**О выборе предприятий-аналогов для сравнительного метода оценки**

Гвоздик А.А., кандидат физико-математических наук? Тришин В.Н., кандидат физико-математических наук

В данной работе рассматриваются две связанные задачи, решаемые при оценке стоимости действующего предприятия (бизнеса).

Первая из них - задача обоснованного отбора предприятий-аналогов для сравнительного метода оценки, очень актуальна в российских условиях ввиду значительных колебаний курса акций многих предприятий, небольших сроков обращения этих акций на биржах, а также высокой вероятности манипуляций стоимостью акций крупными держателями ввиду недостаточной защиты прав мелких акционеров в российском законодательстве.

Вторая задача - согласования результатов различных подходов к оценке стоимости предприятия - позволяет заказчику получить обобщенную оценку стоимости предприятия, учитывающую различные стороны его деятельности и потому представляющуюся нам более сбалансированной.

В первой главе показывается, что в силу значительных колебаний курсовой стоимости акций российских предприятий часть из них нельзя использовать в качестве аналогов при сравнительном подходе (метод сопоставимых компаний). Приводится алгоритм для распознавания и отсева предприятий с недостоверной капитализацией, который в расширенном варианте позволяет получать перспективные оценки их капитализированной стоимости на период в несколько месяцев.

Во второй главе на примере итогов аукциона по продаже госпакета акций компании "Славнефть" рассматривается процедура согласования результатов при оценке действующего предприятия, полученных в рамках доходного, рыночного и затратного подходов, производится анализ этих подходов. Отмечается высокая степень приближенности оценок первыми двумя методами и существенное различие результатов, полученных этими тремя методами.

Точность оценки стоимости действующего предприятия (бизнеса) в российских условиях для крупных компаний может, по нашему мнению, в лучшем случае достигать 20-25 процентов.

Мы также считаем, что процедура согласования результатов практически не формализована и требует дальнейших научных исследований.

**I. О капитализированной стоимости предприятий.**

**1. Общее обсуждение задачи.**

Под капитализированной стоимостью предприятия понимается произведение рыночной (курсовой) стоимости акций на их количество. Величина и динамика капитализированной стоимости достаточно тесно коррелирует с изменением рыночной стоимости действующего предприятия. Что же касается количественных величин, то значение капитализированной стоимости для предприятий в России обычно находится между рыночной стоимостью бизнеса, вычисленной в рамках доходного подхода, и рыночной стоимостью имущественного комплекса, т.е. капитализированная стоимость может служить ориентиром для оценки как того, так и другого. В отдельных случаях эта зависимость может не выполняться, например, в сфере услуг, где стоимость имущественного комплекса иногда может быть в несколько раз меньше стоимостей, вычисленных в рамках доходного и рыночного подходов.

В методе компаний-аналогов (одном из методов сравнительного подхода) обычно отбираются предприятия той же отрасли промышленности с близкими техническими и финансово-экономическими показателями, акции которых котируются на рынке. Далее вычисляют их капитализированные стоимости и сравнивают оцениваемое предприятие с предприятиями-аналогами по различным финансовым и производственным показателям. В качестве финансовых показателей обычно берут выручку от реализации и чистую прибыль. В качестве производственных показателей, например, для нефтяных компаний обычно берут добычу нефти и газа, а также запасы нефти и газа в нефтяном эквиваленте.

Данная часть статьи посвящена выявлению основных причин ошибок при оценке капитализации крупных предприятий и описанию критерия, позволяющего сократить число ошибок. Например, если в момент исследования погрешность перспективной оценки стоимости акций предприятия-аналога, вычисляемая по предлагаемому алгоритму, превышает заданный порог (20-25 процентов на среднесрочную перспективу), то такое предприятие надо исключить из списка предприятий-аналогов.

Российские акции могут сильно колебаться в цене даже на протяжении полугода (см., например, рис.1). И если использовать при оценке данные полугодичной давности, то можно очень сильно ошибиться.

