



Карен Мамиконян

**Пути
совершенствования
методологии
финансово-
экономической
экспертизы**



LAMBERT
Academic Publishing

Карен Мамиконян

**Пути совершенствования методологии финансово-
экономической экспертизы**

Карен Мамиконян

**Пути совершенствования
методологии финансово-
экономической экспертизы**

LAP LAMBERT Academic Publishing

Imprint

Any brand names and product names mentioned in this book are subject to trademark, brand or patent protection and are trademarks or registered trademarks of their respective holders. The use of brand names, product names, common names, trade names, product descriptions etc. even without a particular marking in this work is in no way to be construed to mean that such names may be regarded as unrestricted in respect of trademark and brand protection legislation and could thus be used by anyone.

Cover image: www.ingimage.com

Publisher:

LAP LAMBERT Academic Publishing

is a trademark of

International Book Market Service Ltd., member of OmniScriptum Publishing Group

17 Meldrum Street, Beau Bassin 71504, Mauritius

Printed at: see last page

ISBN: 978-620-0-25332-3

Copyright © Карен Мамиконян

Copyright © 2019 International Book Market Service Ltd., member of
OmniScriptum Publishing Group

**Карен Оганесович
МАМИКОНЯН**

**Пути совершенствования
методологии финансово-
экономической экспертизы**

Методическое пособие

2019

Автор: **МАМИКОНЯН Карен Оганесович** – кандидат экономических наук, начальник отдела координации научных исследований и технического апробирования, секретарь Учёного совета, судебный эксперт отдела финансово-экономических и бухгалтерских экспертиз Национального бюро экспертиз Республики Армения. Доцент кафедры финансов Армянского государственного экономического университета.

MAMIKONYAN Karen Hovhannes – Ph.D in Economics,

Head of the Scientific Research and Technical Testing Coordination Department, Scientific Council Secretary, Forensic Expert of the Department of Financial, Economic and Accounting Expertise of National Bureau of Expertises of the Republic of Armenia.

Associate Professor in the Department of Finance of the Armenian State Economic University.

Рецензенты: *Салназарян Ашот Борисович – доктор экономических наук, профессор,*
Восканян Патвакан Степанович – кандидат химических наук, старший научный сотрудник.

Мамиконян К.О.,

Пути совершенствования методологии финансово-экономической экспертизы: Методическое пособие.

В данной работе рассматривается консолидированный инструментарий для определения рыночной капитализации компании с целью проведения финансово-экономической экспертизы (подходы по определению величины стоимости рыночной капитализации хозяйствующего субъекта, анализ структуры капитала, механизмы капитализации). Изучены методы определения признаков неплатёжеспособности компании в случае преднамеренного или ложного банкротства, а также вопросы, возникающие при проведении финансово-экономических экспертиз по распределению прибыли предприятия и касающиеся принципов корпоративного управления. Проанализированы некоторые подходы к оценке рыночной стоимости объектов интеллектуальной собственности.

Работа предназначена в качестве методического пособия для экспертов и исследователей финансового сектора.

Оглавление

Вместо предисловия: финансовые исследования и фундаментальные методы финансово-экономической экспертизы.	3
Глава 1. ПРИЗНАКИ НЕПЛАТЁЖЕСПОСОБНОСТИ КОМПАНИИ.....	7
1.1. Методические рекомендации для определения признаков неплатёжеспособности компании при проведении финансово-экономических экспертиз.	7
1.2. Определение стоимости чистых активов организации при проведении финансово-экономических экспертиз.....	18
Глава 2. РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ КОМПАНИИ	25
2.1. О некоторых подходах к определению стоимости рыночной капитализации компании при проведении финансово-экономической экспертизы.....	25
2.2. Подходы к оценке рыночной стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков при проведении финансово-экономических экспертиз	33
2.3. Особенности оценки рыночной стоимости объектов интеллектуальной собственности при проведении судебных экспертиз	44
Глава 3. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА В СИСТЕМЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ КОМПАНИЙ	53
3.1. Система корпоративного управления	53
3.2. Исследование некоторых особенностей распределения прибыли предприятия при проведении финансово-экономической экспертизы	58
Вместо заключения: факторы препятствующие развитию предпринимательской деятельности	67
Список использованных источников	74

Вместо предисловия: финансовые исследования и фундаментальные методы финансово-экономической экспертизы.

Специально разработанных и сопоставимых методов, а также общей терминологии для финансовых исследований в едином наборе практический довольно трудно различить. Чтобы проводить исследования в рамках поставленных целей, они заимствуются из разных экономических отраслей и прикладных направлений. Традиционно многие методы заимствованы из бухгалтерской учёта, экономической анализа и частично аудиторской проверки (контроля и инспекции)¹.

Тем не менее, они преобразуются или строятся в соответствии с предмета и объекта финансового исследования. Исследователь может выбрать требуемый метод, то есть конкретные способы, с помощью которых предмет исследуется². Основные сложности во время финансовых исследований являются вопросы получения, выводе и определении обоснованности исходных данных. Очевидно, что использование экономических знаний невозможно без хозяйственного учёта. В целом хозяйственный учёт представляет собой документальную систему экономической информации, которая является информационной основой для экономического исследования и анализа.

