

# ИДЕНТИФИКАЦИЯ ОБЪЕКТОВ ОЦЕНКИ В ПРОЦЕДУРАХ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

**Ключевые слова:** бизнес, компания, предприятие, стоимость бизнеса, стоимость компании.

## Аннотация

Статья посвящена идентификации объекта оценки при осуществлении оценки стоимости бизнеса и/или компании. Рассмотрены связанные с этим нюансы, касающиеся терминологии и экономической сущности.

Признавая актуальность идентификации объектов оценки в процедурах оценки бизнеса, следует обратить внимание на существующие проблемы и сложности, связанные с определением стоимости. Во-первых, сложность идентификации объекта оценки вызвана имеющейся несогласованностью в терминологии. Так, термин «стоимость бизнеса» одни понимают как стоимость целого действующего предприятия (его инвестированного капитала), другие — как стоимость его 100 %-ного пакета акций (акционерного или складочного капитала), третьи подразумевают иное. В этой связи в каждом конкретном случае необходимо отдельно оговаривать (идентифицировать) объект оценки. Возможно, выходом из подобной ситуации, минимизирующим подобные разночтения, могут служить следующие уточняющие формулировки: «бизнес компании» и «бизнес акционеров / учредителей». Во-вторых, процесс оценки стоимости сам по себе не может быть полностью объективным, в нем всегда имеет место элемент субъективизма, обусловленный прогнозными данными, неполнотой информации, а также погрешностью применяемых методик. В-третьих, стоимость объекта обладает дополнительными характеристиками: видом стоимости (рыночная стоимость, ликвидационная, замещения, залоговая, инвестиционная и т. п.), моментом времени, на который осуществляется

оценка, и целью, ради которой проводится оценка стоимости. В-четвертых, отчасти потому, что каждое предприятие уникально по своему, отчасти оттого, что экономическая теория, как и сама жизнь, не стоит на месте, взгляды на механизмы формирования стоимости постоянно изменяются и, как следствие, происходит генерация новых оценочных методик, призванных отражать влияние тех или иных факторов, ранее упускаемых из вида.

Под оценкой стоимости понимают обоснованное мнение (суждение) оценщика о стоимости объекта оценки, а также сопутствующий процесс моделирования и расчетов стоимости.

Современная теория оценки базируется на таких основополагающих понятиях, как «стоимость», «цена», «затраты», «доход».

Под **стоимостью** в теории оценки бизнеса и корпоративных финансов понимают денежный эквивалент, который гипотетический покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект (товар или услугу), или меру того, сколько гипотетический покупатель готов заплатить, а гипотетический продавец согласен получить за оцениваемый объект. Стоимость определяет гипотетическую, или условную цену товара или услуги, о которой, скорее всего, должны договориться покупатель и продавец. Таким образом, стоимость — это не факт, а расчетная наиболее вероятная цена, которая

будет уплачена в данное время, при данных обстоятельствах за товар или услуги, имеющиеся для продажи.

В процессе «шлифовки» некоторых методик оценки часто приходится слышать тезис о том, что в России не работает большинство законов рыночной экономики. Следовательно, утверждают данные оппоненты, не действуют и многие оценочные методики, привнесенные по большей части с Запада. Однако тезис о нерыночности российской экономики слаб тем, что, с одной стороны, абсолютно рыночных экономик не бывает, с другой стороны, основные подходы к оценке стоимости, методы и приемы создавались в середине и начале XX в. и в силу обстоятельств не могли учитывать многих «нерыночных» факторов, которые существуют и в России, и в других странах. Сколько бы ни было противников у существующих подходов к оценке, без оценки как института рыночной экономики современному обществу не обойтись и, пусть в приближенном виде, существует необходимость оценивать стоимость, сопоставлять различные объекты оценки, управлять стоимостью. Оценочные подходы и методики испытали проверку временем, доказав свою состоятельность, а сама оценка превратилась в эффективный инструмент управления действующим предприятием и даже в самостоятельный вид бизнеса. Жизнь не стоит на месте, исследователи постоянно находят условия и ситуации, при которых разработанные ранее методы, модели и методики обнаруживают свои несовершенства. Однако именно это и дает стимул к развитию оценки эффективности инвестиционных проектов и стоимостной оценки имущества.