Главный наш тезис состоит в том, что выбор предприятий-аналогов для использования в сравнительном подходе должен производиться на основе комплексного исследования рыночной истории этих предприятий, тщательной отбраковки предприятий с недостоверной капитализацией, учета при оценке курса рубля к доллару, темпов инфляции и т.д. Представляется вполне очевидным, что к оценке капитализации российских предприятий следует подходить весьма осторожно, исходя из конкретных условий задачи оценки. В противном случае ошибка может составить 50 и более процентов.



Рис. 1. Стоимость акций РАО ЕЭС в рублях в авг.-дек. 2002 г.

Перечислим основные причины ошибок при оценке капитализации предприятия:

Сильные колебания стоимости акций российских предприятий в течение короткого периода времени.

Высокая вероятность манипуляции курсовой стоимостью акций компании ее крупными акционерами, например, в целях искусственного увеличения ее капитализации накануне размещения депозитарных расписок.

Заметим, что многие открытые акционерные общества являются открытыми только формально. Зачастую даже биржевому специалисту нелегко понять, что реально лишь один доминирующий игрок определяет цену акций такой компании. Соответственно использование капитализации этой компании в сравнительном анализе может дать существенную ошибку.

Общая нестабильность российской финансовой ситуации (резкие колебания курса доллара, уровня инфляции и т.д.).

Из рисунков 1-2 легко увидеть, что цена акций основных российских предприятий ("голубых фишек") может колебаться в широких пределах на протяжении нескольких месяцев. Так, акции РАО ЕЭС стоили осенью 2001 г. 2.42 руб., затем поднялись до 5.5 руб. (январь 2002 г.), а затем упали до цены 2.36 руб. (сентябрь 2002 г.), т.е. в 2.3 раза. Сильные колебания наблюдаются и по другим акциям, например, акции НК "Сургутнефтегаз" имели годовой диапазон 9-15 руб. (Рис.2).



Рис. 2. Стоимость акций НК "Сургутнефтегаз" в рублях в 2001-2002 г.г.

Таким образом, задача оценки стоимости акций на среднесрочную перспективу (до полугода) является весьма актуальной задачей общей оценки стоимости предприятия. Она возникает на любом крупном предприятии, менеджмент которого использует современные методы управления, включающие минимизацию налогового бремени, управление инвестициями и финансовыми потоками и т.д. Далее, при проведении аукционов по продаже госпакетов акций оценка капитализации продаваемого предприятия на момент проведения аукциона весьма важна для определения стартовой цены госпакета. Прогноз курсовой стоимости акций также интересует любого инвестора, желающего осмысленно вкладывать свой капитал в ценные бумаги. Применение перспективных оценок стоимости ценных бумаг бывает полезно и во многих других сферах финансового анализа.

Одному из подходов к перспективной оценке стоимости акций посвящен раздел 2 (см. ниже) этой главы. Этот подход вытекает из новой модели поведения рыночных цен, предложенной в работе [1]. За 2 года регулярного применения этого подхода для определения уровня цен на краткосрочную перспективу произошло лишь 4 ошибки, причем в этих 4-х случаях легко прослеживалось существенное событие, кардинально сместившее ожидания участников рынка в ту или иную сторону. Ввиду актуальности перспективных оценок капитализации предприятий при проведении аукционов модель поведения рынка, основанная на использовании понятия математического ожидания [1], была апробирована на среднесрочную перспективу и показала довольно высокую точность на отрезках времени до полугода.

**2. Типовая модель перспективной оценки стоимости акций.**

Основной тезис нашей концепции состоит в том, что перспективная оценка курсовой стоимости акций может быть получена по формуле математического ожидания (далее - МО). Это легко объяснимо с позиций теории игр, ибо в большинстве случаев цена акций формируется действиями различных рыночных групп.

Допустим, что в момент времени t на рынке действуют N основных групп. Обозначим через Сi цену, к которой стремится группа i, а через Рi - мощность группы i ( \* Рi = 1).

