования для расчета ставки дисконта. Здесь возникает два вопроса:

1) какие факторы оказывают наибольшее влияние на доходность?

2) как рассчитать премии за риск ( $k_1, \dots, k_n$ ) и чувствительности ( $\beta_1, \dots, \beta_n$ ) по каждому фактору?

## ВЫБОР ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА ДОХОДНОСТЬ

Как уже было отмечено, существенным недостатком теории арбитражного ценообразования является неопределенность факторов, влияющих на доходность. Однако экономисты, использующие АРТ в своих исследованиях, сами определяют круг показателей, которые, по их мнению, тесно связаны с доходностью того или иного актива.

Набор факторов, используемых в анализе, очень широк. Среди них такие показатели, как темп прироста промышленного производства, величина инфляции, разница между долгосрочными и краткосрочными ставками, разница между надежными и ненадежными облигациями, темп роста валового национального продукта, процентная ставка, динамика изменения цен на нефть, темп роста расходов на оборону и др. Все эти факторы имеют некоторые общие характеристики. Во-первых, они отражают показатели общей экономической активности (промышленное производство, общие продажи и ВВП). Во-вторых, они отражают инфляцию. В-третьих, они содержат разновидности фактора процентной ставки (либо разность, либо саму ставку).

Действие модели арбитражного ценообразования в условиях российского фондового рынка исследовалось в работах Е.А. Дорофеева и М.В. Алексеенковой. Дорофеев, рассматривая вопрос об эффективности российского фондового рынка, при проверке АРТ в качестве факторов использовал объем ВВП, индекс цен, разницу между ставкой рефинансирования и кредитования у крупнейших банков, валютный курс, котировки рынка ГКО-ОФЗ. Для акций, торгуемых в РТС, проверялась регрессионная зависимость курсовой стоимости акций от перечисленных факторов. В работе Алексеенковой исследуется роль отраслевого анализа при изучении ценообразования российских акций. Проверка зависи-



мости фондовых индикаторов каждой отрасли от нескольких факторов осуществлялась при помощи модели АРТ. Для этого использовались индексы промышленного производства по отраслям промышленности, индексы цен на промышленную продукцию, обменный курс рубля к доллару, индексы цен акций агентства АК&М, ставки рынка ГКО-ОФЗ.

Основываясь на указанных исследованиях можно составить следующий набор факторов, существенно влияющих на доходность российских предприятий (см. табл. 1).

Представленный в таблице набор факторов включает общеэкономические и отраслевые показатели и может быть расширен на микроуровне. Следует отметить, что выбор факторов для расчета ставки дисконтирования с помощью модели АРТ индивидуален для каждого предприятия. Но, все же, отвечая на вопрос о выборе факторов, можно сказать, что перечисленные показатели влияют на доходность российского фондового рынка и, следовательно, должны учитываться при составлении прогнозов.

## РАСЧЕТ ЭЛЕМЕНТОВ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ

Практические возможности использования модели арбитражного ценообразования для расчета ставки дисконта в российских условиях ограничены по нескольким причинам. Во-первых, это недостаток информации. АРТ требует изучения статистических данных по предприятию и конкурентам, а также динамики экономических показателей. С этой точки зрения использовать ее можно только для компаний, акции которых торгуются на фондовом рынке. Во-вторых, это отсутствие специальных методик расчета отдельных элементов в рамках модели арбитражного ценообразования, вынуждающее использовать проверенные способы расчета ставки дисконтирования для получения более обоснованных и надежных результатов. И, в-тре-

тых, сложность расчетов. Учитывая первые два момента, сложность расчетов может сделать использование АРТ попросту нецелесообразным исходя из соотношения затрат труда и качества полученных результатов.

Разобраться в целесообразности использования АРТ на практике поможет ответ на вопрос о способах расчета премий за риск ( $k_1, \dots, k_n$ ) и чувствительностей ( $\beta_1, \dots, \beta_n$ ) по каждому фактору в российских условиях. В соответствии с теорией арбитражного ценообразования премия за риск, связанный с каждым отдельным фактором, представляет собой разницу между доходностью среднего актива с единичной чувствительностью к данному фактору и нулевой ко всем остальным (рыночной ставкой доходности) и безрисковой нормой доходности:

$$k_j = r_{mj} - r_f,$$

где

$r_{mj}$  — рыночная ставка доходности за риск по фактору  $j$ ;

$r_f$  — безрисковая норма доходности.

На практике не существует активов, чувствительных лишь к одному фактору. Поэтому приходится выделять из средней доходности всего рынка премии за риск, связанные с тем или иным фактором. Среднерыночная доходность российского фондового рынка определяется на основе фондовых индексов.

Одним из вариантов выделения премий за риск является ранжирование факторов по степени влияния на доходность и последующее разделение премии за риск всего рынка на факторные составляющие в соответствии с рангом. В любом случае вопрос расчета премий за риск по различным факторам требует серьезного изучения.

Бета-коэффициенты ( $\beta_1, \dots, \beta_n$ ) рассчитываются на основе сопоставления динамики показателей эффективности деятельности компании (объемы продаж, выручка, чистая прибыль, сумма выплаченных дивидендов по акциям и др.), стоимости акций компании на

Таблица 1

Фактор	Обозначение	Отрасли промышленности, для которых влияние данного фактора является наибольшим
Индекс российского фондового рынка	RTS, АК&М	Все отрасли промышленности
Котировки государственных ценных бумаг	ОФЗ, ОВФЗ, ГКО	Все отрасли промышленности. Особенно значим для нефтехимической отрасли и машиностроения
Общий и отраслевые индексы промышленного производства	$\rho$	Большинство отраслей промышленности
Индексы цен на материалы и полуфабрикаты, а также индекс цен на готовую продукцию по отраслям	$\zeta$	Значим для отдельных отраслей, таких как цветная металлургия, нефтехимическая отрасль и машиностроение
Валютный курс	EXR	Большинство отраслей промышленности
Динамика ВВП	GDP	Большинство отраслей промышленности



фондовом рынке и аналогичных показателей по экономике или фондовому рынку в целом. Процедура расчета бета-коэффициентов представляет собой статистическое исследование, исходными данными для которого являются экономические показатели деятельности компании и экономики в целом.

Вариант использования теории арбитражно-го ценообразования для оценки стоимости российской компании рассмотрим на примере. Для этого выберем крупную компанию, акции которой котируются на российском фондовом рынке, например, «Лукойл». Котировки акций «Лукойла» на фондовом рынке в системе РТС, в сравнении с изменением доходности индекса РТС в 2000–2002 гг. представлены в табл. 2.

Средневзвешенная годовая доходность индекса RTS в 2000–2002 гг. составляет 45,8%. Расчет ставки дисконта проводится на 01 января 2003 г. В качестве безрисковой ставки принимается среднегодовая доходность еврооблигаций USD 2007 за 2002 г., составляющая 7,55% (рассчитана по данным журнала «Эксперт»).

В качестве факторов выбраны следующие показатели:

- Индекс цен производителей промышленной продукции ( $I_c$ );
- Индекс промышленного производства ( $I_p$ );
- Динамика ВВП (GDP);
- Динамика валютного курса USD (EXP);
- Динамика котировок ОФЗ 26003 (OFZ), скорректированная на изменение курса USD.

В табл. 3 представлена динамика соответствующих показателей за анализируемый период.

Коэффициенты бета чувствительности акций компании к изменению экономических факторов определяются по следующей формуле:

$$\beta_i = \text{cov}(R_i, K) / \text{cov}(R_m, K),$$

где  $\text{cov}(R_i, K) = (1/n) \times \sum (R_{ij} - R_i) \times (K_j - K)$  — ковариация дохода по акциям  $i$ -й компании и изменения фактора  $K$ ;

$\text{cov}(R_m, K) = (1/n) \times \sum (R_{mj} - R_m) \times (K_j - K)$  — ковариация дохода межотраслевому фондовому индексу и изменения фактора  $K$ ;

$R_{mj}$  — доходность по межотраслевому в  $j$ -м периоде;

$R_{ij}$  — доходность по акциям  $i$ -й компании в  $j$ -м периоде;

$R_m = 1/n \times \sum R_{mj}$  — средний доход по межотраслевому индексу за все периоды;

$R_i = 1/n \times \sum R_{ij}$  — средняя доходность акций  $i$ -й компании за все периоды;

$K_j$  — изменение фактора  $K$  в  $j$ -м периоде;

$K$  — среднее изменение фактора  $K$  за все периоды.

Таким образом, определен набор из пяти факторов, влияющих на доходность оцениваемого бизнеса. Результаты расчетов представлены в табл. 4.

Расчет ставки дисконта при условии одинаковой значимости факторов имеет следующий вид (табл. 5).

Таким образом, номинальная ставка дисконта для нефтяной компании «Лукойл», рассчитанная на основе модели АРТ, составляет 22,59%. Размер ставки вполне соответствует риску крупной нефтяной компании. Тем не менее, результаты аналогичных расчетов для других компаний — участников российского фондового рынка выглядят совершенно иначе (табл. 6).

Таблица 2

Период	RTS на конец периода	Изменение	LKOH на конец периода, USD	Изменение
	168,5584		12,250	
1 кв. 2000	232,4832	1,37924	15,350	1,253
2 кв. 2000	172,8865	0,74365	13,240	0,863
3 кв. 2000	198,4569	1,14790	14,850	1,122
4 кв. 2000	137,9481	0,69510	8,320	0,560
1 кв. 2001	169,6215	1,22960	9,300	1,118
2 кв. 2001	216,5100	1,27643	11,800	1,269
3 кв. 2001	181,7100	0,83927	9,370	0,794
4 кв. 2001	262,0300	1,44202	12,890	1,376
1 кв. 2002	350,4700	1,33752	14,620	1,134
2 кв. 2002	361,7800	1,03227	16,580	1,134
3 кв. 2002	335,1800	0,92647	15,600	0,941
4 кв. 2002	360,7900	1,07641	15,420	0,988

Информация сайта РТС [www.rts.ru](http://www.rts.ru)

Таблица 3

Период	Номинальный ВВП, млрд USD (GDP)	Изменение GDP	Курс USD, руб.	Изменение курса USD (EXR)	Объем промышленного производства, млрд USD	Изменение (%)	Эффективная доходность к погашению на конец периода ОФЗ 26003, %	Изменение цены (обратная величина множителя наращивания доходности) ОФЗ 26003, скорр. на изменение курса USD	с
	55,09326 <sup>1)</sup>		26,27 <sup>2)</sup>				49,28 <sup>4)</sup>		
1 кв. 2000	57,95718	1,05198	28,49	1,08451	37,55704 <sup>3)</sup>	1,00300	39,12	1,16155	1,10700 <sup>5)</sup>
2 кв. 2000	61,03946	1,05318	28,38	0,99614	38,92882	1,03653	35,98	1,09148	1,05700
3 кв. 2000	72,69521	1,19095	27,79	0,97921	43,78913	1,12485	26,98	1,36189	1,07100
4 кв. 2000	68,19290	0,93807	27,89	1,00360	49,15023	1,12243	25,67	1,04726	1,05000
1 кв. 2001	67,33450	0,98741	28,55	1,02366	47,23643	0,96106	24,62	1,01855	1,04700
2 кв. 2001	73,08621	1,08542	29,00	1,01576	48,71724	1,03135	21,62	1,12109	1,04000
3 кв. 2001	86,46778	1,18309	29,33	1,01138	50,77054	1,04215	19,68	1,08622	1,00800
4 кв. 2001	82,59732	0,95524	29,80	1,01602	54,71477	1,07769	17,12	1,13140	1,01000
1 кв. 2002	73,65054	0,89168	30,79	1,03322	49,80838	0,91033	17,70	0,93613	0,99900
2 кв. 2002	80,67797	1,09542	31,27	1,01559	52,24496	1,04892	16,59	1,05053	1,07900
3 кв. 2002	97,41762	1,20749	31,56	1,00927	56,88213	1,08876	16,27	1,01030	1,05500
4 кв. 2002	94,34865	0,96850	31,78	1,00697	59,95280	1,05398	14,10	1,14591	1,03000

<sup>1)</sup> По данным Госкомстата, www.gks.ru<sup>2)</sup> По данным ЦБ РФ, www.cbr.ru<sup>3)</sup> По данным Госкомстата, www.gks.ru<sup>4)</sup> По данным ММВБ, www.micex.ru<sup>5)</sup> По данным Госкомстата, www.gks.ru

Таблица 4

	с	р	GDP	EXR	OFZ
cov (RTS)	-0,00043	-0,00649	-0,00696	0,00310	0,00336
cov(LKOH)	0,00048	-0,00441	-0,00152	0,00212	0,00504
Коэффициент бета	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$
LKOH	-1,11628	0,67951	0,21839	0,68387	1,50000

Таблица 5

	с	р	GDP	EXR	OFZ
Ранг	1	1	1	1	1
Удельный вес, %	20,00	20,00	20,00	20,00%	20,00
Безрисковая доходность, %	7,55	7,55	7,55	7,55%	7,55
Премия по фактору, %	7,65	7,65	7,65	7,65%	7,65
Коэффициент бета	-1,11628	0,67951	0,21839	0,68387	1,50000
	-8,54	5,20	1,67	5,23	11,48
					15,04
Ставка дисконта					22,59

Таблица 6

Наименование компании	Концерн "ГАЗ"	РАО ЕЭС России	Нефтяная компания "ЮКОС"
Условное обозначение	GAZA	EESR	YUKO
Ставка дисконтирования, полученная с использованием АРТ, %	78,85	72,50	38,12

То, что полученные показатели действительно отражают степень риска, вызывает сомнения. Таким образом, данный пример является всего лишь демонстрацией того, как теория арбитражного ценообразования может быть реализована на практике. Незрелость российского фондового рынка позволяет проводить подобные расчеты только для крупных компаний, но даже они не всегда могут показать реальную картину динамики доходности.