«Стоимость — лучшая мера результатов деятельности потому, что ее оценка требует полной информации. В то же время известно, что почти невозможно принимать правильные решения, не обладая всей полнотой информации, а ведь ни один другой показатель результатов деятельности не содержит столь полной информации, как стоимость» [1]. Что можно добавить к сказанному? Разве что слова великого Аристотеля (384 – 322 до н. э.): «Все должно измеряться единой меркой — деньгами. Только в этом случае люди смогут обмениваться своими услугами и только в этом случае общество сможет существовать». Однако, соглашаясь с авторами этих слов, отметим, что расплатой за универсальность данной категории (стоимости) является сложность ее определения: она меняется со временем, она неодинакова для различных участников рынка и зависит от целей, с которыми они выступают.

В соответствии с Законом РФ «Об оценочной деятельности» № 135-ФЗ от 19.07.1998 г., «под рыночной стоимостью объекта оценки

понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, т. е. когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

- объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;

- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении одной из сторон не было;

- платеж за объект оценки выражен в денежной форме».

Согласно Федеральному стандарту оценки «Цель оценки и виды стоимости» (ФСО № 2), утвержденному приказом Минэкономразвития России № 255 от 20.07.2007 г., «при осуществлении оценочной деятельности существуют следующие виды стоимости объекта оценки:

- рыночная стоимость;

- инвестиционная стоимость;

- ликвидационная стоимость;

- кадастровая стоимость.

Обратим внимание на то, что в настоящее время (в период написания этих строк) в России не существует многих необходимых видов стоимости, например, нет залоговой стоимости, таможенной стоимости, восстановительной стоимости. А существующие определения для четырех действующих видов стоимости далеки от совершенства и при некоторых обстоятельствах могут вводить в заблуждение пользователей отчетов об оценке.

В процессе изучения состояния понятийного аппарата в отношении видов стоимости автором было выявлено отсутствие определений кадастровой стоимости в явном виде. Что касается определения инвестиционной стоимости, ее формулировка, изложенная в ФСО № 2 (см. выше), лучше, чем формулировка определения кадастровой стоимости, однако все же не лишена стилистической неточности — вместо ответа на вопрос «что это?» содержится ответ на вопрос «что делается?» или «что следует делать?». В этой связи автор настоящей работы предлагает альтернативное определение инвестиционной стоимости, возникшее в процессе обсуждения данного вопроса с доктором экономических наук, профессором С.А. Смоляком (приоритет формулировки принадлежит С.А. Смоляку): «*Инвестиционная стоимость (для владельца имущества)* — минимальная денежная сумма, на которую конкретное лицо

согласилось бы обменять выгоды от использования прав на это имущество. *Инвестиционная стоимость (для потенциального покупателя имущества)* — максимальная денежная сумма, за которую конкретное лицо согласилось бы приобрести выгоды, связанные с правами на данное имущество».

Учитывая существующие и используемые определения различных видов стоимости, нельзя не отметить проблему несогласованности различных законодательных актов. Продемонстрируем эти противоречия на примерах.

*Пример 1.* Компания собирается осуществлять ввоз оборудования из-за рубежа. Для целей таможенного декларирования и постановки оборудования на баланс следует указать таможенную стоимость ввозимого имущества. Однако такого вида стоимости, как «таможенная стоимость», согласно ФСО № 2, не существует и, следовательно, независимый оценщик не может в своем отчете написать «таможенная стоимость». Из данной ситуации есть два выхода: 1) написать, что термин «таможенная стоимость» является синонимом термина «рыночная стоимость», и оценивать рыночную стоимость; 2) написать, что термин «таможенная стоимость» является синонимом термина «инвестиционная стоимость». Понятно, что инвестиционная стоимость не будет равна рыночной стоимости, а если учесть, что нет каких-либо правил учета дополнительных расходов, связанных с оценкой стоимости ввозимого оборудования, возникшие противоречия могут быть трудноразрешимы, в том числе и в суде.