При отсутствии существенных событий, приводящих к безоговорочной победе одной из групп, цена будет колебаться вокруг значения

МО = S Сi Рi (1)

Этот факт был вначале подмечен нами на практике, в процессе реальной биржевой торговли, и лишь некоторое время спустя получил теоретическое обоснование.

В действительности, одна из групп i периодически пытается привести цену к Сi. Бывает даже, что такая попытка удается. Но затем вступают в действие рыночные механизмы. Например, если цена Сi чересчур высока, появляется большое число игроков, желающих продать акции по такой цене в надежде на возврат к старой. Есть и другие глобальные причины для возврата: редко бывает, чтобы одна группа доминировала над всеми. Поэтому спустя некоторое время цена возвращается к уровню МО.

Типовой алгоритм вычисления математического ожидания цены акций строится на предположении, что на рынке есть "быки", т.е. игроки, считающие текущую цену низкой, "медведи", считающие ее, наоборот, высокой, спекулянты, обычно играющие на стороне силы, и прочие игроки, полагающиеся в своей стратегии на сохранение к моменту t + Т "статус-кво" (t - начальный момент времени, Т - период оценки). Если принять дополнительно, что эти группы равномощны, то остается рассчитать цели для этих 4-х групп игроков.

Заметим сразу, что более тонкие алгоритмы вычисления математического ожидания цены акций нами также разработаны, но здесь не приводятся ввиду их коммерческой ценности.

Далее, "быки" делятся, в основном на 2 класса. "Быки"-реалисты ждут достижения ценами максимума (далее - М) и тогда начинают продажи акций. "Быки"-экстремисты ориентируются на выход цен к новым высотам, обычно - к верхней границе восходящего канала (А). Аналогично, "медведи"-реалисты будут покупать у уровня поддержки (т.е. на минимуме; далее - m), а "медведи"-экстремисты рассчитывают купить у нижней границы падающего канала (В). Спекулянты ориентируются на наклон в момент времени t скользящих средних (СС) и в зависимости от этого берут сторону "быков" или "медведей". Используя эти соотношения, получим типовую формулу для вычисления математического ожидания цены акций к моменту t + Т:

МО = 1/8 \* (А + В + М + m) + 1/4 \* (М V m ) + 1/4 \* Сt , (2)

где Ct - текущая стоимость акций.

**3. Пример вычисления математического ожидания цены акций.**

Рассмотрим реальные котировки акций РАО ЕЭС за период с 14 августа по 14 октября. Предположим, что точка t = 30.09, t + T = 14.10. Определим математическое ожидание МО по формуле (2). В этом случае, А = 3.12, В = 2, М = 3.18, m = 2.36, Сt = 2.57, а СС направлена вверх, т.е. М V m = М. Подставляя эти значения в формулу (2) получаем, что

МО = 1/8 \* (3.12 + 2 + 3.18 + 2.36) + 1/4 \* 3.18 + 1/4 \* 2.57 = 2.77.

Как ни фантастически это выглядит, 14.10 цены закрылись как раз на значении математического ожидания. Другое дело, что невозможность пробить этот уровень показала смену ориентиров в пользу "быков". В самом деле, на рынок просочилась информация о двойном увеличении РАО ЕЭС размера дивидендов по сравнению с предыдущим годом. Она существенно повысила ожидания всех без исключения участников рынка. Цены росли не переставая, вплоть до уровня в 4 рубля.

Другой пример. На рис.2 показаны реальные котировки акций компании "Сургутнефтегаз" за период с января по ноябрь 2002 г. Пусть t = 30.06, t + T = 30.11. Определим математическое ожидание МО на 30.11 (т.е. на 5 месяцев вперед) по формуле (2). В этом случае, А = 15.6, В = 5.5, М = 15, m = 9.1, Сt = 12.3, а СС направлена вниз, т.е. М V m = m. Подставляя эти значения в формулу (2) получаем, что

МО = 1/8 \* (15.6 + 5.5 + 15 + 9.1) + 1/4 \* 9.1 + 1/4 \* 12.3 = 11.