## **ВЫВОДЫ**

1. С теоретической точки зрения теория арбитражного ценообразования обладает преимуществами по сравнению с другими моделями, что говорит о целесообразности исследования

возможностей ее использования для расчета ставок дисконтирования.

2. Неопределенность факторов, влияющих на доходность, снижает эффективность использования модели арбитражного ценообразования для расчета ставок дисконта.

3. Требуется разработка методик определения факторных составляющих ставки дисконтирования, поскольку их отсутствие в совокупности с ограниченностью информации значительно снижает адекватность результатов расчета ставок дисконта в российских условиях.

4. Несмотря на преимущества модели арбитражного ценообразования, ее использование в российской оценочной практике на сегодняшний день нецелесообразно, поскольку другие более простые модели дают более обоснованные результаты.

## **Литература**

1. Алексеенкова М.В. Факторы отраслевого анализа для российской переходной экономики: Препринт WP2/2001/01. М.: ГУ-ВШЭ, 2001.
2. Дорофеев Е.А. Влияние колебаний экономических факторов на динамику российского фондового рынка. М.: РПЭИ, 2000.
3. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. М.: ИНФРА-И, 2001.
4. Пратт Ш.П. Анализ и оценка закрытых компаний. 2-е изд. М.: Институт экономического развития Всемирного Банка, 1999.

# Практика применения метода дисконтирования денежных потоков

Максимизация доходов на вложенный капитал является одной из современных концепций ведения бизнеса, однако любая концепция бессмысленна, если стоимость нельзя измерить. Оценка позволяет измерить стоимость, поэтому финансовое управление бизнесом связано с оценкой его финансовых активов, стоимость которых непосредственно связана с денежными потоками, ожидаемыми в результате использования этих активов. Современные методы оценки, базирующиеся на дисконтировании денежного потока (ДДП), используют его как один из ключевых показателей и являются наиболее простыми и распространенными моделями оценки. Вместе с тем, анализ, казалось бы, простой и давно известной формулы по определению текущей стоимости методом ДДП

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i_t)^t}, \quad (1)$$

где

$PV$  — текущая стоимость капитала;

$C_t$  — денежный поток периода  $t$ ;

$i_t$  — ставка дисконтирования денежного потока периода  $t$ ,

при использовании ее в экономике переходного периода вызывает проблему точности полученного результата.

В связи с этим предлагается обсудить взгляд автора статьи на эту проблему. Для повышения

точности результата в настоящее время ввиду того, что денежный поток  $C_t$  поступает, как правило, в течение года, на практике используются два варианта расчета стоимости денежного потока внутри года  $t$ :

1) вместо степени  $t$  применяют  $t - 0,5$ , т.е. проводят дисконтирование денежного потока на середину года;

2) используют формулу наиболее часто поступающих платежей

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t / m}{(1 + i_t / m)^{t \times m}}. \quad (2)$$

Безусловно, данные методики необходимо использовать в практике оценки, но прежде всего необходимо обратить внимание на экономическую сущность ставки дисконтирования. Общепризнано, что  $i_t$  — это *стоимость капитала* в  $t$ -м периоде, которая по ряду причин имеет склонность принимать переменные значения. На практике все оценщики используют  $i_t = \text{const}$ , однако само условное обозначение  $i_t$  говорит о том, что это потенциально переменная величина. Анализ литературы на данную тему показывает, что в общей теории, разработанной для совершенного рынка с относительно постоянной стоимостью денег во времени, возможным колебаниям  $i_t$  не уделено достаточного внимания. Учитывая то, что Россия находится в стадии

трансформации в мировую экономику и ее финансовая система недостаточно устойчива, целесообразно более досконально рассмотреть  $i_t$ .

В общем случае  $i_t$  определяется как

$$i_t = i_f + \sum_{j=1}^m i_j \text{ либо } i_t = i_f + \beta \times (i_m - i_f), \quad (3)$$

где

$i_f$  — безрисковая ставка;

$i_j$  — прочие возможные риски невозврата капитала;

$i_m$  — среднерыночная доходность по сопоставимым активам;

$\beta$  — коэффициент бета.

Из анализа (3), видно что  $i_t = F(i_f, i_j, \dots)$  имеет прямо пропорциональную зависимость от  $i_f$ . Рассмотрим изменения  $i_f$  при условии, что за безрисковую ставку стоимости капитала в России взята стоимость ее еврооблигаций с погашением в 2018 г., а их среднегеометрические значения возьмем из данных журнала “Эксперт” за 1999–2003 гг. (табл. 1).

Как видно из табл. 1,  $i_f$  подвержена значительным колебаниям, поэтому и  $i_t$  для разных периодов будет иметь значительные колебания. Возникает вопрос — как прогнозировать  $i_t$  в экономике трансформационного периода? Для ответа на этот вопрос обратимся к теории стоимости денег во времени и распишем будущую стоимость  $FV$  текущего капитала  $PV$  по годам в более общем математическом виде:

$$\begin{aligned} \text{1-й год } FV &= PV \times (1 + i_1); \\ \text{2-й год } FV &= PV \times (1 + i_1) + PV \times (1 + i_1) \times i_2 = \\ &= PV \times (1 + i_1) \times (1 + i_2); \\ \text{3-й год } FV &= PV \times (1 + i_1) \times (1 + i_2) + \\ &+ PV \times (1 + i_1) \times (1 + i_2) \times i_3 = \\ &= PV \times (1 + i_1) \times (1 + i_2) \times (1 + i_3); \\ \text{n-й год } FV &= PV \times \prod_{t=1}^n (1 + i_t). \end{aligned} \quad (4)$$

Учитывая полученную формулу, распишем по аналогии стоимость текущего капитала от денежного потока  $C_t$ :

$$\begin{aligned} PV &= \frac{C_1}{(1 + i_1)} + \frac{C_2}{(1 + i_1)(1 + i_2)} + \\ &+ \frac{C_3}{(1 + i_1)(1 + i_2)(1 + i_3)} + \dots \\ &\dots + \frac{C_n}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t)} = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{\prod_{t=1}^n (1 + i_t)}. \end{aligned} \quad (5)$$

Фактически формула (5) является новой трактовкой формулы (1), поэтому ее использование представляется более целесообразным, так как при значительных внутригодовых колебаниях  $i_f$  можно прогнозировать наиболее вероятные колебания  $i_t$ .

Учитывая описанное в начале статьи предложение о проведении дисконтирования денежного потока на середину года (т.е. множитель последнего года  $t$  возводится в степень 0,5) и подставляя преобразованное выражение в формулу (5), получим еще одну ее трактовку:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + i_t)^{0,5} \times \prod_{t=1}^n (1 + i_{t-1})}. \quad (6)$$

Для вывода формулы расчета с более частыми поступлениями воспользуемся следующей методикой:

1) внутри каждого года приведем стоимость денежного потока к началу года по средней ставке периода;

2) приведем денежные потоки каждого года в текущую стоимость с учетом переменного значения  $i_t$ .

При подстановке данных формулы (2) в формулу (5) получим еще одну ее трактовку:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{1}{\prod_{t=1}^n (1 + i_{t-1})} \times \left( \sum_{k=1}^m \frac{C_t / m}{(1 + i_t / m)^k} \right). \quad (7)$$

В целях апробации полученных формул попробуем рассчитать стоимость денежного пото-

Таблица 1

Год	Месяцы												Σ
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
1999	41,72	46,99	43,56	27,26	25,30	22,62	22,33	23,17	25,65	22,65	20,89	21,24	27,38
2000	15,03	14,97	14,85	14,79	14,73	15,01	15,14	15,26	15,32	15,30	15,23	16,11	15,14
2001	15,31	14,81	15,16	15,18	14,19	12,86	13,14	12,78	12,02	12,34	11,98	11,48	13,37
2002	10,96	10,49	10,12	9,89	9,58	10,02	9,98	10,08	9,77	9,55	8,92	8,57	9,81
2003	8,34	7,55	7,47	7,38	6,55	6,44							7,26



ка от ежегодных поступлений 100 USD и реверсии в конце периода 500 USD на 01.01.2000 г. с 01.01.2000 по 01.01.2005 г. По данным журнала “Эксперт” стоимость еврооблигаций с погашением в 2018 г. на 01.01.2000 г. составляла 21,24%. Предположим, что общие риски по бизнесу, приносящему доход, составят 10%, а в 2004 г.  $i_f = 6\%$ . Данный период выбран как наиболее показательный для нашей экономики.

Для удобства анализа сведем расчеты и полученные результаты в табл. 2.

Анализ полученных значений говорит о том, что формула (7) дает наиболее точное значение,

и ее целесообразно использовать при оценке недвижимости, так как денежный поток от аренды, как правило, поступает ежемесячно, а формула (6) наиболее подходит для оценки стоимости бизнеса, так как в расчетах используются данные годовой отчетности. Расчеты по формуле (1) значительно занижают текущую стоимость денежного потока, поэтому в полном объеме повысить точность расчета, по мнению автора, можно только в случае использования переменного значения  $i_t$ , принимать же  $i_t = \text{const}$  для нашей экономики, видимо, не совсем корректно.

Таблица 2

Вариант расчета	Наименование значений	Условное обозначение	2000	2001	2002	2003	2004	Реверсия	PV	Отклонение от варианта 1
		Денежный поток	$C_t$	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00		
	Риск на бизнес, %	$i_b$	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00		
	Безрисковая ставка, %	$i_f$	15,14	13,37	9,81	7,44	6,00	6,00		
	Ставка дисконтирования, %	$i_t = i_b + i_f$	25,14	23,37	19,81	17,44	16,00	16,00		
1	Формула (7)	$PVC$	87,62	70,65	58,33	49,28	42,28	198,43	506,58	—
2	Формула (6)	$PVC$	89,39	58,32	49,39	42,48	36,85	198,43	474,85	6,26
3	Безрисковая ставка, %	$i_f$	21,24	21,24	21,24	21,24	21,24	21,24	—	—
	Ставка дисконтирования, %	$i_t = i_b + i_f$	31,24	31,24	31,24	31,24	31,24	31,24	—	—
	Формула (1)	$PVC$	76,20	58,06	44,24	33,71	25,68	128,42	366,31	27,69%

$PVC$  — текущая стоимость денежного потока в конкретном периоде.

