

DOI: <https://doi.org/10.32353/khrife.2018.55>
УДК 336.763.061.71

К. О. Мамиконян, начальник отдела
Национального бюро экспертиз Респу-
блики Армения, кандидат экономиче-
ских наук
E-mail: mamikonyankaren@gmail.com

О НЕКОТОРЫХ ПОДХОДАХ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ СТОИМОСТИ РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭКСПЕРТИЗЫ

Проведен экономический анализ так называемого «наличия фактической неплатежеспособности» в случае преднамеренного и ложного банкротства организации. Рассмотрены подходы по определению величины стоимости рыночной капитализации хозяйствующего субъекта, приведен анализ структуры капитала и механизмы капитализации. Обсуждена специфика проведения финансово-экономических экспертиз, выполняемых в рамках как криминальных дел по преступлениям, направленным против экономической деятельности, так и назначаемых судами, которые относятся к определению размера ущерба, причиненного должнику или кредиторам в результате экономической деятельности субъектов.

Ключевые слова: преднамеренное и ложное банкротство, неплатежеспособность, экономический анализ, рыночная капитализация, финансово-экономическая экспертиза.

Экономический анализ, интегрированный в вычислительные и аналитические методы и приемы финансово-экономических экспертных исследований, представляет собой систему методов, с помощью которой оценивается всеобъемлющая деятельность хозяйствующих субъектов. Результаты подобных анализов в случаях преднамеренного и ложного банкротства используются правоохранительными органами в качестве базы доказательств, в основе которой лежат бухгалтерские документы¹.

За последнее десятилетие со стороны компетентных органов, назначающих судебные экспертизы по экономическим преступлениям, при проведении последних особый интерес вызывают подходы по определению рыночной стоимости материальной и нематериальной собственности хозяйствующих субъектов. В особенности в настоящее время такой интерес всесторонне оправдан в случаях генерации корпоративного капитала развивающихся рынков и развития механизмов рынка капитала.

Необходимо отметить, что при анализе неплатежеспособности в обязательном порядке изучаются структура капитала хозяйствующего субъекта, механизмы капитализации, и в итоге определяется величина стоимости рыночной капитализации.

¹ *Сорокотягин И. Н.* Судебная бухгалтерия. 2-е изд., перераб. и доп. Москва : Юрайт, 2015. С. 22.

Стало быть, в действительности цена акции компании является капитализированной составляющей дохода, поэтому она не определяется как соответственная доля всего капитала, закрепленного в предприятии, и является относительно устойчивой величиной. Из высказывания известного немецкого политического деятеля и сторонника австромарксизма Р. Гильфердинга следует, что, будучи капитализированным доходом от обычного уровня процента, цена акции в первую очередь зависит от величины прибыли и только затем – от обычного уровня процента. Таким образом, согласно Р. Гильфердингу, акция – это юридическое обоснование права на доход, то есть долговое притязание на будущее производство, свидетельство на выручку. Поскольку данный доход капитализируется, то кажется, как будто бы в «форме цены» акции существует второй капитал. Однако последний является «фиктивным» капиталом¹.

Несмотря на то, что на момент выпуска каждая акция имеет определенную цену для продажи (цена размещения), на бирже акции приобретают независимую цену, то есть «курс». При этом курс акций подвержен изменениям, периодически колеблясь под влиянием ряда факторов, и, как следствие, во время купли-продажи стоимость акций может меняться. То есть капитализация рассматриваемой компании связана с котировкой ее акций, которая определяется во время торговли на бирже.

Фактически под капитализацией можно подразумевать либо процесс, либо статистическую величину, характеризующую рыночную стоимость компании в определенное время и, прежде всего, рыночную стоимость ее чистых активов. Однако существует также общеизвестное понятие, которое определяет капитализацию компании как суммарную стоимость всех ее акций. Именно в данной ситуации возникает необходимость различать механизмы, изменяющие капитализацию, от финансовых механизмов определения величины показателя капитализации.

Из основных механизмов, влияющих на изменение капитализации, можно выделить следующие: спекулятивные, брендовые, маркетинговые, экологические, региональные, а также информационные.