Из рис.2 хорошо видно, что значение МО практически совпало с уровнем СС на 30.11.

Возникает законный вопрос: как оценить погрешность значения МО, полученного предложенным методом? Нам представляется, что в условиях отсутствия форс-мажорных обстоятельств в период времени от t до t + T можно принять за диапазон разброса значений МО величину D = [min(B, m), max(A, М)].

Тогда относительной оценкой точности логично считать значение abs(D)/6МО (аналог стандартного отклонения). Для последнего примера (с горизонтом оценки в 5 месяцев) получаем

D = [5.5, 15.6], abs(D)/6МО = 10.1/66,

т.е. погрешность оценки акций компании "Сургутнефтегаз" составила около 15 процентов.

Таким образом, использование капитализации компании "Сургутнефтегаз" вполне допустимо при сравнительном подходе.

**II. О процедуре согласования результатов при оценке действующего предприятия, полученных в рамках доходного, рыночного и затратного подходов на примере оценки госпакета компании "Славнефть".**

**1. Краткая история оценки и продажи госпакета компании "Славнефть".**

Итоги аукциона по продаже госпакета акций нефтяной компании "Славнефть" заставляют задуматься о том, как более объективно устанавливать стартовую цену аукциона. На его примере мы хотели бы только заострить внимание аналитиков на некоторых проблемах оценочной науки, а не давать оценку прошедшего аукциона.

Так как все детали нам не известны, сразу заявим, что не претендуем на абсолютную точность наших вычислений и не знаем справедливую рыночную стоимость пакета; более того, мы ставим под сомнение само существование этой справедливой рыночной стоимости.

Что же касается вопроса, потерял или не потерял российский бюджет деньги, то предположения можно делать самые фантастические. Их анализ не входит в нашу задачу.

Сначала кратко осветим фактическую историю вопроса.

Российский фонд федерального имущества (РФФИ) выставил на продажу госпакет обыкновенных акций ОАО "Славнефть", составляющих 74.95 процента уставного капитала.

Выбранная РФФИ компания-оценщик оценила на дату оценки 1 июля 2002 года вышеупомянутый пакет в 1.7 миллиардов долларов.

Так как начальная стоимость торгов по пакету акций совпала с оценкой, то отсюда следует, что из полученного ряда различных оценок в качестве итоговой стоимости оценщики выбрали минимально возможную. То есть речь заранее не шла об определении наиболее вероятной рыночной цены. При этом имелось в виду, что сам аукцион, достаточно представительный по составу своих участников, и выявит справедливую рыночную стоимость. Заметим, что в сложившейся ситуации таким именно образом действовали бы, по-видимому, и другие оценщики.

На состоявшемся аукционе 18 декабря 2002 года этот пакет был продан за 1,86 миллиардов долларов компании ООО "Инвестойл", за которой стояли компания "Сибнефть" и Тюменская нефтяная компания (ТНК).

Накануне и после продажи пакета в прессе были оглашены некоторые оценки стоимости госпакета вовлеченных в сделку сторон. Упомянем некоторые из них.

По оценке Счетной Палаты РФ, оглашенной ее председателем Сергеем Степашиным, стартовая цена должна была бы составлять 2-2,5 миллиарда долларов, а рыночная цена порядка 3-3,2 миллиардов долларов.

Глава ЮКОСа Михаил Ходорковский оценил пакет "Славнефти" примерно в 3 миллиарда долларов.

По заявлению президента НК "Роснефть" Сергея Богданчикова, на прошедшем 18 декабря аукционе по госпакету акций НК "Славнефть" его компания собиралась торговаться до суммы в 3,1 миллиарда долларов.

По сообщениям прессы, китайская нефтяная компания China National Petroleum Corporation (CNPC) была готова предложить за пакет более 4,5 миллиардов долларов.

Однако, как известно, состязательного конкурса фактически не получилось.