## Литература

1. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: Пер. с англ. 2-е изд. М.: Дело, 2001.
2. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. М.: Финансы и статистика, 1998.
3. Тарасевич Е.И. Оценка недвижимости. СПб.: СПбГТУ, 1997.
4. Статистика финансов: Учебник / Под ред. В.Н.Салина. М.: Финансы и статистика, 2000.
5. Грибовский С.В. Методы капитализации доходов: Курс лекций. СПб.: СПбГТУ, 1997.
6. Коупленд Т., Колер Т., Мурун Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1999.

# Пути и возможные перспективы рационализации методов оценки рыночной стоимости предприятий и других бизнес-объектов

Есть основания полагать, что все разработанные и применяемые в настоящее время на практике методы определения рыночной стоимости предприятия (бизнеса) построены на использовании таких его стоимостеобразующих показателей, которые на самом деле таковыми не являются. При доходном подходе к определению рыночной стоимости предприятия для его капитализации используют фактические показатели его чистого дохода, фактической балансовой прибыли и т.д., которые по своей сути являются основой для получения оценки не самого предприятия, а достигнутой результативности работы и профессионализма его управленческой команды. Эти результаты сегодня в большинстве случаев оказываются не удовлетворительными, плачевными, что приводит к экономически не оправданному, несправедливому занижению действительной рыночной стоимости оцениваемого производственного объекта.

В случаях применения затратного (имущественного) подхода так или иначе оценивают бухгалтерскую (балансовую) стоимость имущественного комплекса предприятия (бизнеса),

который может быть избыточным, нормальным либо недостаточным для реализации его производственных возможностей. При этом практически игнорируется стоимость социального предназначения предпринимательской идеи и миссии предприятия. Другими словами, при затратном подходе не учитывается нематериальный капитал предприятия, который особенно для современных высокотехнологичных бизнес-объектов может в несколько раз превышать его материальный капитал. В затратном подходе при многолетнем учете разновременных капитальных затрат в условиях высокой инфляционности отечественной экономики “мухи” суммируются со “слонами”, что при отсутствии своевременной и качественной системы переоценки основных активов производства приводит к совершенно нереальным значениям балансовой стоимости предприятия.

Упомянутые недостатки доходного подхода по фактическим показателям и затратного подхода являются принципиальными, резко ограничивающими возможную область их практического применения. Очевидно, что фактические

значения дохода и прибыли, а также балансовая стоимость имеющегося имущества не пропорциональны рыночной стоимости предприятия (бизнеса) и не должны использоваться в качестве стоимостеобразующих показателей этих объектов.

Не свободен от серьезных недостатков и сравнительный подход к оценке рыночной стоимости предприятий, особенно если в соответствующих сделках купли-продажи участвуют государство, политика, идеология или социум. Для таких ситуаций характерно появление демпинговых цен сделок. Например, в Восточной Германии не так давно огромный завод сельскохозяйственного машиностроения «ФОРШРИТТ» был продан всего за одну немецкую марку. Возможная опасность сравнительного подхода состоит в том, что иногда в качестве аналогов могут быть использованы искаженные в ту или другую сторону условные цены свершившихся торговых сделок, которые как крайности не должны приниматься в расчет.

Все рассмотренные выше методы объединяет одно обстоятельство. Разработчики этих методов глубоко не задумывались над тем, какие свойства предприятия делают его товаром, разделяют этот хозяйственный объект соответствующей рыночной стоимостью.

Проведенный первоначальный анализ вопроса показывает, что существуют по крайней мере два основополагающих стоимостеобразующих фактора для предприятий и других бизнес-объектов:

1) юридически закреплённая, документально оформленная, номинальная нормированная продуктивность предприятия, стандартными (паспортными) показателями которой для целей оценки являются его доходопроизводительность и прибылепроизводительность в стоимостных единицах измерения;

2) размеры, место расположения, качество и улучшения земельного участка предприятия.

Таким образом, при определении рыночной стоимости предприятия наиболее целесообразно использовать стоимостные показатели нормативного дохода, либо нормативной прибыли. То есть вместо широко применяемого в настоящее время доходного подхода по фактическим показателям для оценки справедливой рыночной стоимости предприятия следует использовать нормативно-доходный подход в основном на базе норм его чистого дохода или балансовой прибыли. При этом, как правило, отпадает необходимость в использовании для этой цели оценок, получаемых с помощью других подходов и методов и последующего согласования весьма существенных различий в этих оценках.

Предприятие, в случае предстоящей продажи приобретающее свойства товара, можно рассматривать как предмет улучшения другого «спящего» товара — земельного участка, на котором оно расположено. И наоборот, земельный участок предприятия, в свою очередь, можно рассматривать как средство улучшения последнего как товара.

В перспективе вырисовывается возможность принципиальной унификации методического подхода к оценке справедливой рыночной стоимости различных видов недвижимого и движимого имущества и, в частности, жилищной, промышленной (производственной) и земельной собственности.

Унификация может состоять в том, что для каждого вида недвижимого или движимого имущества специально научно обоснованно выбирается и рассчитывается некий стоимостеобразующий показатель, который впоследствии подвергается мультипликации. Например, для жилищной собственности в качестве стоимостеобразующего показателя может быть предложена полная себестоимость либо стоимость строительства соответствующих квартир под ключ, которая в той или иной степени учитывает такие важнейшие стоимостеобразующие факторы, как место расположения, качество строительства, внутренние удобства и степень элитарности жилья. Помимо этого показателя для рассматриваемых целей пригодна инвентаризационная стоимость жилья, запрашиваемая в соответствующем районном бюро технической инвентаризации жилищной собственности. Для производственных предприятий и других бизнес-объектов в качестве таких показателей могут быть использованы стоимостные характеристики их производительной силы — нормативная (потенциальная) доходность по чистому доходу или потенциальную прибыльность по балансовой прибыли, а также экономический потенциал (нормативная добавленная стоимость или, другими словами, нормативная условно-чистая либо конечная продукция) предприятия. Методы определения этих показателей подробно изложены в [1, 2]. Для земельной собственности этими показателями могут быть нормативная или кадастровая стоимости (цены) земельных участков либо соответствующие ставки земельного налога.

Стоимостеобразующие показатели должны быть стабильными во времени, и это качество в полной мере характерно для стоимостных показателей нормативной продуктивности предприятия. Фактические показатели дохода и финансовые результаты работы предприятий (прибыль, убытки) стабильностью обычно не отличаются.

Стоимости земельной собственности, имущественного комплекса и показатели доходопроизводительности предприятия часто оказываются несоразмерными друг другу. Высокие доходы и прибыли предприятия могут обеспечиваться на небольшом земельном участке, в недорогом имущественном комплексе, и наоборот, гора земельной территории и имущества способна рождать “мышь” дохода и “мизер” прибыли. В последнем случае задачу оценки стоимости предприятия решать труднее.

После того как такие показатели выбраны и рассчитаны или получены на стороне, для каждого конкретного оцениваемого объекта научно обоснованно устанавливаются и рассчитываются значения в определенной степени типизированного прецедентного (или при отсутствии прецедентов предполагаемого) мультипликатора. Значения предполагаемого мультипликатора могут быть получены методами экспертных оценок, эвристическими и другими методами.

Мультипликатор по своей физической сути является коэффициентом пересчета стоимостеобразующих характеристик оцениваемого имущества в показатели его рыночной стоимости. Переменная показатель, подлежащий мультипликации, на установленный мультипликатор для каждого конкретного оцениваемого объекта, получают номинальное значение его рыночной стоимости. Затем числовое значение этого произведения приближают к реальной, справедливой рыночной стоимости рассматриваемого объекта, вводя в него коэффициенты, учитывающие его физический, моральный и экономический (функционально-экономический) износ, если последний имеет место. Альтернативой перечисленным коэффициентам являются коэффициенты улучшения или ухудшения качества для объектов земельной собственности благодаря присутствию на них предприятий.

Мультипликаторы нормативных значений различных видов дохода и прибыли предприятий (бизнеса) прямо пропорциональны друг другу. В их основе лежит мультипликатор того вида дохода или прибыли предприятия, который наиболее часто используют при оценке его стоимости. Если чаще других применяют показатель нормативного чистого дохода, его принимают за единицу. Обозначим этот мультипликатор  $M_{чд}$ . Когда для определения рыночной стоимости предприятия используют показатель его нормативной балансовой прибыли, то мультипликатор рыночной стоимости  $M_{бп}$  будет равен  $ЧД_{пнн}/БП_{пнн} \times M_{чд}$ . Если для мультипликации используют показатель экономического потенциала предприятия, то мультипликатор  $M_{эп} = ЧД_{пнн}/ЭП_{пнн} \times M_{чд}$ , где  $ЭП_{пнн}$ ,  $ЧД_{пнн}$  и  $БП_{пнн}$  — соответственно, экономический потен-

циал, нормативно чистый доход и нормативная балансовая прибыль предприятия за расчетный период календарного времени.

Очевидно, что  $ЧД_{пнн}/БП_{пнн} = K_{бп}$ , а  $ЭП_{пнн}/ЧД_{пнн} = K_{эд}$ , где  $K_{бп}$  и  $K_{эд}$  — соответственно, коэффициенты пересчета балансовой прибыли и экономического потенциала предприятия в его чистый доход. Например, при  $K_{бп} = 2,5$  и  $K_{эд} = 0,6$  мультипликаторы  $M_{бп} = 2,5M_{чд}$ , а  $M_{эп} = 0,6M_{чд}$ .

Сообщества оценщиков со временем должны уточнить стандарты оценочной деятельности, которые исключили бы множественность методических подходов к оценке рыночной стоимости одних и тех же объектов с последующим согласованием получаемых результатов, которые могут отличаться в разы. Существующие стандарты оценки предоставляют оценщику недопустимо широкий простор для произвольного манипулирования окончательными результатами оценочных работ, сужают возможности эффективного контроля уровня достоверности однозначно установленной стоимости оцениваемого имущества, облегчают условия для возможного недобросовестного сговора между оценщиком и заказчиком оценки, что обеспечивает получение результата, устраивающего последнего, если он продавец, и откровенно убыточного для его контрагента-покупателя. И наоборот, если заказчиком оценки будет покупатель, убытки может понести продавец.

Если когда-нибудь будет реализован изложенный выше унифицированный методический подход к оценочной деятельности, основной задачей оценщиков станет определение объективных значений мультипликаторов и коэффициентов интегрального износа, характерных для каждого конкретного объекта оценки.

Область наиболее вероятного местонахождения значений справедливой рыночной стоимости предприятий:

- нижняя граница — справедливая рыночная стоимость земельного участка, занимаемого предприятием (в случаях, когда предприятие идет на слом и утилизацию — всего того, что от него остается);
- верхняя граница — сумма номинальной рыночной стоимости самого предприятия и рыночной стоимости земельного участка, на котором оно расположено (в случаях, когда предприятие находится на начальной стадии своего жизненного цикла при полном отсутствии характерных для него видов износа). Для уникальных высокотехнологичных предприятий, расположенных в районах с высокой стоимостью земельных участков, верхняя планка рыночной стоимости предприятия мо-

жет быть приподнята за счет возникновения синергетического эффекта.

Окончательно установленные значения справедливой рыночной стоимости предприятия по мере возможности должны быть максимально

объективными, однозначными и как можно более точно воспроизводимыми различными профессиональными оценщиками, независимо от их индивидуальных способностей и накопленного опыта работы по специальности.

### **Литература**

1. Ревуцкий Л.Д. Производственная мощность, продуктивность и экономическая активность предприятия. Оценка, управленческий учет и контроль. М.: Перспектива, 2002. 240 с.
2. Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия. М.: Перспектива, 1997. 128 с.



# Аренда городской земли: вопросы и ответы

(ЧАСТНЫЙ ОПЫТ ОЦЕНОЧНОЙ ПРАКТИКИ)

## ЗАЧЕМ ОЦЕНЩИКУ СТОЛЬКО “ПРАВ”?

Официальный заказ на оценку гласил: “Комитет по управлению имуществом Киржачского района просит подготовить отчет о рыночной стоимости права аренды земельного участка, расположенного по адресу: г. Киржач, ул. Большой проезд, д. 7г, площадью 120 м<sup>2</sup>, предоставляемого в аренду для строительства аптеки”. (Для справки: Киржач — районный центр Владимирской области с населением около 40 тыс. чел., расположенный в 87 км от МКАД.) Далее в заявке дополнительно были даны сведения конкретно по этому земельному участку: ставка земельного налога 9,07 руб./м<sup>2</sup>, кадастровая оценка 575,32 руб./м<sup>2</sup>, арендная плата 90,7 руб./м<sup>2</sup>, выкупная цена земли при продаже собственникам строений 90,7 руб./м<sup>2</sup>.