*Пример 2.* Бухгалтер организации обращается к оценщику с просьбой определить восстановительную стоимость основных средств предприятия, так как согласно пункту 15 Положения по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» ПБУ 6/01, утвержденного приказом Министерства финансов Российской Федерации от 30.03.2001 г. № 26н, коммерческая организация может не чаще одного раза в год (на начало отчетного года) переоценивать группы однородных объектов основных средств по текущей (восстановительной) стоимости. Однако, опять же, в законодательном поле оценочной деятельности такой вид стоимости отсутствует. В настоящее время законодательство по бухгалтерскому учету не раскрывает понятия «восстановительная стоимость», а лишь дает в Методических указаниях по бухгалтерскому учету основных средств, утвержденных приказом Минфина России от 13.10.2003 г. № 91н, следующее определение: «Для целей настоящих методических указаний под текущей (восстановительной) стоимостью объектов основных средств понимается сумма денежных средств, которая должна быть уплачена организацией на дату проведения переоценки в случае необхо-

димости замены какого-либо объекта». Данное определение можно трактовать различным образом. Так, замена объекта может быть проведена на аналогичный новый объект, либо на аналогичный объект вторичного рынка, либо на аналогичный по полезности объект, либо на объект, изготовленный аналогичным способом. Согласно приказу Минфина РФ от 24.12.2010 г. № 186н, данное определение утратило силу, но взамен так ничего и не пришло, несмотря на то что имеется большое количество действующих определений термина «восстановительная стоимость» и «полная восстановительная стоимость».

Из этой ситуации возможны два выхода: 1) в техническом задании на оценку в графе «Вид стоимости» следует указывать «Рыночная», а в графе «Допущения и ограничения» — «Оценку производить без учета износа объектов оценки»; 2) следует изменить соответствующий термин в «Положении о бухгалтерском учете в Российской Федерации», изъяв оттуда термины «первоначальная стоимость», «остаточная стоимость» и «восстановительная стоимость». Отметим, что в данном случае реализация первой рекомендации хорошо согласуется со здравым смыслом и приводит к самостоятельному выводу о том, что рыночная стоимость объекта оценки на одну и ту же дату оценки, вообще говоря, может принимать различные значения в зависимости от тех или иных допущений и ограничительных условий, в соответствии с которыми оценщик выполнял свою работу.

Приведенные примеры демонстрируют, что во всех случаях, когда речь идет об оценке объектов оценки, не имеющих широкого обращения на рынке (например, некотирующихся акций или долей в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью), оценивать можно и следует нерыночную стоимость (в том числе потому, что рынка зачастую просто нет); в то же время ряд действующих ныне законов (например, закон «Об акционерных обществах») предписывает оперировать понятием «рыночная стоимость». С целью устранения сложившегося противоречия автору статьи представляется целесообразным и необходимым инициировать со стороны регулирующих органов (Национального совета по оценочной деятельности и Минэкономразвития как органов, осуществляющих регулирование оценочной деятельности, и ФСФР РФ как органа, осуществляющего регулирование рынка ценных бумаг и соответствующей части законодательства об акционерных обществах) законодательную инициативу о внесении изменений в Федеральный закон № 208 «Об акционерных обществах» и ряд других нормативно-правовых актов.

Отметим, что определение рыночной стоимости объекта у оценщиков разных стран отличается от определений, используемых в России. То же относится и к терминологии. Так, в американских стандартах используется понятие «справедливая рыночная стоимость» («*fair market value*»), в то время как в британских стандартах — «стоимость на открытом рынке» («*open market value*»). Общее у этих определений то, что стоимость рассматривается как некоторая абстракция на абстрактном рынке совершенной конкуренции, тогда как рыночные условия требуют от оценщиков, чтобы стоимость отражала полезность, учитывала прежние сделки и процесс торга между продавцом и покупателем. Американские стандарты оценки в связи с этим указали, что стоимость должна сопровождаться определенными обстоятельствами и определяться в связи с ними. Некоторый прототип этого есть и в российских стандартах, однако оценщики до сих пор такой возможностью не пользуются.

Перейдем теперь к понятию «объект оценки» и связанным с ним понятиям. В настоящее время в России существует путаница в терминологии, касающейся объекта оценки действующих предприятий. При оценках такого рода в заданиях на оценку могут быть следующие формулировки объектов оценки: «предприятие», «активы предприятия», «100%-ный пакет акций предприятия», «чистые активы предприятия», «бизнес предприятия», «предприятие (100%-ный пакет акций)», «бизнес (100%-ный пакет акций предприятия)». Вследствие такой «разноголосицы» стали возможны ситуации, когда один и тот же объект оценивали две уважаемые консалтинговые компании, которые пользовались абсолютно одинаковым массивом информации (включая прогнозы), однако результаты оценки получались разными. Позволим себе глубже разобраться в этой ситуации и предложить выход из нее.