Российские нефтяные компании "Лукойл", "Юкос" и "Сургутнефтегаз", выразившие первоначально свою заинтересованность в приобретении упомянутого пакета акций, впоследствии отказались от участия в аукционе.

Западная компания British Petroleum подала заявку, но перед началом аукциона сняла ее из-за неполучения в нужной срок полной информации об объекте продажи.

Китайская компания CNPC сняла свою заявку под давлением российских чиновников и законодателей.

Компания "Роснефть" была отстранена от участия в день аукциона на основании постановления о возбуждении исполнительного производства по определению Ленинск-Кузнецкого районного суда Кемеровской области по жалобе некоего гражданина А.Токаря.

Таким образом, вопрос о справедливой рыночной стоимости госпакета остался открытым. Более того, можно задать вопрос: а существовала ли эта самая справедливая рыночная стоимость?

Замечание. По нашему мнению, само понятие "справедливая рыночная стоимость" является абсурдным. По замечанию одного современного мыслителя, справедливость может быть только одна - высшая справедливость, свершаемая на небесах. Решение же районного суда трудно признать как абсолютно справедливым, так и несправедливым. Все зависит, с какой стороны посмотреть - победителя или побежденного.

Представляется уместным, что необходимо ввести понятие "наиболее вероятная рыночная стоимость" и его теоретически формализовать.

**2. Экспресс-анализ и экспресс-оценка стоимости пакета акций компании "Славнефти".**

В своих расчетах оценщики применяли метод дисконтированных денежных потоков, метод сопоставимых компаний (один из методов рыночного подхода) и метод скорректированных чистых активов. Затратный подход по оценке объекта как имущественного комплекса ими не применялся из-за ограниченности времени на проведение оценки. Попытаемся и мы, в свою очередь, оценить стоимость пакета.

**2.1. Метод дисконтированных денежных потоков.**

Из всех оценочных методов этот метод - самый субъективный, так как основан на предсказании на ближайшие 5-6 лет денежных потоков, которые зависят, например, от цены на нефть, уровня инфляции, изменения законодательства и т.д. Ни один серьезный ученый не возьмется прогнозировать, например, цену на нефть даже на ближайший год, а не то что на 5-6 лет. В журнале "Финансовый директор", №1, 2003 опубликованы весьма приближенные прогнозы пяти аналитиков по изменению среднегодовой цены нефти марки Brent. Все они отмечают высокую изменчивость и непредсказуемость рынка нефти. Прогнозы аналитики давали от 15 до 30 долларов за баррель в зависимости от проведения операции в Ираке или мирного разрешения конфликта. Для каждого из этих сценариев они дополнительно закладывали ошибку в цене порядка 20 процентов.

Практически, какое будет предсказание - такая и будет результирующая стоимость по этому методу (то есть профессия оценщика иногда близка профессии предсказателя, ясновидца).

Приведем только два возможных сценария для оценки дисконтированных денежных потоков:

Сценарий существующего принципа построения бизнеса с учетом трансфертного ценообразования и отсутствием рыночных взаимоотношений между дочерними предприятиями и головной. Цена в долларах на нефть, роялти, стоимость доставки, экспортные пошлины, таможенные сборы, затраты, налоги и т.п. в ближайшие 5-6 лет остаются практически неизменными.

Сценарий с учетом отмены трансфертного ценообразования и рыночных взаимоотношений между дочерними предприятиями и головной. Цена в долларах на нефть, роялти, стоимость доставки, экспортные пошлины, таможенные сборы, затраты, налоги и т.п. в ближайшие 5-6 лет останутся практически неизменными.

Второй сценарий дает минимальную стоимость компании, и оценщики применили, очевидно, именно эту или близкую модель для получения итоговой стоимости. Отметим, что разговоры о необходимости отмены трансфертного ценообразования ведутся уже более двух лет, и будет ли оно отменено или нет - зависит от воли правительства РФ.