Вот так, все есть — нет только рыночной стоимости, как золотой рыбки. Ее и просят добыть. При этом было сказано, что оценка нужна для проведения открытых торгов согласно постановлению Правительства РФ №808 от 11.11.02 г. “Об организации и проведении торгов по продаже находящихся в государственной или муниципальной собственности земельных участков или права на заключение договоров аренды таких земельных участков”, и что аренда фактически долгосрочная.

Заказ был принят к исполнению. Однако справиться с ним оказалось не так-то просто. Вначале все походило на детскую сказку: “Принеси то, не знаю что”. И дело даже не в том, что нужно было определить рыночную величину того, на что рынок отсутствовал. Как определять — это проблемы оценщика. Было неясно, что надо определять. Чем больше я вникал в суть дела, тем больше обозначалось всяких неясностей. Изучая литературу, я с изумлением обнаружил, что еще в самом первом номере настоящего журнала (январь-март 1996) была напечатана статья А.С. Демина, которая так и называлась: “Проблемы оценки земельной собственности”. Сколько оценочной воды утекло с того уже исторического времени, а вопросы и проблемы, обозначенные в той статье, так ими и остались, как бы “пребывая вовеки” подобно самой земле. И вот теперь, в нынешние май-июль 2003 года, я, рядовой исполнитель скромного (и по оплате тоже) заказа по оценке, как раз на них и спотыкаюсь.

Возможно, этот мой небольшой опыт, коли он получился, пригодится кому-то из тех моих коллег, кто, как и я, принял или еще примет от своих КУМИ аналогичный заказ, а сам я тоже приобрету для себя чей-то опыт в дополнение и развитие своего, хотя бы в виде критических замечаний и несогласий.

Первая проблема, как всегда, обозначилась там, где не должно быть “никаких проблем-с!” — в терминах и определениях.

Возьмем два последних официальных документа, имеющих к моему заказу самое непосредственное отношение: вышеназванное правительственное постановление №808, в исполнение которого мне и был дан заказ, и “Методические рекомендации по определению рыночной стоимости права аренды земельных участков” №1102, утвержденные МИО 10 апреля 2003 г.

По цели и назначению это должны быть два тесно взаимосвязанных документа: один ставит задачу, другой ее решает или помогает решать. Внешне вроде бы так оно и есть: в обоих документах речь идет о праве аренды. (Правда, и там, и там названия документов не соответствует их содержанию.) По сути же своей, по содержанию они совершенно различны: в постановлении говорится об аренде земельных участков, а в методических рекомендациях — об их субаренде, в постановлении подразумеваются права арендодателя, а в рекомендациях — права арендатора.

И вообще: сии методические рекомендации, на которые я, было, набросился “аки зверь алчущий”, оказались и не про “то”, что мне было надо, и не про “как” (в основном, общие положения да ссылки на предыдущие рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков). Правда, в одном месте, а именно в описании метода капитализации дохода (единственном подробно описанном из всех шести методов), четко прописано, что рыночную ставку арендной платы, дающую нужную для дальнейших расчетов земельную ренту, следует определять методом сравнения при наличии аналогов на рынке арендных ставок — а его-то, рынка, как раз и в помине нет.

Итак, взявшись за работу, я с ходу и запутался: “право аренды”, “стоимость права аренды”, “стоимость права долгосрочной аренды”, “продажа права аренды”, “выкуп права аренды”, “право арендной платы”, рыночные и нерыночные стоимости этих прав, “право арендодателя”, “право арендатора”, их рыночные стоимости, — я не все перечислил, но ограничусь последним, совсем свежим правом, вынесенным в название постановления №808 — “...права на заключение договоров аренды земельных участков” (или, если его грамотно прочитать, то “продаже... права на заключение договоров аренды земельных участков”, т.е. продаже права аренды, что еще больше запутывает смысл, вызывая неуместные аналогии с московскими продажами-выкупами прав аренды земельных участков).

Много, однако, всяких прав!

Но как они коррелируются между собой, в чем тождественны, в чем различны, а в чем, может, и противоположны?

Слово “право” как юридический термин имеет четыре основных семантических значения и только одно из них для нашего случая — право как *совокупность правомочий конкретного лица, обеспечивающие юридическую возможность удовлетворения его интереса или выполнения его обязанностей* [1]. Такую “совокупность правомочий” дает только договор аренды, возможность подписать который как раз и получает победитель на торгах, и слово “право” в названии постановления употреблено не в юридическом, а в обиходном смысле, как условие торга, основание, причина, чисто физическая возможность подписания договора и получения уже настоящих, то есть юридических прав.

Другая незадача: правами аренды почему-то принято считать права арендатора. Идет оно издавна, возможно, с той самой статьи А.С. Демина в 1996 г. [2], кочует с тех пор из книги в книгу, и вот залетело даже в официальные рекомендации. В той статье утверждалось, что “*Стоимость прав аренды земельного участка — это та сумма, которую готов заплатить сегодня потенциальный арендатор за право владения этим участком*”. Но почему только арендатор готов? А куда делся арендодатель, он-то готов отдать свою собственность в пользование другому лицу за эту же сумму? Она ведь одна для обеих сторон, как и цена продажи для продавца и покупателя. Арендатор платит, для него это расход, арендодатель получает, для него это доход, и называется все это просто — арендная плата или арендный платеж, и никому не обидно ни с какими правами.

Из всех читанных мною авторов только у Е.И.Тарасевича [3] есть четкое разделение прав арендодателя и арендатора. Стоимость прав арендатора справедливо трактуется у него как субарендная, возникающая тогда, когда контрактная арендная плата не совпадает с рыночной. И если разница при этом положительная, т.е. рыночная выше, арендатор получает возможность сдать свое арендованное имущество в субаренду и получить доход от этого. (Точно так же определяется стоимость и в рекомендациях, но называется уже стоимостью прав аренды.)

Если уж отождествлять с чем-то стоимость права аренды, то только со стоимостью права арендодателя. Кстати, вот тут, при оценке стоимости прав арендодателя, можно не согласиться и с самим Тарасевичем, когда он определяет эту стоимость как *сумму* дохода от аренды и дохода от реверсии в конце периода владения. Хотя арендодатель и собственник — чаще всего одно

и то же лицо, но продает-то свое имущество уже не арендодатель, а собственник, также как собственник, сдавая имущество в аренду, автоматически превращается в арендодателя на срок аренды. Если же арендодатель не является собственником, то тем более недопустимо причислять доход от реверсии к стоимости прав арендодателя.

И, конечно, нельзя менять местами стоимости прав арендодателя и арендатора. Ведь стоимость всяких прав — это, прежде всего, доход от этих прав. Доход от аренды может быть только у арендодателя, у арендатора же одни расходы. Доход у него может быть или от субаренды (а это уже не аренда, к собственнику земли никакого отношения не имеет), или от своего бизнеса, который он осуществляет на арендованной земле (но в последнем случае надо еще исхитриться вычислить остаточную долю дохода от бизнеса, приходящуюся на участок городской земли).

Проблема с правами также затрагивалась в той давней статье [2]: *“Возникает вопрос: “А что же оценивается — сам объект или права на него?” Ответом на него может послужить следующая посылка: “Предметом оценки всегда является не физическая, но правовая сторона объекта”. Таким образом, проводится не оценка стоимости объекта как такового, а оценка прав на данный объект”*.

Наверно, эта посылка, верная, конечно, по существу, устарела в употреблении. По закону об оценочной деятельности оцениваются все-таки объекты оценки, а таковыми могут быть и отдельные материальные объекты (здание, станок, машина, земельный участок), и право собственности и иные вещные права (в том числе право пользования, т. е. аренда), и даже информация (“рыночная величина арендной ставки” — чем не информация?)

И коли такая путаница с правами существует и уже привычна, даже как бы узаконена, то теперь, чтобы избавиться от нее, нужно просто взять да и убрать само слово “право” из некоторых понятий как лишнее и запутывающее. Например, вместо “рыночной стоимости прав аренды земельного участка”, где сразу возникает вопрос: “каких прав?”, “чьих прав?”, употребляют просто: “рыночная арендная ставка земельного участка” или “рыночная величина арендной платы за земельный участок”.

Ведь что такое аренда? Это сделка, в которой участвуют две стороны, и она близка к продаже. Только при продаже осуществляется переступка полного права собственности, а при аренде — лишь прав пользования и владения на определенный срок. Понятие “аренда” уже

включает в себя понятие “права” и сочетание слов “право аренды” означает право на право пользования, почти масляное масло.

И не зря такой уважаемый теоретик оценки, как Е.И. Тарасевич, в своей книге [3] вообще обходится без словосочетаний “права аренды” или “стоимость прав аренды”, а другой не менее уважаемый ученый С.В. Грибовский вместо этих мудреных словосочетаний применяет простые и ясные: “аренда”, “арендный платеж”, “арендная ставка” [4]. И захочешь запутаться, не запутаешься!

Проведя эти и другие изыскания, я счел возможным для себя как для оценщика принять в своей работе следующие определения по заданию и основным понятиям:

*Титульное название работы* — Отчет №... об оценке рыночной стоимости аренды земельного участка.

*Объект оценки* — рыночная величина арендной платы за пользование земельным участком, расположенным по адресу ...

*Назначение и цель оценки* — определение по состоянию на такое-то число рыночной величины арендной платы по земельному участку, предоставляемому в долгосрочную аренду, с целью установления начального размера арендной платы на конкурсных торгах за предоставление возможности заключения договора аренды земельного участка.

*Аренда* — сделка имущественного найма, по которой на основе договора аренды одно лицо (арендодатель) предоставляет другому лицу (арендатору) права временного пользования и владения имуществом за периодически перечисляемую арендную плату.

Правовые вопросы аренды регулируются ГК РФ (ч.2, гл.34).

*Право аренды* — право, возникающее в результате заключения договора аренды собственности и разделяющееся на два специфических права: *право арендодателя* (владельца собственности) и *право арендатора* (временного пользователя имуществом).

*Право арендодателя* — право передачи своей собственности за плату в пользование другой стороне на ограниченный срок в соответствии с договором аренды.

*Право арендатора* — право владения и пользования чужой собственностью за плату в течение ограниченного срока в соответствии с договором аренды.

*Стоимость права арендодателя* — сумма текущей стоимости чистого операционного дохода от арендной платы, генерируемого собственностью во времени с учетом всех условий аренды.

*Стоимость права арендатора* — текущая стоимость превышения рыночной арендной платы над контрактной (договорной) за весь арендный срок, дисконтированная при норме дисконта, которую желает получить покупатель права арендатора, являющийся обычно другим арендатором или субарендатором.

**П р и м е ч а н и е .** Часто на практике, в учебных пособиях и даже официальных документах права аренды отождествляются с правами арендатора, а стоимость права аренды — со стоимостью прав арендатора. В данной работе это тождество не соблюдается.

*Стоимость аренды земельного участка* или *земельная арендная плата* — сумма, которую ежегодно готов платить потенциальный арендатор за право пользования данным участком по договору аренды с целью получения выгоды от этого пользования.

*Ставка арендной платы* — установленный размер платы за аренду имущества в удельном исчислении величины этого имущества за определенный срок пользования. При аренде земельного участка в данной работе за ставку арендной платы принята плата в рублях за 1 м<sup>2</sup> площади участка в год.

Ставка арендной платы есть категория рыночная, т.е. меняющаяся в зависимости от конъюнктуры рынка аренды земли в конкретном ее сегменте на данный момент, а также от множества других рыночных факторов, и потому является в качестве информации *объектом оценки* (ст. 5 Закона “Об оценочной деятельности в РФ”).