Что же касается финансовых механизмов определения величины капитализации, то на практике в основном используются два механизма: «биржевой» и «оценочный». В случае реализации биржевого механизма рыночной ценой считается та, по которой была выполнена последняя сделка купли или продажи. Однако с учетом влияния некоторых возможных факторов этот механизм не нашел широкого распространения из-за нецелесообразности его применения на практике. Вместе с тем биржевая капитализация во всех случаях представляет собой величину, которая лежит в основе фактически реализованной сделки купли-продажи акций компании. Что же касается оценочного механизма, то он связан с расчетными методами, применяющимися в процессе оценки стоимости предприятия. В этом случае величиной оценки капитализации или расчетной величиной является та возможная цена, по которой может продаваться оцениваемая компания. При

¹ Гильфердинг Р. Финансовый капитал / пер. с нем. И. Степанова. Москва : Гос. изд., 1924.

покупке или продаже компании или ее части эта цена имеет ориентировочное значение.

В случае первого механизма определения рыночной цены капитализации компании оценщик, как правило, должен заранее определить курс акций, то есть рыночную цену. Эта операция подразумевает среднюю арифметическую стоимость цен последних сделок, проведенных с акциями из расчета цены одной акции, имея в виду, что, например, в течение одного и того же дня могут быть проведены несколько сделок с меняющимся курсом акций (на практике принимается также цена последней сделки). Затем, на следующей стадии для вычисления стоимости капитализации компании, общее число акций, находящихся в обращении, умножается на курс акции. С точки зрения прозрачности капитализации компании оценочная фирма может опубликовать курс акций в формате отчета, чтобы акционеры были индивидуально информированы об увеличении или уменьшении стоимости своих собственных акций.

В случае второго механизма, то есть оценивания компании, или ее фундаментальной капитализации, проблема заключается в ином. Следовательно, расчетный механизм позволяет компании получить стоимость ее капитализации, которая, однако, может быть дифференцированной для каждого вкладчика, желающего приобрести акции компании.

Обычно на практике в процессе оценивания применяются три основных подхода: затратный, доходный и сравнительный, каждый из которых, в свою очередь, включает в себя различные методы.

Первый из подходов – затратный, который основан на определении стоимости активов компании, достаточно широко распространен во всем мире, при этом исходные данные берутся из финансовых отчетов компании. Однако следует иметь в виду, что существуют различные интерпретации, возникающие при использовании исходных данных из финансовых отчетов компании. В качестве примера отметим балансовую стоимость активов, которая определяется вычислением из начальной цены накопленного износа и накопленных убытков в результате обесценивания. Однако и эта стоимость может принципиально отличаться от реальной стоимости активов. Переоценка активов обычно должна проводиться со стороны оценщика, имеющего независимую профессиональную квалификацию. Если же рыночную стоимость невозможно достоверно определить, то оценивание выполняется на основе возмещаемой стоимости изношенного объекта. В данном случае основные средства учитываются по переоцененной стоимости.

Согласно требованиям Международного стандарта бухгалтерского учета (МСБУ) 16 «Основные средства» переоценка должна проводиться с достаточной периодичностью, чтобы балансовая стоимость не отличалась существенным образом от реальной стоимости в конце отчетного периода. В соответствии с этим стандартом реальная стоимость некоторых единиц основных средств может значительно, а также и в волевой форме изменяться, следовательно, необходима их годовая переоценка¹.

¹ Постановление правительства РА «О Международном стандарте финансовой отчетности» от 11 марта 2010 г. № 235-Н.

Таким образом, балансовая стоимость активов, их переоценка в зависимости от деятельности инициативы руководящей администрации могут, в принципе, стремиться к реальной стоимости актива. Важно подчеркнуть, что международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) позволяют/требуют, чтобы некоторые активы рассчитывались по реальной стоимости либо переоценивались (например, МСБУ 16 «Основные средства», МСБУ 38 «Нематериальные активы», МСБУ 40 «Инвестиционная недвижимость» МСФО 9 «Финансовые инструменты»). Согласно МСФО «реальная стоимость» – это та цена, которая на дату измерения получается по результатам обычной сделки между участниками рынка, при продаже актива или при передаче обязательств. В данном случае очень важна капитализация процентов займа, то есть внесение их в основные средства начальной стоимости объекта. Однако, согласно МСФО, капитализировать расходы займа можно только в том случае, если есть вероятность того, что компания получит экономическую прибыль в будущем, а расходы могут быть достоверно подсчитаны.