Ставку дисконтирования мы взяли 15 процентов, которую обычно берут западные компании [2]. Сама методика расчета ставки дисконтирования очень субъективна (модель кумулятивного построения, модель САРМ, модель арбитражного ценообразования и т.п.), и даже у оценщиков-профессионалов нет единого мнения, какую же ставку дисконтирования надо применять в том или ином конкретном случае. В принципе, ставка дисконтирования определяется уровнем доходности, на который в будущем может рассчитывать инвестор при учете определенных рисков. Заметим также, что по теории оценки размер рисков выбирается для всех потенциальных покупателей один, что, по нашему мнению, является спорным.

По нашей экспресс-оценке, для первого сценария стоимость пакета акций получилась равной 3,3 миллиардов долларов, а для второго сценария - 2,0 миллиардов долларов (с учетом, естественно, скидки на переход на единую акцию).

Какой сценарий оправдается - предсказать трудно. Можно было рассмотреть и сценарий резкого увеличения цен на нефть, который предсказывается некоторыми аналитиками (см., например, [5]) в связи с ее постепенным исчерпанием в ближайшие 10-20 лет. Но оценка стоимости при этом может получиться запредельной.

Вывод. Расчет стоимости по доходному подходу чрезвычайно чувствителен к изменению законодательства, будущей цене на нефть, а также (в меньшей степени) к выбору в разумных пределах ставки дисконтирования. Он, по нашему мнению, практически не позволяет выдать достаточно обоснованную в логическом отношении оценку стоимости нефтяной компании.

**2.2. Сравнительный подход (метод сопоставимых компаний).**

После выбора потенциальных предприятий-аналогов и отсева предприятий с недостоверной капитализацией у оценщика возникает вопрос, на какую же дату взять эту самую капитализацию. Обычно он берет ее на дату оценки. Однако, как мы видели выше, цена акций подвержена большим колебаниям (есть даже сезонная зависимость). Как же поступить оценщику, если он знает, что результаты оценки будут использоваться значительно позднее даты оценки?

В качестве оценки курсовой стоимости акций предприятий-аналогов мы использовали значение математического ожидания их стоимости в долларах на дату продажи пакета.

Наша экспресс-оценка пакета акций с использованием подхода из первой главы нашей статьи и с учетом перехода на единую акцию дала наиболее вероятную рыночную стоимость в диапазоне от 2,7 до 3,2 миллиардов долларов. При этом мы были вынуждены предположить, что существующее трансфертное ценообразование сохранится в будущем (сценарий 1), так как этот метод основан именно на существующем положении вещей.

Коррекцию результатов при переходе на сценарий 2 (при которой стоимость пакета акций должна быть существенно меньше) мы не делали по требованиям методологии оценки. К тому же невозможно достоверно предсказать, насколько упадут цены акций нефтяных компаний при отмене трансфертного ценообразования (может быть, в полтора раза, а возможно, и больше).

Отметим, что сравнительный подход позволяет рассчитать текущую стоимость акций действующего предприятия (стоимость фиктивного капитала). Можно ли эту оценку использовать для оценки бизнеса, и если да, то с какой поправкой - этот вопрос дискутируется оценщиками.

**2.3. Затратный подход.**

Затратный подход при оценке действующего предприятия (бизнеса) предполагает рыночную оценку всех материальных объектов, скорректированную на стоимость долгов и обязательств.

К сожалению, в силу огромной трудоемкости и часто относительно низких стоимостей предлагаемых контрактов, этот метод при оценке действующего предприятия большинством оценочных компаний не применяется.

Игнорирование затратного подхода приводит к искажению стоимости, ведь он дает прямое представление о потенциале производственных мощностей оцениваемого предприятия и меньше других методов подвержен субъективизму.

Отметим, что в [3] описан метод, который в несколько раз понижает трудоемкость оценки по затратному подходу без потери точности.

Ввиду отсутствия у нас информации для расчета по методике, изложенной в [3], мы применили методику из статьи [4], которая, по нашему мнению, достаточно точна для наших целей.