Сначала отметим, что стоимость 100%-го пакета акций является ничем иным, как стоимостью акционерного капитала компании. Последний (акционерный капитал), в свою очередь, почти идентичен понятию «чистые активы». Однако стоимость чистых активов может быть различной в зависимости от способа, которым она рассчитывается: нормативно-бухгалтерским способом (с учетом переоценок активов или без них) или другими подходами — рыночным и доходным. Таким образом, по сути чистые активы тождественны собственному капиталу, или акционерному капиталу (100%-ному пакету акций). Однако их стоимость, равно как и стоимость других объектов оценки, зависит от способа их определения.

Отметим, что в России не сложилось пока однозначного понимания того, что следует

подразумевать под стоимостью предприятия — его активы или его чистые активы (за рубежом в этом качестве в большинстве случаев выступает стоимость активов предприятия).

Анализ толкования данных понятий в действующем законодательстве и толковом словаре выявил следующую картину. Определение предприятия из ст. 132 Гражданского кодекса РФ: «**Предприятием**, или объектом прав, признается имущественный комплекс, используемый для предпринимательской деятельности. Предприятие в целом признается объектом недвижимости. В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги, и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором».

Определение предприятия, приведенное в Международных стандартах оценки (МСО) [2]: «**Компания, предприятие** — торговая, промышленная, сервисная, строительная, инвестиционная или иная организация, занимающаяся той или иной экономической деятельностью, взаимозавязанный комплекс деятельности и активов, осуществляемый и управляемый в целях обеспечения дохода инвесторов или снижения затрат либо прямого и пропорционального получения других экономических выгод лицами, определяющими политику предприятия, или его участниками. Если в передаваемом комплексе деятельности и активов присутствует деловая репутация, то такой передаваемый комплекс в обязательном порядке считается предприятием».

Обратимся теперь к определению понятия «бизнес».

«**Бизнес** (толковый словарь Ожегова) — предпринимательская экономическая деятельность, приносящая доход, прибыль». Это определение полностью идентично ст. 2 Гражданского кодекса РФ, определяющей предпринимательскую деятельность.

«**Бизнес** (Википедия) — самостоятельная, осуществляемая на свой риск деятельность, направленная на систематическое получение прибыли от использования имущества, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке. Эффективность (ведения) бизнеса / предпринимательской деятельности может оцениваться не только размером полученной прибыли, но и изменением стоимости бизнеса (рыночной стоимости предприятия, гудвилла)».

Понятие «**имущество**» в МСО охватывает и соответствующий физический объект, и свя-

занные с ним права собственности [2]. Объекты, которые не могут находиться в чьей-то собственности, МСО к имуществу не относят. В то же время общепринятое международное понимание термина «имущество» охватывает также и «бизнес», и «компании», и «фирмы». Хотя эти три слова широко применяются по-русски в научной литературе и в хозяйственной практике, но в российском законодательстве они скрываются за особой формулой «имущественный комплекс» [3].

Согласно ст. 5 Федерального закона «Об оценочной деятельности» № 135-ФЗ от 17.07.1998 г. (в ред. от 27.12.2009 г. № 374-ФЗ, от 22.07.2010 г. № 167-ФЗ), к объектам оценки относятся: 1) отдельные материальные объекты (вещи); 2) совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия); 3) право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества; 4) права требования, обязательства (долги); 5) работы, услуги, информация; 6) иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте».

В соответствии с приведенной выше классификацией объектов оценки право собственности (п. 3) и иные вещные права на имущество в Законе отделены от самого имущества. Одновременно отметим, что, вообще говоря, возможно наличие определенных объектов оценки, которые, с одной стороны, могут подлежать оценке как объекты, приносящие экономические выгоды, с другой стороны, они не могут быть объектами оценки в юридическом смысле, поскольку не подпадают в чистом виде ни под одну из классификационных групп представленной выше ст. 5 «Объекты оценки» Федерального закона «Об оценочной деятельности».