Чтобы определить на текущий момент капитализацию или рыночную стоимость компании, необходимо также учитывать, какая «реальная стоимость» активов останется компании, в случае если она погасит все свои обязательства третьим лицам (кроме учредителей). На практике это происходит по принципу расчета чистых активов как разница между активами и обязательствами организации, которая в экономической литературе, а также нормативными правовыми актами отождествляется с собственным капиталом. Согласно положениям «Международного стандарта 32 бухгалтерского учета», утвержденного постановлением Правительства РА за № 235 РА от 11 марта 2010 г. (параграфы 16U и 16Q): «Активами предприятия считаются те активы, которые остаются, после выполнения всех ее обязательств».

Отметим, что в рамках среднесрочной и долгосрочной инвестиционной стратегии, в случае, когда анализ основывается на соотношении рыночной капитализации компании и ее чистых активов, принято считать, что развивающаяся и прибыльная компания не может оцениваться ниже стоимости собственных чистых активов. В подтверждение оценки стоимости собственных чистых активов может быть использован коэффициент Q Тобина, который показывает, какую сумму готов заплатить инвестор за каждую балансовую единицу собственного капитала (чистых активов) компании. Эта сумма выводится из соотношения рыночной капитализации компании и чистых активов. В случае, если величина коэффициента меньше единицы, то активы компании недооценены со стороны рынка. И чем выше значение величины коэффициента, тем компания считается более перспективной со стороны инвестиционного сообщества¹.

Второй же подход к оценке, применяемый в западных финансовых деловых взаимоотношениях, считается более точным, и это обосновывается тем, что этот подход определения рыночной капитализации компании связан с ориентированностью на будущие экономические выгоды.

¹ Корпоративные финансы: стандарт третьего поколения / под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. СПб. : Питер, 2011. С. 447.

В центре концепции финансовой теории лежит основное определение стоимости, которое формулируется следующим образом: «Стоимость актива капитала равняется текущей стоимости всех будущих денежных потоков генерируемых данным активом»¹. Однако следует иметь в виду, что для определения текущей величины денежных потоков актива каждый его элемент должен быть дисконтирован.

На практике прогнозирование денежных потоков осуществляется с учетом существующих инвестиционных проектов или бизнес-планов компании путем экстраполяции на будущее денежных потоков за предыдущие периоды. В этом случае важен показатель используемых денежных потоков, а не показатель полученной прибыли. Вследствие этого величина капитализации компании может быть разной для каждого инвестора, поскольку при расчете денежных потоков, генерируемых компанией, ставка дисконтирования определяется исходя из личных представлений вкладчика о темпе обесценивания валюты, а также уровня альтернативной доходности и других условий. Этим обстоятельством можно объяснить ситуацию, когда вкладчики готовы приобрести акции непосредственно с биржи.

Суть третьего – сравнительного метода заключается в том, что на практике, в случае ориентирования на биржевые котировки, стоимости двух аналогичных компаний при идеальных рыночных условиях не должны различаться. Фактически для определения стоимости компании, необходимо располагать информацией о капитализации однотипных компаний, стоимость которых была определена согласно последним сделкам купли-продажи акций или же продажи всей компании. Сравнительный подход позволяет получить определенную среднюю величину капитализации компании, поскольку на практике, исходя из спекулятивных ожиданий, цена акций одной из компаний может увеличиться.

В дополнение к приведенным традиционным подходам немаловажно также отметить применение подхода «первичного публичного предложения» акций IPO (initial public offering), который, в свою очередь, включает в себя два следующих вида: 1) размещение на бирже дополнительно выпущенных акций (PRO – Primary Public Offering) и 2) вторичное размещение пакета акций действующего акционера (SPO – Secondary Public Offering)². Следует отметить, что в первом случае происходит рост капитализации компании за счет привлечения дополнительного капитала, а во втором случае наблюдается процесс определения стоимости капитализации, который, в частности, может включать в себя результат негативного настроения акционеров по отношению к компании, который происходит исключительно с помощью биржевых спекулятивных механизмов.