*Контрактная арендная плата (ставка)* — величина арендных платежей, указанная в арендном соглашении (договоре аренды); используется для оценки частичных имущественных прав арендодателя.

*Рыночная арендная плата (ставка)* — наиболее вероятная величина арендной платы (ставки), за которую осведомленный и не обязанный сдавать свое имущество в аренду арендодатель согласился бы сдать, а осведомленный и не обязанный арендовать арендатор согласился бы взять это имущество в аренду, т.е. плата (ставка), преобладающая на рынке аналогичных объектов собственности; используется при оценке полного права собственности.

*Земельный участок* — отдельная первичная учетно-регистрационная единица землепользования в фиксированных и легко распознаваемых на местности и на плане границах.

*Зона градостроительной ценности* — часть земельного поселения с фиксированными границами, на которую распространяют действие повышающего или понижающего коэффициен-

та к средней ставке земельного налога или нормативной цене городской земли. Зоны градостроительной ценности определяется в зависимости от множества факторов на основе градостроительного анализа городской территории, размеров затрат на жилищное, культурно-бытовое и коммунальное строительство, категорий и форм использования земель населенных пунктов и др.

*Нормативная цена земли* — цена земель различного целевого назначения, устанавливаемая директивно постановлениями и решениями региональных и местных властей. Вытесняется кадастровой стоимостью и применяется в настоящее время только при отсутствии последней (в основном, для целей налогообложения).

*Кадастровая стоимость* — это показатель базовой стоимости земли в границах установленных зон, кварталов и участков, полученный в результате массовой оценки земли на основе ее кадастрового учета, функционально-градостроительного анализа и экономического (рентного) потенциала. Согласно новому “Земельному кодексу РФ” (ст. 65, п. 5) применяется, в основном, для целей налогообложения.

*Выкупная цена* — устанавливается субъектом РФ для продажи земельных участков собственникам расположенных на них зданий, строений, сооружений и равна от трех- до тридцатикратного земельного налога (по Владимирской области установлена в размере десятикратного земельного налога).

## **НЕКОТОРЫЕ ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АРЕНДЫ ГОРОДСКИХ ЗЕМЕЛЬНЫХ УЧАСТКОВ**

Нельзя не отметить своевременность и даже некоторую мудрость правительственного постановления о земельных торгах. Если рынка земли (продажи и аренды) нет, а он срочно нужен, нужно его создавать искусственно ускоренным образом — через торги. Но и для торгов нужна начальная точка отсчета, для каждого случая и для каждого участка своя.

На каком уровне ее взять? Нормативная (расчетная) арендная ставка явно не годится, так как далека от рыночных параметров — она базируется целиком на административно установленном земельном налоге и зависит от вида деятельности потенциального арендатора, являясь, по выражению С.В. Грибовского, “аналогом налога на неизвестно как определенный вмененный доход” [4]. Если взять арендную ставку в какой-то доле от кадастровой стоимости (которую, в отличие от нормативной, считают почти рыночной), то опять же надо как-то определяться, в какой именно доле, но главное — кадастровая



стоимость просто по методологии своего определения может быть настолько далека от реальной, т.е. рыночной, что окажется явно непригодной не только для конкретного участка, но и для всей территории в целом.

Например, для Киржача это так и есть: кадастровая стоимость земли получилась завышенной почти в 5 раз против цен реальных рыночных сделок, и это завышение было видно, что называется, невооруженным глазом. Так, весной текущего года земельные участки в центре города (I–II зоны градостроительной ценности из семи) продавались за 2,5 тыс. дол. (6 соток) и 5,0 тыс. дол. (13 соток), Выходит, рыночная ставка продажи земли не превышала 130, ну возьмем с запасом — 150 руб./м<sup>2</sup> в центре города. А кадастровая стоимость земли равнялась 575,32 руб./м<sup>2</sup> для IV зоны!

Похоже, что кадастровая оценка земель, недавно произведенная в федеральном масштабе, дала явно завышенную стоимость земель таких малых городов, как Киржач, так как производилась по общей программе в массовом порядке и, видимо, даже с помощью поправочных коэффициентов не смогла учесть (или вообще не учитывала) местные особенности, в частности, неразвитость рынка и очень малый спрос на недвижимость вообще и на землю в частности.

Видимо, предвидя такие варианты, законодатели приняли, что в случаях определения рыночной стоимости земельного участка кадастровая стоимость его устанавливается в процентах от его рыночной стоимости (“Земельный кодекс РФ”, ст.66, п.3), т.е. дали приоритет рыночной стоимости, что совершенно справедливо: именно рыночная стоимость земли является истинной мерой ценности для ее пользователя, что позволяет, с одной стороны, стимулировать рациональное эффективное использование земельных участков (поощряет предпринимательский бизнес), а с другой — служит инструментом развития городской экономики (помогает наполнению городского бюджета) [5].

Правительство же, также предвидя всякие казусы от слишком сnivelированной и запрограммированной по огромным территориям кадастровой оценки, в своем постановлении возложило сложную задачу по определению для торгов стартовой арендной ставки на профессиональных оценщиков в надежде, что они-то как-нибудь да разберутся.

Тут уместно вспомнить, что в прошлом году при подготовке постановления №808 для определения арендной платы за городские земельные участки, находящиеся в государственной и муниципальной собственности, первоначально рассматривались три альтернативных варианта [6]:

I — в процентах от рыночной стоимости земельного участка (величина % принималась равной ставке по депозитному валютному вкладу СБ РФ, т.е. примерно 7%);

II — по результатам оценки балансовой стоимости инженерной инфраструктуры поселений, т.е. “что закопано в землю”, в процентах от ее остаточной стоимости воспроизводства или замещения (за величину % также принималась ставка депозитного валютного вклада, т.е. те же 7%);

III — по результатам открытых торгов на право заключения договоров аренды земельных участков.

В конце концов, был принят последний вариант, что для формирования рыночных условий является наиболее правильным. Но оценщику можно и нужно “мотать на ус” и два первых варианта при определении стартовой величины арендной ставки в условиях отсутствия рынка.

По С. Грибовскому стоимость земельного участка (а следовательно, и ее арендная ставка) имеет по своей ценовой структуре две составляющие — затратную и рентную [4]. Затратную составляющую можно рассчитать, определить, а рентную даст только рынок. Причем рентная составляющая может отсутствовать и при наличии рынка, например, на окраинах больших городов или повсеместно в маленьких городах, где земельный участок в силу своего невыгодного месторасположения или состояния экономики в принципе не способен давать рентный доход.

Поэтому на торгах в качестве стартовой арендной платы можно выставлять одну затратную составляющую арендной платы, а другую, рентную, дадут сами торги. В итоге по результатам нескольких торгов сформируется истинная рыночная арендная плата, которая затем будет меняться в зависимости только от конъюнктуры рынка. Но в любом случае начальный (стартовый) размер арендной платы устанавливается с помощью независимого оценщика, исходя из складывающихся на этот момент и в данном месте рыночных условий.

Исключительную важность “правильной оценке” придает и тот фактор, что большинство земельных ресурсов поселений находится в государственной и муниципальной собственности и является (или должно являться) стабильным источником доходов. Если цена за землю или ее аренду будет занижена, то пострадает бюджет, содержание городской инженерной инфраструктуры. Если завышена — ухудшатся условия предпринимательства, потеряется инвестиционная привлекательность. И в том, и в другом случае местной экономике будет нанесен ущерб.

Другими словами, экономически обоснованный размер арендной платы должен обеспечи-



вать организации-арендодателю определенный уровень доходности не ниже средней нормы прибыли на вложенный капитал, а арендатору — приемлемый для его бизнеса в конкретных условиях уровень затрат.

Определение рыночной стоимости аренды земельного участка — вопрос совершенно новый для оценки и достаточно дискуссионный. Все же большинство специалистов считает, что она должна основываться на рыночной стоимости этого участка и от нее зависеть, составляя какую-то часть ее. Величина арендной платы в 5...10% от стоимости, что соответствует периоду окупаемости в 10...20 лет, по мнению некоторых компетентных авторов, считается вполне нормальной.

На тех же позициях стоит и государственный куратор оценочной деятельности — Министерство имущественных отношений. В интервью “Российской газете” 27 мая с.г. первый заместитель министра Д.Б. Аратский, отметив, что брать деньги за продажу права аренды незаконно, при том, что еще и арендная плата взимается, заявил: *“С нашей точки зрения, арендная плата должна устанавливаться в размере ее рыночной величины, определяемой оценщиком при оценке рыночной стоимости земельного участка”*. (Забегая вперед, скажу, что в моей собственной работе примерно так и получилось.) Кроме того, он также сказал: *“Мы все-таки рассчитываем, что будет принято постановление Правительства об общих принципах определения арендной платы за земельные участки, находящиеся в государственной или муниципальной собственности. Это постановление закрепит принцип определения арендной платы, исходя из рыночной цены земли, но не более рыночной величины арендной платы, что защитит инвесторов от беспредельного повышения арендной платы”*.

## **ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТАВКИ АРЕНДНОЙ ПЛАТЫ**

Сложившихся рыночных арендных ставок практически нет нигде, даже в Москве. Выкупные платные права долгосрочной аренды, несколько лет успешно разыгрывавшиеся на московских торгах, а теперь считающиеся как бы не совсем законными, находятся гораздо ближе к рыночной стоимости земли, нежели к арендной плате за нее. Если не принимать во внимание сервитуты и ограничения по использованию (тем более, что они существуют и при продаже земельных участков), то разницу между выкупной стоимостью прав долгосрочной аренды и рыночной стоимостью того же земельного участка теоретически составляет только разница между годовой

ставкой арендной платы (для арендатора) и ставкой земельного налога (для собственника).

Исходная позиция: оценка рыночной арендной платы за землю должна базироваться на оценке рыночной стоимости самой земли и являться производной от нее. Рыночная оценка земли, как и оценка любой другой собственности, осуществляется тремя классическими подходами: затратным, доходным и сравнительным. Каждый из них включает в себя несколько методов, возможность применения которых зависит от наличия в распоряжении оценщика достоверной исходной информации.

Общий план действий был таков: перебрать все подходы, а в них все девять методов оценки земли [6; 7], и каждый рассмотреть на предмет его применения не только для оценки рыночной стоимости земельного участка (это условие необходимое, но не достаточное), но и для последующего его использования тем или иным образом для оценки рыночной стоимости арендной ставки по этому же земельному участку.

Получилось так, что в каждом из первых двух подходов находился метод, используя который, можно было не только определить рыночную стоимость земельного участка, но и вполне корректно перейти от нее к стоимости арендной ставки.

В сравнительном подходе такого метода не нашлось. Зато в статье С.В. Грибовского [4] нашлась одна непритязательная идея, используя которую, мне удалось сконструировать собственный метод, столь же незатейливый, сколь и верный. Я назвал его *альтернативным*, потому что он основан на сравнении или сопоставлении двух альтернативных возможностей для собственника земельного участка получить доход от этого участка: либо сдать в аренду с получением регулярных арендных платежей, либо продать участок с получением затем налоговых выплат (метод применим только для земельных участков, находящихся в государственной или муниципальной собственности).

Ниже излагается расчетная часть отчета по определению рыночной арендной ставки для заданного местной администрацией конкретного городского земельного участка. Сделаны некоторые сокращения и упущения общих, всем известных формул и расчетов, необходимых для отчета, но лишних для статьи, и введены необходимые комментарии.

## **ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД**

Затратный подход при оценке земельного участка, а следовательно, и при оценке аренды земельного участка, основан на том, что владелец земельного участка не согласится продать

его или отдать в аренду по цене ниже текущей стоимости суммы своих затрат, вложенных в создание улучшений, тем более если передается право пользования, а обязанности по воспроизводству улучшений городских земель остаются за владельцем земли.

Затратный подход включает в себя четыре метода [6; 7]:

- 1) выделения или изъятия (с элементами сравнительного подхода);
- 2) определения затрат на освоение или метод разбивки на участки;
- 3) по затратам на инфраструктуру;
- 4) по условиям типовых инвестиционных контрактов.

В данной работе условно применим только метод по затратам на инфраструктуру. По остальным либо нет никаких исходных данных из-за их неприменения в регионе (методы 2 и 4), либо они пригодны лишь для застроенных участков (метод 1).