Стоимость пакета акций компании "Славнефть", рассчитанная нами по приближенному затратному методу, изложенному в [4], равна 4,3 - 4,8 миллиардов долларов (с поправкой на консолидацию).

Метод скорректированной стоимости чистых активов мы не применяли ввиду отсутствия у нас необходимой информации. Отметим, что этот метод, по нашему мнению, является очень неточным в российских условиях ввиду больших искажений стоимостей активов и обязательств в бухучете.

**2.4. О процедуре согласования результатов при оценке действующего предприятия, полученных в рамках доходного, рыночного и затратного подходов.**

Итак, в рамках трех подходов мы получили три существенно отличающиеся стоимости пакета акций, к тому же первые две оценки имеют большие принципиально неустранимые ошибки.

Как же на основе этих результатов получить единую - наиболее вероятную (справедливую) рыночную стоимость, что необходимо делать по требованию существующих методических материалов? И как установить начальную стоимость для торгов на аукционе, что является еще более сложной задачей?

И с чем связаны столь разные оценки потенциальных покупателей стоимости продаваемого пакета акций?

Некоторые аналитики считают (см., например, [6]), что выполнить процедуру согласования результатов, полученных при использовании различных процедур, принципиально невозможно, так как результаты имеют разную природу.

Отметим, что у разных потенциальных участников аукциона по продаже акций компании "Славнефть" могли быть совершенно разные мотивы и стартовые позиции.

Отметим некоторые из них.

У них могли быть разные накопленные средства.

По оценкам аналитиков, новому владельцу госпакета "Славнефти" (если на аукционе не победили бы "Сибнефть" и ТНК) пришлось бы потратить дополнительно 200-500 миллионов долларов на выкуп акций у миноритарных акционеров и консолидацию компании.

Столь высокая цена, предложенная китайской компанией CNPC, объясняется, возможно, тем, что Китай имеет при огромном населении относительно небольшие запасы нефти (порядка 2,48 процентов мировых, см. [5]), которые он должен исчерпать приблизительно, по прогнозам аналитиков, к 2015 году. И CNPC, по-видимому, привлекали относительно большие запасы нефти у "Славнефти". Китайская компания является одной из крупнейших в мире (рыночная капитализация - 33,5 миллиардов долларов), и заплатить за пакет акций столь высокую предложенную ими цену (которая уже в недалеком будущем может оказаться совсем небольшой) для них, возможно, не составляло особых проблем.

Приведем еще один пример, иллюстрирующий сложность и неоднозначность процедуры согласования результатов.

Допустим, что государство в лице РФФИ решило продать госпакет акций некого авиационного завода. В силу отсутствия государственных закупок и целевого кредитования, большая часть производственных мощностей завода простаивает. По доходному подходу стоимость такого завода равна нулю. Для сравнительного подхода данных нет. А стоимостной подход оценки имущественного комплекса с учетом физического износа дает 500 миллионов долларов. Предсказать же вероятность крупного госзаказа совершенно невозможно.

И как считать в этом случае стоимость госпакета?

Можно, конечно, продолжать делать загадочное и многозначительное лицо, ссылаться на сверхвысокий профессионализм, но мы считаем, что для этого случая убедительной методики нет. Разве что посчитать ликвидационную стоимость - тогда зачем продавать госпакет?

По требованию утвержденных методик оценщик должен дать одну итоговую стоимость на дату оценки. Как правило, обоснованию этой итоговой стоимости в отчетах оценщиков выделяется только несколько строк. На наш взгляд в отдельных случаях может быть дан диапазон итоговых стоимостей, а в отчете должны быть приведены развернутые аргументы по различным сценариям развития ситуации. И уж читатели отчета должны сами решать, какой сценарий и какая стоимость является наиболее вероятной (например, РФФИ лучше представляет, будет ли отменено трансфертное ценообразование или нет).

В своих отчетах при сведении полученных различными методами результатов мы часто используем следующее правило: итоговая сумма равна стоимости по доходному подходу с весом две трети плюс стоимость по затратному подходу с весом одна треть.