В настоящее время считается, что доход, получаемый компанией, зависит не только от генерации собственных материальных ценностей, но и от

¹ Маршалл Дж. Ф., Бансал В. К. Финансовая инженерия : учебник. Москва : Инфра-М, 1998. 784 с. (впервые сформулированном И. Фишером в 1896 г.).

² Ковалев М., Снопкова С. Первичное публичное размещение акции (IPO): тенденции и перспективы. *Вестник ассоциации белорусских банков* : сб. науч.-практ. статей. № 12 (787). 30.06.2016.

корпоративной культуры компании, эффективности менеджмента, квалификации сотрудников компании и т. д. Например, к нематериальным активам можно отнести товарный знак и бренд компании, которые считаются «маркетинговыми активами».

Брендовый механизм, тесно связанный с влиянием изменения величины капитализации компании, способен расширить объемы продаж компании. В случае если бренд компании является нематериальным активом, то брендовый механизм также может отождествляться с концепцией «франчайзинга», которая представляет собой «наем» товарного знака или бренда. В этом случае компания-франчайзер, приобретающая право на использование общеизвестного бренда, увеличивает свою стоимость по сравнению с аналогичными компаниями, не имеющими такого права.

Рассматривая экологический механизм изменения капитализации компании, отметим, что последнее связано с понятием «капитализация региона», которое может быть выражено, например, в следующем: принятые в регионе законодательные или экологические нормативные барьеры могут привести к развитию туристического и развлекательного бизнеса в данном регионе и, следовательно, увеличить капитализацию функционирующих в регионе компаний.

Необходимо добавить, что изменение величины капитализации компании также тесно связано с информационным механизмом, основой которого является рост прозрачной деятельности компании. Последнее, исходя из интересов инвесторов, отражается главным образом в публикации всей финансовой информации о капитализации компании. Очевидно, что если инвесторы уверены в устойчивом развитии компании и проинформированы о возможных действиях ее руководства, стоимость компании будет расти благодаря новым инвестициям, принимая в случае небольших рисков даже условия низкой доходности. Это означает, что компания должна вести надежный и тщательный учет, на основании которого она будет публиковать свою финансовую и налоговую отчетность, а также периодически предоставлять своим участникам или акционерам документы, регулирующие стратегическое развитие компании. На основании такой информации инвесторы смогут прогнозировать перспективы развития компании, а также будут готовы приобрести акции или доли компании по более высокой цене.

Таким образом, в ходе проведения финансово-экономической экспертизы исследование механизмов капитализации хозяйствующих субъектов и определение величины рыночной стоимости капитализации ведут к необходимости формирования многослойной и трудоемкой системы действий. Решение дебатлируемой проблемы может быть реализовано только в том случае, если, в результате экономического анализа, так называемого понятия «наличие фактической неплатежеспособности», основные причинно-следственные факторы, влияющие на рыночную стоимость компании и величины их влияния, будут рассматриваться отдельно. Предлагаемый подход позволит компетентным органам, инициирующим проведение экспертных исследований, иметь базу доказательств по причинению ущерба в крупном

размере должника или кредиторам в результате преднамеренного или ложного банкротства.

ПРО ДЕЯКІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ РИНКОВОЇ КАПІТАЛІЗАЦІЇ КОМПАНІЇ ПРИ ПРОВЕДЕННІ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОЇ ЕКСПЕРТИЗИ

Мамікоян К. О.