С экономической точки зрения структура всякого арендного платежа за сдаваемое в аренду имущество состоит из двух частей: возвратной и доходной, или по другой терминологии — затратной и рентной [4]:

$$A = A_{\text{возв}} + A_{\text{дох}}, \quad (1)$$

где

$A_{\text{возв}}$  — возврат капитала, в данном случае — амортизируемой части имущества (инженерной инфраструктуры), стоимость которой определяется затратным подходом, как восстановительная или стоимость замещения;

$A_{\text{дох}}$  — доход на капитал (капиталом в данном случае будет являться денежное выражение рыночной стоимости имущества, сдаваемого в аренду, т.е. земли с улучшениями; под улучшениями городской земли следует здесь в первую очередь понимать всю инфраструктуру города с его инженерными и транспортными сооружениями и проложенными коммуникациями, необходимыми для функционирования зданий и строений, которые находятся или могут появиться на участке).

Первая (возвратная или затратная) часть арендного платежа призвана давать средства для поддержания в жизнеспособном состоянии и воспроизводстве или замещении сдаваемого в аренду имущества, а для земельного участка, как в нашем случае — амортизируемой его части, т.е. инженерной инфраструктуры (затраты на магистральные сети и головные сооружения систем водоснабжения, канализации, теплоснабжения, электроснабжения, газоснабжения, освещения, улично-дорожную сеть и др.)

Размер возвратной части арендного платежа должен зависеть от восстановительной стоимос-

ти имущества и быть достаточным для покрытия издержек собственника на восстановление амортизируемой (истощаемой) части имущества в конце срока его экономической жизни. В простейшем случае (возврат капитала по методу Ринга) он равен частному от деления восстановительной (затратной) стоимости амортизируемой части имущества на срок его экономической жизни [4]:

$$A_{\text{возв}} = C_{\text{рын.затр}}/N. \quad (2)$$

Любой капитал при своем движении должен давать доход своему владельцу, городская земля с ее создаваемой годами и десятилетиями инженерной инфраструктурой — не исключение. Размер этой второй (доходной или рентной) части арендного платежа, который выплачивает арендатор собственнику за пользование его имуществом, прямо пропорционален стоимости имущества и равен произведению его рыночной затратной стоимости на некоторую норму дохода (аналог банковской процентной ставки):

$$A_{\text{дох}} = C_{\text{рын.затр}} \times d. \quad (3)$$

Теперь остается только определить значения  $C_{\text{рын.затр}}$ ,  $d$  и  $N$ , что вполне доступно любому оценщику при самой скудной информации, и рыночная величина арендной ставки, рассчитанная затратным подходом, у него в кармане.

**Определение рыночной затратной стоимости инженерной инфраструктуры.** При определении рыночной арендной ставки методом затрат на инфраструктуру следует допустить, что рыночная стоимость городского земельного участка, определяемая затратным подходом, равна рыночной затратной стоимости инженерной инфраструктуры.

В общем случае рыночная затратная стоимость инженерного обеспечения городской земли должна определяться оценкой стоимости восстановления или замещения всей инженерной инфраструктуры города, находящейся на его балансе. В этом случае базовое ее значение рассчитывается путем деления общей стоимости на площадь поселения и затем дифференцируется по зонам градостроительной ценности.

Это очень сложная и трудоемкая процедура. Кто-то может ее выполнить, кто-то нет. Для тех, кто “нет”, ее можно упростить, взяв суммарную балансовую стоимость всех инженерных сетей и сооружений, обеспечивающих жизнеспособность города.

Но и такие данные не везде есть. По Киржачу, например, не было. К тому же не было и ясной, полной картины состава инженерного обеспечения по разным ведомствам, включая имущество, приватизированное в частную собственность.

В этом случае в качестве выхода из положения предлагается [4], ориентируясь на данные

Москвы и Санкт-Петербурга, в качестве восстановительной стоимости инженерного обеспечения для тех регионов и поселений, где нет никаких данных, брать стоимость, равную 10...15% от восстановительной (балансовой) стоимости всех зданий, строений и сооружений, находящихся на территории поселения или, если и этого нет, то 8...12% от стоимости планируемого нового строительства на данном участке.

Последнее допущение — как спасательный круг для тонущего оценщика. Можно, конечно, усомниться и оспорить эти небольшие проценты, можно уточнить их тому и там, у кого и где есть какая-то дополнительная информация. У меня с этим было положение нулевое и я, учитывая цель оценки, принял минимальное значение — 8%, полагая, что для условий окраины небольшого городка большие значения просто недопустимы. Тогда рыночная затратная стоимость инженерного обеспечения

$$C_{\text{рын.затр}} = 0,08 \times C_{\text{нов}} = 0,08 \times C_{\text{пвс}}. \quad (4)$$

Таким образом, вместо общей стоимости зданий и строений поселения можно взять стоимость нового строительства, планируемого на данном земельном участке, и которую, если даже нет ни сметной стоимости, ни проектно-сметной документации, можно рассчитать как полную восстановительную стоимость популярным среди оценщиков методом сравнительной единицы затратного подхода с погрешностью 15...20% (с применением сборников УПВС и индексов цен в строительстве КО-ИНВЕСТ).

**Определение срока экономической жизни инженерной инфраструктуры  $N$ .** Экономическая жизнь любого объекта недвижимости определяется временем эксплуатации, в течение которого объект приносит доход, т.е. экономически целесообразно вносить затраты для поддержания его в работоспособном состоянии.

Для различных конструктивных составляющих инженерного обеспечения срок их экономической жизни колеблется от 5 до 40 лет. В среднем можно принять 20 лет.

**Определение нормы прибыли  $d$ .** Норму прибыли, как и ставку дисконтирования, определяют, рассчитывают или принимают аналогично тому, как это делает всякий оценщик — по своему вкусу и усмотрению — при расчете рыночной стоимости объекта доходным подходом.

В моей работе норма прибыли была определена в 20%. Тут я несколько “ослушался” С.В. Грибовского, настаивающего, что стоимость земельного участка и, следовательно, арендный платеж за него должны определяться “исключительно его местоположением и окружением”, но ни в коем случае видом использования зем-

ли. Я учел и выгодное местоположение, и окружение, но и коммерческий (торговый) вид использования земельного участка — аптека на окраине города вблизи больничного комплекса есть лучшее и наиболее эффективное использование данного земельного участка с максимальной прибылью.

Определив значения всех членов, входящих в формулы (2) и (3), можно по формуле (1) найти и рыночную величину арендной платы, рассчитанную затратным подходом, без учета НДС.

## ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

Доходный подход к оценке земельных участков позволяет получить оценку стоимости земельного участка исходя из ожидаемых потенциальным покупателем доходов, и применим только к земельным участкам, приносящим доход. Доходный подход включает в себя три метода:

- 1) прямая капитализация дохода;
- 2) метод предполагаемого использования (дисконтирования денежных потоков);
- 3) техника остатка дохода для земли.

Для оцениваемого объекта более всего подходит первый метод — прямой капитализации земельной арендной платы, которая, как регулярный поток доходов, может переводиться в стоимость с помощью ставки капитализации. Метод капитализации арендной платы особенно удобен, когда земельные участки сдаются в долгосрочную аренду отдельно от зданий и сооружений.

Обычно этот метод применяют для определения рыночной стоимости земельного участка — по известной или принятой арендной плате. Но если рыночная стоимость участка уже известна или ее можно определить иным путем, то метод будет пригоден и для обратной задачи — определения рыночной земельной арендной платы:

$$C_{\text{рын.дох}} = \sum \frac{D_{з.у}}{r} = \frac{A_{\text{дох}}}{r}. \quad (5)$$

Отсюда

$$A_{\text{дох}} = r \times C_{\text{рын.дох}}. \quad (6)$$

Здесь

$C_{\text{рын.дох}}$  — рыночная стоимость земельного участка по доходному подходу;

$\sum D_{з.у}$  — регулярный поток суммарного дохода, получаемый от земельного участка;

$A_{\text{дох}}$  — рыночная арендная плата за земельный участок, рассчитанная доходным подходом;

$r$  — ставка капитализации.

**Определение рыночной стоимости земельного участка.** Ранее в рамках затратного подхода рыночная стоимость городского земельного участка, равная рыночной затратной стоимости

инженерного обеспечения, вложенного в городскую землю, была рассчитана *методом затрат на инженерную инфраструктуру*.

Как ни скуден земельный рынок райцентра, но он есть, существует реально, и столь же реально можно определить рыночную стоимость рассматриваемого земельного участка еще и *методом сравнения*. Этот метод в доходном подходе полезно применить и с точки зрения объективности, и потому еще, что сравнительный подход для определения рыночной арендной ставки в данной работе никак неприменим из-за отсутствия таковой (предстоящие торги по аренде земельных участков будут прецедентом для рынка арендных ставок), а для доходного подхода он хорошо подходит, как источник реального дохода.

Для расчета рыночной стоимости по данному методу была собрана и проанализирована информация о городских земельных участках, уже проданных или предлагаемых к продаже на открытом рынке и сходных с оцениваемым.

Источники информации: рекламные объявления в районной газете “Красное знамя”, г. Киржач, за период с конца марта по начало июня, отдельные московские и сергиевпосадские выпуски газет “Из рук в руки” за тот же период, телефонные переговоры оценщика с владельцами участков.

Для сравнения были взяты пять городских земельных участков, наиболее близких по месторасположению, два из которых были проданы, а три еще ждали своего покупателя. По обычной методологии сравнительного подхода была получена рыночная стоимость оцениваемого земельного участка, рассчитанная методом сравнения продаж. Она оказалась значительно меньше рыночной стоимости земельного участка, рассчитанной затратным подходом (методом затрат на инженерную инфраструктуру), что можно объяснить, с одной стороны, видимо, несколько завышенной затратной стоимостью нового строительства объекта на оцениваемом земельном участке (затратный подход вообще дает чаще всего верхний уровень рыночной стоимости), а с другой, что абсолютно ясно, неразвитостью земельного рынка в данной местности, т.е. низкими ценами на землю.

**Определение ставки капитализации.** *Ставка капитализации земельного участка* — это норма дохода от него, т.е. выраженное в процентах или в долях единицы отношение годового дохода, который приносит земельный участок, к стоимости этого земельного участка. Городская земля дает доход от сдачи ее в аренду и/или в виде части прибыли от того предпринимательства, которое развернуто на этом участке.

В мировой практике сложились четыре способа определения ставки капитализации для земельных участков [6; 7].

1. Земельный участок рассматривается как разновидность денежного капитала, с расчетом его ставки капитализации исходя из характеристик денежного рынка на дату оценки. Доход, приносимый земельным участком, рассматривается как определенный процент на вложенный в землю капитал, а критерием эффективности вложения капитала выступает процент ставки дохода по инвестициям с аналогичным уровнем риска.

В развитых странах (Россия, будем считать, примыкает к ним) инвестиции в землю считаются низкорискованными и приравниваются к банковским вкладам, а в качестве ставки капитализации  $r$  используется процентная ставка по депозитам банка высокой категории надежности. При этом денежный рынок должен быть стабильным. Наш рынок в настоящее время стабилизируется, одним из показателей чего является планомерное снижение ставки рефинансирования ЦБ (с середины июня — 16%).

С учетом вышесказанного можно принять ставку капитализации для земельного участка равной ставке долгосрочного депозитного вклада СБ РФ, т.е. 13%.

2. Условная капитализация земельного участка по установленному государством сроку капитализации (сроку воспроизводства капитала): для сельскохозяйственных земель 33 года, для лесных — 50 лет. Для земель иного назначения этот способ не применяется.

3. Способ кумулятивного построения ставки капитализации, складывающейся из трех составных частей:

*безрисковой ставки*, за которую чаще всего принимают депозитную ставку, установленную Сбербанком для твердой валюты — 7% ;

*регионального риска*, т.е. риска вложения денежных средств в недвижимость, находящуюся в конкретном регионе с его определенным экономическим и социальным положением. Для Москвы региональный риск составляет 3...5% [3], минимальный в России. Для Владимирской области с ее одним из лучших инвестиционных рейтингов (6 место в стране в первом полугодии), он составляет 5...7% , принимаем для расчетов 6% ;

*риска ликвидности*, связанного с возможностью возникновения потерь при реализации объекта недвижимости из-за недостаточной развитости, несбалансированности или неустойчивости рынка. Экспертная оценка данного риска для прав долгосрочной аренды на московском земельном рынке составляет 7% [7]. Для вла-



димирской земли он, конечно, выше и будет никак не меньше 10%.