Примером может служить такая категория, как контроль над управлением компанией. По сути, это новый объект оценки, хотя, вероятно, его можно отнести к последнему (шестому) пункту ст. 5, но не факт — законодательством в явном виде не предусматривается возможность участия в гражданском обороте такой категории, как «контроль над предприятием» отдельно от других перечисленных в ст. 5 разновидностей объектов оценки. Наличие или отсутствие контроля практически всегда учитывается при оценке стоимости компаний, однако, во-первых, как сказано выше, делается это не как оценка объекта оценки, а как учет одного из факторов при оценке стоимости компаний; во-вторых, в подавляющем большинстве случаев учет данного фактора осуще-

ствляется на основе эмпирических данных, имеющих противоречивый характер.

В связи с этим автор статьи предлагает расширить перечень возможных объектов оценки, допустив возможность включения в перечень объектов оценки иных объектов гражданских прав, которые могут представлять ценность для отдельных лиц (ввиду связанных с ними экономических выгод) и в отношении которых законодательством Российской Федерации не предусмотрено запрета на участие в гражданском обороте. В частности, к одному из таких (новых) объектов оценки при таком подходе можно отнести контроль над предприятием.

Также добавим, что согласно официально утвержденному (приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 г.) ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки», в четвертом разделе «Требования к проведению оценки», в частности, указано следующее: «Задание на оценку должно содержать следующую информацию: а) объект оценки; б) имущественные права на объект оценки; в) цель оценки; г) предполагаемое использование результатов оценки и связанные с этим ограничения; д) вид стоимости; е) дата оценки; ж) срок проведения оценки; з) допущения и ограничения, на которых должна основываться оценка».

Из этого вполне логично следует, что стоимость объекта оценки не может рассматриваться в отрыве от вида и набора прав на это имущество. Полные права и полномочия дает только *право собственности*, включающее в себя *право владения, право пользования и право распоряжения*.

В то же время в МСО в разделе «Типы имущества», п. 4.7 [2], в частности, указано: «Оценщик должен четко определить бизнес (например, операционная компания, холдинговая компания, торговая компания), а также интерес собственника на бизнес. Оценщик должен рассмотреть права, привилегии и условия, связанные с интересом собственности, обладают ли этим интересом в рамках корпоративной формы, формы партнерства или же это личная собственность».

В подчеркнутой сноске 10 написано: «В соответствии с принципом приоритета экономической сущности над юридической формой, под формулировкой «интерес в собственности на» какой-либо объект имущества (в частности, бизнес) в МСО следует понимать не столько сами юридические интересы (или формализованные интересы — права), сколько непосредственные экономические интересы собственника или иного «держателя интереса», т. е. экономические выгоды или иные преимущества, возникающие у собственника,

владельца иных прав или прочих заинтересованных сторон».

В связи с этим можно согласиться с авторами [3], указывающими, что «оценка стоимости имущества (в узком смысле) или прав собственности на него или финансового интереса в нем является, по существу, оценкой выгод от использования этого имущества». Обычно оценка бизнеса / предприятия осуществляется с целью реализации сделок купли-продажи или внешней реорганизации (слияния, присоединения, разъединения, выделения). Сделки по купле-продаже бизнесов могут осуществляться, как минимум, в двух формах: 1) в форме продажи набора активов, входящих в имущественный комплекс предприятия; 2) в форме продажи акций / долей участия.

Рассмотрим оба варианта.

**Продажа бизнеса в форме продажи активов** может подразумевать следующие варианты идентификации объекта оценки:

- продажа активов «в розницу» — в этом случае оценке подлежит набор разрозненных активов;

- продажа «оптом» всего имущественного комплекса (соответствующего вышеприведенным определениям, но без учета заимствований и обязательств) — в этом случае оценке могут подлежать:

- реализуемые единым лотом совокупные активы компании без учета синергии от совместного их использования (т. е. без гудвилла и части идентифицированных нематериальных активов, обуславливающих синергию);

- реализуемые единым лотом совокупные активы с частичным учетом синергии (учитываются все идентифицированные нематериальные активы, но без учета гудвилла);

- реализуемые единым лотом совокупные активы с полным учетом синергии. Классификация данного варианта продажи в рамках «продажи в форме активов» возможна только в теории — на практике такая продажа означает продажу предприятия вместе с «юридической оболочкой», т. е. только в форме продажи 100%-ного пакета акций / долей участия.