Но и нашу аргументацию, приводимую в отчетах, можно подвергнуть критике.

Своей статьей мы хотим привлечь внимание профессиональных оценщиков и читателей отчетов к затронутым проблемам теории оценки. По нашему мнению, методы оценки (развитые в основном зарубежными специалистами для стран с эффективно функционирующими финансовыми рынками) в российских реалиях с неустоявшимися рыночными механизмами иногда дают сбои.

В первую очередь, нам хотелось бы услышать мнение западных специалистов, работающих в России, тем более что в российских средствах массовой информации и специальных оценочных изданиях об этом нет ни слова.

**Выводы и предложения.**

**1. Доходный подход.**

Мы считаем, что на сложных оцениваемых объектах оценщик имеет право не давать результирующую стоимость в рамках доходного подхода ввиду невозможности логически обоснованно предсказать будущее развитие ситуации.

Оценщик должен уметь правильно сформулировать несколько сценариев, скажем, оптимистический, консервативный и пессимистический и вычислить для них соответствующие стоимости, а право выбора между сценариями он может предоставить заказчику отчета.

Ввиду разного уровня квалификации оценщиков, мы считаем целесообразным издание под руководством Госкомимущества РФ и при участии ведущих оценщиков ежеквартальных бюллетеней по ставкам дисконтирования по всем отраслям промышленности. Эти данные должны иметь рекомендательный характер.

Аналог по затратному подходу имеется - пользующиеся заслуженной репутацией издания компании "КО-Инвест".

**2. Сравнительный подход.**

Мы считаем ошибочным вычисление капитализированных стоимостей предприятий-аналогов на дату оценки в силу значительных колебаний курсовой стоимости акций и, в частности, сезонной зависимости.

Некоторые предприятия-аналоги надо уметь отсеивать ввиду их недостоверной капитализации, а по оставшимся предприятиям уметь их капитализированные стоимости определенным образом усреднять и прогнозировать. В данной статье и предложены возможные способы решения этой задачи.

**3. Имущественный подход.**

Мы считаем недопустимым игнорирование оценщиками имущественного подхода при оценке стоимости действующего предприятия (бизнеса).

**4. О процедуре согласования результатов при оценке действующего предприятия и получении итоговой результирующей стоимости.**

На сложных оцениваемых объектах оценщик имеет право не давать итоговую оценку по результатам всех трех подходов ввиду невозможности логически обоснованно предсказать будущее развитие ситуации.

Итоговая стоимость может быть определена в результате совместной работы с заказчиком и оформлена отдельным документом за двумя подписями.

Ввиду разного уровня квалификации оценщиков, считаем целесообразным издание под руководством Госкомимущества РФ и при участии ведущих оценщиков ежеквартальных (полугодичных) бюллетеней с информацией по весовым коэффициентам для трех подходов по всем отраслям промышленности с целью получения результирующей стоимости. Эти данные должны иметь рекомендательный характер.

**Список литературы**

1. Гвоздик А.А. Новая модель поведения рынка. //Труды международной конференции "Теория активных систем". - М.: ИПУ РАН, 2001. Т.2, с.23-24.

2. Петренко Л.И., Синогейкина Е.Г. Что такое ВИНК и сколько она стоит? //Журнал "Вопросы оценки", №3, 2001, стр.11-22.

3. Тришин В.Н., Шатров М.В. Метод экспресс-оценки для крупного предприятия. //Журнал "Имущественные отношения в Российской Федерации", №10(15), 2002, стр. 77-85.

4. Быковский В.А. Оценка капитализации нефтяных и газовых компаний. //Журнал "Нефть, газ и бизнес", №5, 2002, стр. 4-7.

5. Паршев А. Почему Америка наступает. Москва, АСТ "Астрель", 2002.

6. Шакин В.А. Экспресс-оценка действующего предприятия (бизнеса). //Статья опубликована на сайте www.appraisal.ru.