Виконано економічний аналіз так званої «наявності фактичної неплатоспроможності» в разі навмисного чи фіктивного банкрутства організації. Розглянуто підходи до визначення величини вартості ринкової капіталізації господарюючого суб'єкта, наведено аналіз структури капіталу й механізми капіталізації. Підкреслено, що інтерес до цієї проблеми виправданий з урахуванням генерації корпоративного капіталу ринків, що розвиваються, і розвитку механізмів ринку капіталу. Розглянуто основні механізми, що впливають на зміну капіталізації: спекулятивні, брендові, маркетингові, екологічні, регіональні, а також інформаційні. Показано, що на практиці прогнозування грошових потоків здійснюється з обліком існуючих інвестиційних проєктів або бізнес-планів компанії шляхом екстраполяції на майбутнє грошових потоків за попередні періоди, при цьому важливий показник використовуваних грошових потоків, а не показник отриманого прибутку. Особливо зазначено специфіку проведення фінансово-економічних експертиз, виконуваних у рамках як кримінальних справ стосовно злочинів, спрямованих проти економічної діяльності, так і призначуваних судами, які стосуються визначення розміру збитку, заподіяного боржникові або кредиторам у результаті економічної діяльності суб'єктів. Розв'язання деатованої проблеми може бути реалізовано тільки в тому разі, якщо в результаті економічного аналізу так званого поняття «наявність фактичної неплатоспроможності» основні причинно-наслідкові фактори, що впливають на ринкову вартість компанії, і величини їх впливу розглядатимуться роздільно. Таким чином, запропонований автором підхід дозволить компетентним органам, що ініціюють проведення експертних досліджень, мати сукупність доказів щодо заподіяного збитку у великому розмірі боржникові або кредиторам у результаті навмисного або фіктивного банкрутства.

Ключові слова: навмисне й фіктивне банкрутство, неплатоспроможність, економічний аналіз, ринкова капіталізація, фінансово-економічна експертиза.

ABOUT SOME APPROACHES TO THE DETERMINATION OF MARKET CAPITALIZATION COST OF A COMPANY WHILE PERFORMING FINANCIAL AND ECONOMIC EXAMINATION

Matikonyan K. O.

The article is devoted to the economic analysis of the so-called "existence of actual insolvency" in case of deliberate and false company bankruptcy. Approaches to value determination of market capitalization of an economic entity are considered, capital structure analysis and capitalization mechanisms are presented. It is emphasized that interest in this issue is justified taking into account the generation of corporate capital of emerging markets and development of capital market mechanisms. Following basic mechanisms influencing change capitalization are considered: speculative, brand, marketing, environmental, regional, as well as informative. It is demonstrated that, in practice, the forecast-

ing of cash flows is carried out taking into account existing investment projects or company business plans by extrapolation of future cash flows for previous periods, while the indicator of used cash flows is important, and not the indicator of actual profit. Specifics of financial and economic examinations carried out in the context of both criminal cases on crimes directed against economic activity and those appointed by courts that relate to determination the amount of damage caused to a debtor or creditors as a result of the economic activities of the subjects are highlighted. The solution of the problem debated in the article can be realized only if as a result of the economic analysis the so-called concept of «existence of actual insolvency» the main causal factors affecting the market value of a company and the magnitudes of their influence will be considered separately. Thus, the approach proposed by the author will allow competent authorities initiating performing of expert recherche to have a body of evidence regarding of caused damage in a large amount to a debtor or creditors as a result of deliberate or false bankruptcy.

Keywords: deliberate and false bankruptcy, insolvency, economic analysis, market capitalization, financial and economic examination.

ЕКСПЕРТНА ПРАКТИКА: МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИРІШЕННЯ ЗАВДАНЬ ЕКОНОМІЧНИХ ТА ТОВАРОЗНАВЧИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

DOI: <https://doi.org/10.32353/khrife.2018.56>

УДК 343.98

Т. В. Марченко, старший науковий
співробітник Харківського НДІСЕ
E-mail: tanyamarchenko@ukr.net

ПИТАННЯ, ЩО ВИНИКАЮТЬ ПРИ ВИЗНАЧЕННІ РОЗМІРУ ЗАБОРГОВАНОСТІ З ОРЕНДНОЇ ПЛАТИ ВІДПОВІДНО ДО ЦІЛЬОВОГО ПРИЗНАЧЕННЯ ПРИМІЩЕННЯ

(науково-методична стаття)

Розглянуто особливості проведення судових економічних досліджень, пов'язаних з визначенням заборгованості з орендної плати за використання приміщень. Визначено правильність застосування орендних ставок відповідно до цільового призначення приміщень і їх вплив на розмір заборгованості.

Ключові слова: судова економічна експертиза, заборгованість з орендної плати, орендні ставки відповідно до цільового призначення приміщення.

Незважаючи на значну увагу держави до відносин оренди та реформ у земельній, житловій, підприємницькій сферах і прийняття нормативно-правових актів, спрямованих на заснування та упорядкування відносин