Отметим, что пристальное внимание к учету эффектов синергии обусловлено тем, что ряд нематериальных активов при «демонтаже» активов может «исчезать» и, следовательно, терять свою стоимость. Например, лицензия на программное обеспечение имеет стоимость при ее приобретении у производителя или авторизованного дилера, но поскольку ее невозможно впоследствии продать, она теряет стоимость при распродаже активов предприятия. То же самое относится к лицензиям на право добычи полезных ископаемых, а также зачастую к деловой репутации и бренду.

**Продажа бизнеса в форме продажи акций или долей участия** подразумевает продажу коммерческой деятельности, результаты которой принадлежат акционерам / учредителям / дольщикам — при этом оценке могут подлежать:

- в случае продолжения функционирования предприятия — экономические выгоды акционеров от результата коммерческой деятельности, остающиеся после расчетов с более приоритетными контрагентами бизнеса (работниками, кредиторами, банками, государством);

- в случае банкротства предприятия — часть имущества предприятия, остающаяся в распоряжении акционеров / учредителей после расчетов с более приоритетными лицами.

В практическом аспекте реализация оценочных процедур в части оценки акций или долей обычно предусматривает оценку тремя подходами (затратным, сравнительным и доходным) по трем схемам:

- как непосредственная оценка акционерного капитала;

- как разность между совокупными активами и всеми обязательствами;

- как разность между инвестированным капиталом и долгосрочными займами.

Автор настоящей работы считает возможным внести в п. 2 одно существенное замечание. Дело в том, что помимо приведенных выше нюансов оценка бизнеса может осуществляться (проистекать) с позиции «изнутри» и «снаружи». В рамках доходного (и затратного) подхода оценка акционерного капитала с позиции «изнутри» предусматривает оценку разности между притоками и оттоками денежных средств (в случае затратного подхода — капитала), за исключением потоков (капитала), предусмотренных для самих акционеров. При оценке с позиции «снаружи» к расчету принимаются только те выгоды, которые непосредственно достались конкретным акционерам. Акцент на этом сделан по следующим причинам:

- в случаях, когда у предприятия по итогам отчетных периодов систематически изменяется сумма денежных средств на расчетном счете, оценка в рамках доходного подхода, осуществленная по системам «снаружи» и «изнутри» будет приводить к различным результатам;

- сама по себе оценка акций предприятия не всегда может служить адекватным мерилom экономической выгоды, которую получит настоящий (нынешний) собственник. В качестве примеров можно привести бывших руководителей компаний, деятельность которых продолжает оставаться успешной, однако получаемые доходы этих руководителей как совладельцев обществ снижаются после их отставок.

Таких примеров много. Помимо прочего (разрушение бизнеса опальных бизнесменов) многие из них объединяет одна деталь: экономические выгоды предприятия, остающиеся на нем после расчетов с более приоритетными лицами, еще не гарантируют того, что эти выгоды и далее будут доставаться части его нынешних акционеров. Поскольку в реальной жизни имеют место такие явления, как рейдерские захваты, «уводы» бизнеса и «отлучение» от бизнеса, повышенное внимание к идентификации объекта оценки при оценке акций или долей является весьма актуальным.

В связи с этим можно констатировать следующее. При оценке акций / долей участия оценке подлежит доля реальных чистых выгод (реальной, а не «бумажной» чистой прибыли, остающейся в распоряжении акционеров после расчетов с контрагентами по бизнесу, реализации инвестиционной программы и удовлетворения части или всех имеющихся обязательств, т. е. по сути свободные денежные потоки) или имущества, приходящаяся на соответствующее количество акций (долю капитала акционеров / учредителей). В то же время это можно выразить другими словами: оценке подлежит право на получение соответствующих экономических выгод.