Таким образом, по способу кумулятивного построения ставка капитализации земельного участка  $r = 7 + 6 + 10 = 23\%$ .

4. Способ рыночной “выжимки” или анализа сравнительных продаж. При отсутствии развитого рынка этот способ применять нельзя (если рыночная стоимость земли как-то существует, то рыночная величина арендной платы отсутствует вовсе).

Имеем две величины — два значения ставки капитализации, найденные различными способами, которые могут быть применимы для земельных участков. Оба способа, на взгляд оценщика, равнозначны, и поэтому итоговая, согласованная ставка капитализации определится среднеарифметическим значением:  $r = (13 + 23)/2 = 18\%$ .

Подставляя в формулу (6) найденные значения  $C_{\text{рын,дох}}$  и  $r$ , находим рыночную величину арендной платы  $A_{\text{дох}}$ , рассчитанную доходным подходом по состоянию на дату оценки без учета НДС.

### СРАВНИТЕЛЬНЫЙ (СМЕШАННЫЙ) ПОДХОД

Сравнительный подход основан на систематизации и сопоставлении информации о ценах продаж или предложений аналогичных земельных участков, т.е. на принципе замещения. При развитых рынках это наилучший подход

Сравнительный подход включает в себя два метода:

- 1) сравнения продаж;
- 2) соотношения (переноса, соотнесения, распределения).

Первый метод уже был косвенно применен в доходном подходе, где для расчета арендной ставки земельного участка по рыночной стоимости этого участка методом прямой капитализации рыночную стоимость участка определяли как раз методом сравнения продаж. Применить метод сравнения напрямую для арендной платы невозможно из-за отсутствия аналогов. Второй метод применяется только для застроенных участков. Таким образом, сравнительный подход для определения рыночной арендной ставки не годится.

Ну что ж, на нет и суда нет. Двумя предыдущими подходами можно бы и обойтись.

Однако в статье проф., д-ра экон. наук С.В. Грибовского [4], которая явилась действенным руководством для исполнения заказа, меня заинтересовала одна идея или просто хорошая мысль. Она заключается в том, что из двух час-

тей арендного платежа ( $A = A_{\text{возв}} + A_{\text{дох}}$ ), т.е. возвратной, компенсирующей затраты на поддержание и развитие городской инфраструктуры, и доходной, вторая его часть или доход на городскую землю как на капитал, “в существенной степени зависит от деловой активности местности, где находится объект аренды, от местоположения объекта в данной местности, от использования объекта и других ценообразующих факторов”, и по бедности региона (особенно это характерно для провинциальных городков и поселков) или из-за невыгодности месторасположения (окраины больших городов, например) доход от использования земли может и отсутствовать.

Тогда арендный платеж будет равен только возвратной его части. При этом собственник земли, не получая доход на свой капитал, не теряет само имущество (инженерную инфраструктуру), поддерживая его в нормальном эксплуатационном состоянии и используя арендную плату для восстановления старого либо создания нового арендопригодного имущества.

Таким образом, размер арендного платежа, который равен возвратной (или затратной) его части, является минимально возможным арендным платежом для собственника:

$$A_{\text{мин}} = A_{\text{возв}}. \quad (7)$$

Если размер арендного платежа меньше этой границы, сдавать землю в аренду для городских властей просто невыгодно, лучше ее продать и получать затем налоги.

Вот на этом последнем и весьма существенном предположении и основан новый метод, который по содержанию можно отнести в равной степени и к затратному, и к доходному подходам. Но исходя из того, что суть его заключается в сравнении двух альтернативных способов получения землевладельцем выгоды от своего права собственности на земельный участок (продать участок и получать затем налоги — либо сдать участок в долговременную аренду с регулярным получением арендной платы), автор отнес его к сравнительному подходу и назвал *альтернативным*, как некоего уродца, которого с одинаковым основанием можно отнести к любому из трех подходов.

*Альтернативный метод*, повторюсь, можно применять только в случаях, когда земельный участок является государственной или муниципальной собственностью. Альтернативные доходы — с одной стороны, от минимальной аренды, а с другой, им эквивалентные, от продажи с последующими земельными налогами — необходимо рассчитать во времени с горизонтом долгосрочной аренды в 20 лет (срок экономической жизни инженерной инфраструктуры), дис-



контрируя все платы к текущей стоимости на дату оценки. При этом все будущие платы за землю, как налоговые, так и арендные, будем считать неизменными и регулярными на протяжении всего срока, т.е. аннуитетными. Тогда все вышесказанное можно математически выразить простой формулой:

$$A_{\text{мин}} \times a_n(N, d) = C_{\text{рын}} + H_3 \times a_n(N, d), \quad (8)$$

где

$A_{\text{мин}}$  — минимально возможная арендная плата для собственника;

$a_n$  — фактор текущей стоимости аннуитета (5-я функция денег);

$N$  — срок платежа, равный 20 годам;

$d$  — ставка дисконтирования;

$C_{\text{рын}}$  — рыночная стоимость земельного участка;

$H_3$  — налог на землю.

Из формулы (8) определяем:

$$A_{\text{мин}} = \frac{C_{\text{рын}} + H_3 \times a_n(N, d)}{a_n(N, d)} = \frac{C_{\text{рын}}}{a_n(N, d)} + H_3. \quad (9)$$

Прежде чем рассчитать  $A_{\text{мин}}$ , нужно определиться с рыночной стоимостью земельного участка и для фактора текущей стоимости аннуитета взять ставку дисконтирования, которая уже рассчитывалась в затратном подходе как норма прибыли.

Рыночная стоимость земельного участка ранее определялась дважды — методом затрат на инфраструктуру в затратном подходе и методом рыночных сравнений в доходном подходе. Так как другими методами стоимость земельного участка в нашем случае определить уже невозможно, то для альтернативного метода можно использовать и ту, и другую, т.е. согласованную, что повышает объективность ее и вполне соответствует смешанному характеру данного подхода.

## СРАВНЕНИЯ И ВЫВОДЫ

Итак, при полном отсутствии рынка аренды городской земли рыночные величины арендных ставок, тем не менее, благополучно получены.

Можно счесть вышеприведенные методы получения этих ставок примитивными. Пусть так — были бы они верны. Верность же их обуславливается хотя бы тем, что они следуют основному принципу: арендная плата напрямую должна идти от рыночной стоимости. Кем-то неплохо сказано, что “аренда земли — это тень ее стоимости”. Вот эта “тень” в трех ее конфигурациях и была найдена исходя из рыночной стоимости данного земельного участка.

Последний этап согласования привычен для оценщиков и проблемы не составляет.

“Узкие места” (в смысле допущений, условностей, неточностей и всяких натяжек) видятся в определении затратной стоимости инженерной инфраструктуры, а также ставок капитализации и дисконтирования. То, как определена стоимость инженерного обеспечения в данной работе — 8% от стоимости нового строительства будущего улучшения на этом участке, притом, что и эта стоимость рассчитана с достаточной неопределенностью, — должно явиться только отправной точкой для дальнейших изысканий более точного способа. Что касается норм и ставок, то их точный расчет является проблемным местом всей оценки.

Таким образом, были получены следующие арендные земельные ставки:

затратным подходом — 83,33 руб./м<sup>2</sup> в год;

доходным подходом — 18,0 руб./м<sup>2</sup> в год;

смешанным подходом — 48,77 руб./м<sup>2</sup> в год.

Низкий уровень арендной ставки, полученной доходным подходом, вполне адекватно отражает столь же низкие цены на киржачскую землю, что, в свою очередь, является следствием неразвитости и несбалансированности земельного рынка в небольшом провинциальном городке: небольшой спрос на земельные участки при их значительном предложении, слабая платежеспособность населения, экономическая разруха.

Последний этап согласования арендных ставок, полученных разными методами, стандартен, и если содержит проблемы, то общие для всей оценки.

Полученная оценщиком рыночная стоимость земельного участка меньше его кадастровой стоимости почти в 3 раза, а итоговая рыночная арендная плата меньше административно утвержденной более чем в 2 раза. Разрыв велик, но он отражает реальное положение дел. Насколько это истинно, покажут торги.

Если раньше, до этой работы, я как оценщик считал, что кадастровая стоимость, как и административная арендная плата, являются резко завышенными для Киржача, то теперь очевидно иное: не кадастровая стоимость завышена, а существующие на данный момент рыночные цены сделок и предложений в Киржаче явно занижены из-за экономических условий, присущих этому городу.

Во многих странах мира стоимость аренды земли составляет 3...5% от налогооблагаемой (в России теперь — кадастровой) стоимости. В этом случае арендная ставка для оцениваемого участка составила бы 17,25...28,77 руб./м<sup>2</sup> в год.

Некоторые специалисты (например, тот же С.В. Грибовский [4]), считают целесообразным установить арендный платеж в размере 5...10%

от нормативной (теперь кадастровой) цены, что соответствует периоду окупаемости от 10 до 20 лет. В этом случае арендная ставка для оцениваемого участка составила бы 28,77... ..57,53 руб./м<sup>2</sup> в год.

Как видим, эти “контрольные” цифры вполне сопоставимы с полученными в результате оценки рыночными значениями, что говорит о соответствии последних неким сложившимся стандартам и закономерностям и, следовательно-

но, о приемлемости их в качестве начальных размеров арендной платы для торгов.

### **Литература**

1. Болдырев В.С., Галушка А.С., Федоров А.Е. Введение в теорию оценки недвижимости. М., 1998.
2. Демин А.С. Проблемы оценки земельной собственности // Вопросы оценки. 1996. Январь-март.
3. Тарасевич Е.И. Оценка недвижимости, СПб, 1997.
4. Грибовский С.В. Методология определения арендной платы за земли поселений // Вопросы оценки. 2001. №2.
5. Щербакова Н.А. Экономика недвижимости: Учеб. пособие. Ростов н/Д: Феникс, 2002.
6. Петров В.И. Лекции на курсах повышения квалификации по “Теории и практике оценки стоимости городских, сельскохозяйственных и лесных земель” М.: ИПО, 2002.
7. Оценка недвижимости: Учебник для вузов / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2002.
8. Новиков Б.Д. Рынок и оценка недвижимости в России. М.: Экзамен, 2000.
9. Прорвич В.А. Основы экономической оценки городских земель: Учебно-практическое пособие. М.: Дело, 1998.
10. Ковалев В.В. Аренда: право, учет, анализ, налогообложение. М.: Финансы и статистика, 2000.
11. “Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков”, утвержденные Распоряжением Минимущества России от 07.03.02 г. №568-Р.
12. Постановление Правительства РФ №808 от 11.11.02 г. “Об организации и проведении торгов по продаже находящихся в гос или муниципальной собственности земельных участков или права на заключение договоров аренды таких земельных участков”.
13. “Методические рекомендации по определению рыночной стоимости права аренды земельных участков”, утвержденные Распоряжением Минимущества России от 10.04.03 г. №1102-р.

# ПРОТОКОЛ №1

## Собрания представителей членов Международной ассоциации “СОВЕТ ОБЪЕДИНЕНИЙ ОЦЕНЩИКОВ СНГ”

от 25 апреля 2003 г., г. Баку

### ПРИСУТСТВОВАЛИ:

Общественное объединение “Белорусское общество оценщиков”, в лице президента Трифонова Николая Юрьевича, председателя СОО СНГ,

Общество оценщиков Азербайджана, в лице почетного президента Казымлы Хангусейна Гусейнага оглы, заместителя председателя СОО СНГ, председателя Оруджева Эльданиза Алихан оглы, члена Президиума СОО СНГ, и исполнительного директора Самедова Эльчина Мирзаага оглы, члена Ревизионной комиссии СОО СНГ,

Общественное объединение “Объединение кыргызских оценщиков”, в лице члена Кулматовой Натальи Анатольевны,

Общественная организация “Национальная палата недвижимости Республики Молдова”, в лице председателя исполнительного комитета Витанова Александра Александровича, члена Президиума СОО СНГ, и члена совета Тэрэбуркэ Дмитрия Евгеньевича, члена Ревизионной комиссии СОО СНГ,

Общественное объединение “Российское общество оценщиков”, в лице руководителя экспертного отдела Шакина Вячеслава Алексеевича и в качестве приглашенной

Кыргызская ассоциация оценщиков в лице члена Кожамкуловой Айгуль Тулумулиевны.