Последняя формулировка не тождественна первой: доля прибыли больше или равна праву на получение этой прибыли, поскольку это право может оставаться нереализованным. Реализация права зависит как от воли собственника (обладателя) имущества (актива) (например, собственник акций может отказаться от получения причитающихся ему дивидендов), так и от соблюдения прав собственности в окружающей экономической среде. Именно поэтому обычно акции компаний развитых стран стоят дороже акций сопоставимых компаний развивающихся стран. Отметим здесь кратко следующее: 1) учет этого обстоятельства (фактора) при идентификации объекта оценки обычно не выходит за рамки обсуждения узкой группы лиц, возможно, потому, что сложилось устойчивое словосочетание «стоимость акции» и не сложилось словосочетание «стоимость права на акцию». В то же время существование этого фактора нельзя не учитывать; 2) учет данного обстоятельства в процессе практических оценок обычно выражается в рисковом надбавках (премиях) при оценке ставок дисконтирования или (реже) в прогнозе денежных потоков. Однако этот способ учета не является единственно возможным. Для реализации другого способа следует принять во внимание, что согласно Гражданскому кодексу РФ право собственности является триадой следующих прав и полномочий: *права пользования, права владения и права распоряжения.*

Например, владелец миноритарного неблокирующего пакета акций / долей участия обладает полными и безусловными (в условиях стран, допускающих нарушение прав собственности, – *отчасти безусловными*) правами владения и пользования, но ограниченным правом распоряжения (может принять решение о продаже акций / долей участия, но не может влиять на политику компании, в том числе на ее дивидендную политику). В связи с этим альтернативные способы оценки права собственности (в данном случае на акции / доли участия) могут предусматривать следующие варианты: а) суммирование стоимостей отдельно оцененных прав на имущество; б) вычитание из стоимости полного права собственности стоимости отсутствующих (у владельца имущества) прав.

Отдельно отметим, что отсутствие «твердости прав» собственности на имущество (акции, бизнес) может приводить к тому, что в целом ряде случаев стоимость этого имущества может определяться только в формате «ликвидационная стоимость» или «рыночная стоимость», но с определенными ограничительными условиями (квалификаторами), оказывающими понижающее влияние на стоимость.

Добавим, что акции и доли участия допускают двойную и даже тройную идентификацию: 1) количество (в штуках или единицах); 2) долю пакета акций в уставном капитале; 3) долю пакета акций в голосующих акциях (при наличии привилегированных акций). Этот момент особенно важен при оценке для целей дополнительной эмиссии. Например, до осуществления дополнительной эмиссии акционерный капитал компании состоит из 100 обыкновенных акций. Тогда оценка 40 акций приведет к такому же результату, как оценка 40 % доли в уставном капитале. Иная картина может быть, если оценка осуществляется в ситуации, когда акционеры приняли решение о проведении в ближайшее время дополнительной эмиссии акций в размере 300 акций: оценка 40 акций может означать оценку 10 %-ной доли в уставном капитале, а оценка 40 %-ной доли может быть эквивалентна стоимости 160 акций компании.

Отметим причины различий между рыночной стоимостью бизнеса и ценами сделок, по которым возможна реализация этого бизнеса. Рыночная стоимость объекта оценки может означать как расчетную величину полезности обладания бизнесом, так и цену гипотетической сделки, которая может состояться между хорошо информированными и свободными от принуждения владельцем бизнеса и потенциальными покупателями при условии оплаты денежными средствами. Нередко приходится сталкиваться с ситуациями, когда реальные

сделки осуществляются по ценам, существенно отличающимся от расчетной рыночной стоимости объектов в силу ряда обстоятельств. Конечно, самое простое объяснение заключается в том, что цена каждой конкретной сделки формируется на стыке интересов продавца и покупателя, сформированных их представлениями об инвестиционной стоимости объекта и могут учитывать целый спектр явно «нерыночных» факторов. Другое объяснение — оценщики, не являясь участниками реального рынка, не будучи в состоянии учесть те самые «нерыночные факторы» и мотивы сторон, но в то же время вынуждены выполнять требования стандартов и методики оценки. То есть оценщики, оказываясь «вне рынка», не в состоянии оценивать все параметры рынка.

Рассмотрим дополнительные факторы, которые в той или иной мере способствуют искажению расчетной рыночной стоимости от цены сделки.

1. В соответствии с п. 3.3 МСО 1 «Рыночная стоимость как база оценки», «Рыночную стоимость следует понимать как стоимость актива, рассчитанную безотносительно к затратам на его покупку или продажу и без учета любых связанных со сделкой налогов». Совершенно очевидно, что цена любой реальной сделки не может не учитывать транзакционные издержки и налоговые последствия каждой из ее сторон. Привлекаемые для определения рыночной стоимости бизнеса независимые оценщики определяют ее, как того и требуют стандарты оценки, без учета этих издержек. Поэтому результат их работы — оценочное значение рыночной стоимости, — часто используется лишь в качестве отправной точки для определения цены сделки. Исключения составляют случаи, когда в соответствии с каким-либо законом сделка должна осуществляться по цене, равной стоимости, определенной независимым оценщиком. В этих случаях итоговый результат работы независимого оценщика не подвергается последующим корректировкам.