### Председатель собрания:

Трифонов Николай Юрьевич

### Секретарь собрания:

Оруджев Эльданиз Алихан оглы

### ПОВЕСТКА ДНЯ:

1. Годовой отчет Президиума.
2. Годовой отчет Ревизионной комиссии.
3. Избрание заместителя председателя.
4. Избрание генерального директора.
5. Избрание председателя.

По первому вопросу повестки дня слушали Трифонова Н.Ю: он сообщил о деятельности Президиума за период после учредительного собрания, выразившейся регистрации СОО СНГ в Министерстве юстиции Республики Беларусь, проведении двух заседаний (в Москве и Баку), организации семинара “Оценка в банковском деле” (совместно с Национальной палатой недвижимости Республики Молдова) и Международного конгресса оценщиков (совместно с Обществом оценщиков Азербайджана).

### ВЫСТУПИЛИ:

Казымлы Хангусейн Гусейнага оглы, Витанов Александр Александрович, которые предложили утвердить отчет Президиума.

### ПОСТАНОВИЛИ:

Утвердить годовой отчет Президиума международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ”

### ГОЛОСОВАЛИ:

За – единогласно.

По второму вопросу повестки дня слушали Самедова Эльчина Мирзаага оглы: он зачитал

годовой отчет Ревизионной комиссии международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ”.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Тэрэбуркэ Дмитрий Евгеньевич, Трифонов Николай Юрьевич, которые предложили утвердить отчет Ревизионной комиссии.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Утвердить годовой отчет Ревизионной комиссии международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ”

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

**По третьему вопросу повестки** дня слушали Трифонов Н.Ю: он предложил избрать заместителем председателя Международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ” Витанова Александра Александровича, председателя исполнительного комитета Национальной палаты недвижимости Республики Молдова, члена Президиума СОО СНГ.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Казымлы Хангусейн Гусейнага оглы, который поддержал кандидатуру.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Избрать заместителем председателя Международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ” Витанова Александра Александровича, председателя исполнительного комитета Национальной палаты недвижимости Республики Молдова, члена Президиума СОО СНГ.

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

**По четвертому вопросу повестки** дня слушали Самедова Эльчина Мирзаага оглы: он предложил избрать Генеральным директором СОО СНГ Трифонова Николая Юрьевича.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Казымлы Хангусейн Гусейнага оглы, Витанов Александр Александрович, Шакин Вячеслав Алексеевич, которые одобрили кандидатуру Трифонова Николая Юрьевича на пост Генерального директора СОО СНГ.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Избрать Генеральным директором Международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ” Трифонова Николая Юрьевича.

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

**По пятому вопросу повестки** дня слушали Трифонова Николая Юрьевича: он предложил избрать Председателем СОО СНГ заместителем председателя Казымлы Хангусейна Гусейнага оглы.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Витанов Александр Александрович, Кулматова Наталья Анатольевна, которые одобрили кандидатуру Казымлы Хангусейна Гусейнага оглы на пост Председателя СОО СНГ.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Избрать Председателем Международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ” Казымлы Хангусейна Гусейнага оглы.

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

# **ПРОТОКОЛ №3**

## **Собрания Президиума**

### **Международной ассоциации**

#### **“СОВЕТ ОБЪЕДИНЕНИЙ**

#### **ОЦЕНЩИКОВ СНГ”**

**от 25 апреля 2003 г., г. Баку**

#### **ПРИСУТСТВОВАЛИ:**

Общественное объединение “Белорусское общество оценщиков”, в лице президента Трифонова Николая Юрьевича, председателя СОО СНГ,

Общество оценщиков Азербайджана, в лице почетного президента Казымлы Хангусейна Гусейнага оглы, заместителя председателя СОО СНГ, председателя Оруджева Эльданиза Алихан оглы, члена Президиума СОО СНГ, и исполнительного директора Самедова Эльчина Мирзаага оглы, члена Ревизионной комиссии СОО СНГ,

Общественное объединение “Объединение кыргызских оценщиков”, в лице члена Кулматовой Натальи Анатольевны,

Общественная организация “Национальная палата недвижимости Республики Молдова”, в лице председателя исполнительного комитета Витанова Александра Александровича, члена Президиума СОО СНГ, и члена совета Тэрэбуркэ Дмитрия Евгеньевича, члена Ревизионной комиссии СОО СНГ,

Общественное объединение “Российское общество оценщиков”, в лице руководителя экспертного отдела Шакина Вячеслава Алексеевича и в качестве приглашенной

Кыргызская ассоциация оценщиков в лице члена Кожамкуловой Айгуль Тулемулиевны.

#### **Председатель собрания:**

Трифонов Николай Юрьевич

#### **Секретарь собрания:**

Оруджев Эльданиз Алихан оглы

#### **ПОВЕСТКА ДНЯ:**

1. Внутренние правила СОО СНГ.
2. Образец печати СОО СНГ.
3. Конгресс оценщиков 2004 г.
4. Повестка дня Собрания представителей членов СОО СНГ.
5. Кандидатура заместителя председателя СОО СНГ.
6. Кандидатура генерального директора СОО СНГ.
7. Стандарты оценки СНГ.
8. Разное.

**По первому вопросу повестки дня** слушали Трифонова Н.Ю.: он предложил проект Внутренних правил СОО СНГ, разработанный по поручению прошлого заседания Президиума.

#### **ВЫСТУПИЛИ:**

Казымлы Х.Г., Тэрэбуркэ Д.Е., Шакин В.А., которые предложили принять проект, изменив наименование ежегодного форума СОО СНГ на “Международный конгресс оценщиков”.

#### **ПОСТАНОВИЛИ:**

Принять Внутренние правила СОО СНГ в редакции 25.04.03. Самедову Э.М. подготовить дополнения, отражающие порядок избрания новых членов Президиума. Тэрэбуркэ Д.Е. подготовить дополнения, отражающие порядок представительства членов на заседаниях Президиума, а также возможность членства национальных организаций оценочных юридических лиц.

#### **ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.



**По второму вопросу повестки дня** слушали Трифонова Н.Ю.: он представил проект образца печати СОО СНГ.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Казымлы Х.Г., Кулматова Н.А., Шакин В.А., которые предложили утвердить представленный проект образца печати СОО СНГ.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Утвердить образец печати Международной ассоциации “Совет объединений оценщиков СНГ”.

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

**По третьему вопросу повестки дня** слушали Витанова А.А.: он предложил провести III Международный конгресс оценщиков 2004 г. в Молдове в середине сентября.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Трифонов Н.Ю., который поддержал предложение и выразил сожаление об отсутствии соизмерительности в определении места проведения конгресса.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Поручить Национальной палате недвижимости Республики Молдова провести в сентябре 2004 года в Республике Молдова III Международный конгресс оценщиков. Заслушать ход подготовки на заседаниях Президиума осенью 2003г. и весной 2004г.

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

**По четвертому вопросу повестки дня** слушали Трифонова Н.Ю.: он предложил повестку дня Собрания представителей членов СОО СНГ.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Кулматова Н.А. и Тэрэбуркэ Д.Е., которые согласились с предложением.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Установить следующую повестку дня Собрания представителей членов СОО СНГ:

1. Годовой отчет Президиума.
2. Годовой отчет Ревизионной комиссии.
3. Избрание заместителя председателя.
4. Избрание генерального директора.
5. Избрание председателя.

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

**По пятому вопросу повестки дня** слушали Трифонова Н.Ю.: он предложил для избрания на Собрании представителей членов СОО СНГ заместителем председателя СОО СНГ кандида-

туру Витанова Александра Александровича, председателя исполнительного комитета Национальной палаты недвижимости Республики Молдова, члена Президиума СОО СНГ.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Казымлы Х.Г., который поддержал предложение.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Предложить на рассмотрение Собрания представителей членов СОО в качестве кандидатуры на пост заместителем председателя СОО СНГ Витанова Александра Александровича, председателя исполнительного комитета Национальной палаты недвижимости Республики Молдова, члена Президиума СОО СНГ.

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

**По шестому вопросу повестки дня** слушали Самедова Э.М.: он предложил для избрания генеральным директором СОО СНГ кандидатуру Трифонова Николая Юрьевича, президента Белорусского общества оценщиков, председателя СОО СНГ, который на Собрании представителей членов СОО СНГ сдаст свои полномочия новому председателю СОО СНГ.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Казымлы Х.Г., который высоко оценил вклад Н.Ю. Трифонова в создание СОО СНГ и поддержал предложение.

**ПОСТАНОВИЛИ:**

Предложить на рассмотрение Собрания представителей членов СОО СНГ в качестве кандидатуры на пост генерального директора СОО СНГ Трифонова Николая Юрьевича, президента Белорусского общества оценщиков, председателя СОО СНГ.

**ГОЛОСОВАЛИ:**

За – единогласно.

**По седьмому вопросу повестки дня** слушали Шакина В.А.: он проинформировал о предложении Российского общества оценщиков в отношении создания организационной структуры для подготовки Стандартов оценки СНГ: международного технического комитета (МТК) по стандартизации “Оценка имущества”.

**ВЫСТУПИЛИ:**

Самедов Э.М., который указал, что Общество оценщиков Азербайджана не готово обсуждать предложение, так как этому должна предшествовать подготовительная работа,

Кожамкулова А.Т., которая согласилась с предыдущим выступающим и предложила вер-

нуться к этому вопросу на следующем заседании Президиума,

Витанов А.А., который отметил, что до создания МТК следует определиться по названию, участникам, пространству действия,

Трифонов Н.Ю., который согласился с необходимостью создания МТК, подчеркнув важность его работы в рамках СОО СНГ.

#### ПОСТАНОВИЛИ:

Проработать вопрос о создании международного технического комитета по стандартизации “Стандарты оценки” на основе членов СОО СНГ. Для этого образовать функциональную комиссию по стандартизации в составе Трифонова Н.Ю., Тэрэбуркэ Д.Е. и Шакина В.А. Отметить, что разработанные МТК Стандарты оценки СНГ должны быть согласованы с СОО СНГ.

#### ГОЛОСОВАЛИ:

За – единогласно.

По восьмому вопросу повестки дня слушали Кулматову Н.А.: она сообщила об изменениях в руководящем составе Объединения кыргызских оценщиков и создании Кыргызской ассоциации оценщиков.

#### ВЫСТУПИЛИ:

Кожамкулова А.Т., которая предложила обсудить возможность членства в СОО СНГ Кыргызской ассоциации оценщиков,

Самедов Э.М., который отметил большие затруднения в контактах с Объединением кыргызских оценщиков и призвал к четкому соблюдению устава СОО СНГ,

Тэрэбуркэ Д.Е., который призвал тщательно разобраться в сложившейся в Кыргызстане ситуации, возможно, помочь в организационных вопросах, а также добавить во Внутренние правила порядок представительства членов на заседаниях Президиума,

Трифонов Н.Ю., который подчеркнул необходимость обеспечения преемственности работы в СОО СНГ при смене руководства в национальной организации-члене,

Витанов А.А., который предложил Кыргызской ассоциации оценщиков на следующем заседании подать заявление на прием в кандидаты в члены СОО СНГ,

Шакин В.А., который поддержал предыдущего оратора,

Казымлы Х.Г. который подчеркнул важность достойного национального представительства в СОО СНГ.

#### ПОСТАНОВИЛИ:

Поручить Трифонову Н.Ю. связаться с новым руководством Объединения кыргызских оценщиков для активизации связи СОО СНГ с оценщиками Кыргызстана.

#### ГОЛОСОВАЛИ:

За – единогласно.