2. Условия оплаты многих сделок по приобретению бизнеса отличаются от условий оплаты, соответствующих стандарту рыночной стоимости. Вместо единовременного платежа в денежной форме оплата сделки может осуществляться в рассрочку (обычно поэтапно) и быть выражена в неденежной форме (векселя, акции других компаний и т. п.). Во всех таких случаях цена сделки будет отличаться от предварительно рассчитанной рыночной стоимости: рассрочка платежа и оплата неденежными средствами приводит к повышению цены сделки. С учетом других факторов (налоговые последствия и транзакционные издержки) цена сделки может отклоняться от рыночной стоимости в большую или меньшую сторону.

3. Цена любой сделки в реальности отражает консенсус между (инвестиционной) стоимостью продавца и (инвестиционной) стоимостью покупателя. В одних случаях индивидуальные особенности отдельных субъектов (участников) рынка, выраженные в ценах их сделок, почти не сказываются на ценах сделок остальных участников рынка, в других случаях (когда нет высоколиквидного рынка) цены отдельных сделок могут существенным образом повлиять на весь уровень цен в данном сегменте рынка. Чем менее ликвиден рынок товаров или услуг, тем более размытым становится общий уровень цен на этом рынке и тем труднее определить единую для всех обезличенную рыночную стоимость, и наоборот.

4. Количество свободных денег на рынке, которыми располагают потенциальные инвесторы, меньше стоимости предлагаемых к продаже бизнесов по ценам, определенным расчетами оценщиков. Известно, что для поддержания сбалансированной денежной системы объем денежной эмиссии должен соответствовать объему произведенного за период валового продукта, деленного на скорость оборота денежных средств за этот же период. Методология расчета внутреннего валового продукта учитывает только конечную продукцию (товары и услуги) и исключает из расчета учет сырья, полуфабрикатов и продукции, используемых в процессе производства конечной продукции более высокого передела. Если в какой-то момент намечается сделка по продаже предприятия, то сам по себе факт такой сделки будет означать нарушение традиционного денежного равновесия в силу следующих двух причин.

Во-первых, при планировании денежной эмиссии функционирование предприятия учитывается на уровне объема выпускаемой им продукции, используемой конечными потребителями. Само предприятие не является такой продукцией — оно представляет собой лишь инструмент для изготовления этой продукции, и стоимость этого инструмента переносится на стоимость его продукции. Во-вторых, создание (строительство) предприятия осуществляется, как правило, в течение более одного года, тогда как при планировании денежной эмиссии принимается во внимание лишь продукция, произведенная и/или ожидаемая к производству в течение одного года.

В силу этих обстоятельств предложение к продаже предприятия практически всегда будет приводить к дефициту денежных средств, необходимых для их приобретения (если только Центральный банк не скорректирует политику денежной эмиссии с учетом ретроспективных и прогнозных данных по объему реальных сделок купли-продажи компаний).



Действие вышеописанного фактора находит свое отражение при структурировании сделок купли-продажи компаний: обычно в таких случаях применяются комбинированные способы оплаты (помимо денег используются также ценные бумаги) и рассрочка платежей.

5. В стандартах оценки предполагается, что продавец и покупатель будут действовать разумно, обладая при этом всей необходимой для

принятия решения информацией. В реальности рынок зачастую работает только в случае асимметричности информации. Соответственно, либо продавец, либо покупатель может действовать неразумно. И часто стоимость зависит от того, кто является заказчиком оценки и какие обстоятельства будущих планов использования объекта оценки стали известны оценщику в процессе проведения расчетов.

### Литература

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2005. 576 с.
2. Международные стандарты оценки. Восьмое издание. 2007. М.: Российское общество оценщиков, 2008. 442 с.
3. Микерин Г.И., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов и стоимостная оценка имущества: возможности конвергенции. М. ЦЭМИ РАН, 2010. препр. 124 с.

*Козырь Юрий Васильевич, e-mail: kosyr65@rambler.ru*