Большое внимание судебно-экспертным методикам уделила в своих трудах известный ученый - профессор Россинская Е.Р., которая отмечает, что для исследования каждого вида объектов в судебной экспертизе разрабатывается методика судебно-экспертного исследования, при этом целью методики является не просто получение новой информации об объекте исследования, а решение определенных экспертных задач, и в этом ее отличие от научных методик исследования аналогичных объектов, часто использующих одни и те же методы. По мнению профессора: *«Судебно-экспертное исследование по своей гносеологической сущности является разновидностью процесса познания объективной действительности, осуществляемого путём применения методов различных наук... Методы судебно-экспертной практической деятельности, представляющие собой системы действий и операций по решению*

¹ Тенденции развития судебно-бухгалтерской экспертизы, Мартик Ю. Гаспарян.

² Развитие теории и практики бухгалтерской экспертизы (монография). Т.В. Пашенко, Т.Г. Шешукова; Перм. гос. ун-т., 2010. – 170 с, с. 87.

практических экспертных задач, базируются на соответствующих научных методах, зависят от характера и свойств объекта исследования и основываются на опыте решения конкретных экспертных задач, в том числе на алгоритмических правилах и разработанных самим экспертом эвристиках»³.

Класс судебных экономических экспертиз подразделяется на **судебно-бухгалтерскую и судебную финансово-экономическую** экспертизы, каждая из которых представляет собой исследование, проводимое экспертом-экономистом с применением специальных знаний. порядком в целях решения вопросов, поставленных следователем (судом).

Основой каждой судебной экономической экспертизы является выбор экспертом методики исследования, необходимой для изучения данных в конкретном случае. При этом в судебно-экспертных различных учреждениях отсутствует единый методический подход утверждённые экспертные методики с учётом особенностей назначения экспертизы, например, при расследовании дел о преднамеренном и фиктивном банкротстве, судебно-экспертного исследования рыночной стоимости акций и бизнеса и других.

Предметом судебно-бухгалтерской экспертизы являются отражённые в бухгалтерском учёте хозяйственные операции (явления финансово-хозяйственной деятельности), которые содержат информацию о состоянии, движении, наличии или отсутствии материальных ценностей и денежных средств и их источников, свидетельствуют о нарушениях (отсутствии нарушений) ведения бухгалтерского и налогового учёта.

Предметом судебной финансово-экономической экспертизы являются сведения о финансовых операциях и финансовых показателях деятельности хозяйствующего субъекта, а также фактические данные, характеризующие образование, распределение и использование на предприятии доходов, денежных средств (фондов), негативные отклонения в этих процессах, повлиявшие на показатели хозяйственной деятельности или способствовавшие совершению преступлений, связанных с несоблюдением финансовой дисциплины.

Судебная финансово-экономическая экспертиза назначается для решения задач, касающихся финансовой деятельности организаций, определения их финансового состояния, определение размера

³ Россинская Е. Р. Теория судебной экспертизы (судебная экспертология). с. 98.

неправомерно полученных доходов в результате несоблюдения правил совершения финансовых операций, скрытой от государства прибыли, необоснованных отчислений в денежные фонды, распределения и выплаты дивидендов, операций с ценными бумагами, инвестициями и т.д..

Надо отметить также, что по мнению профессора Е.Р. Россинской: *«Объекты финансово-экономической экспертизы во многом схожи с объектами судебно-бухгалтерских экспертиз и включают в первую очередь те документы, которые отражают затраты и финансовые результаты её деятельности, финансовые источники и направления их использования»*⁴.

Многие авторы неоднократно подробно излагали и дополняли своими авторскими толкованиями понятия методики и метода экспертизы. Обращаясь к Словарю основных терминов судебных экспертиз мы опираемся на следующие определения: 1) метод экспертизы (экспертного исследования) - система логических и (или) инструментальных операций (способов, приёмов) получения данных для решения вопроса, поставленного перед экспертом; 2) методика экспертизы (экспертного исследования) - система методов (приёмов, технических средств), применяемых при изучении объектов судебной экспертизы для установления фактов, относящихся к предмету определённого рода, вида и под-вида судебной экспертизы⁵.

В арсенале финансово-экономической экспертизы имеются методы, которые более полно отражают средства и приёмы его познания – экономические инструменты, приобретаемые для конкретного экспертного исследования. Особенность применения методов при производстве финансово-экономической экспертизы – это возможность выстраивать их последовательно при решении конкретной экспертной задачи с соблюдением правил формальной логики, избегать ненужной и излишней информации о методах.

В общем, при производстве экономической экспертизы используются следующие методы, приёмы и подходы исследования: приёмы нормативной проверки, проверки по форме и содержанию, приёмы арифметических пересчётов, сопоставления взаимосвязанных экономических показателей (балансовые увязки, сводка), анализ абсолютных данных и их относительных величин, анализ средних

⁴ Россинская Е.Р., Судебная экспертиза в гражданском, арбитражном, административном и уголовном процессе, Норма, 2006, с. 232-233.

⁵ Энциклопедия судебной экспертизы. М., 1999. С. 224.

величин, ряды динамики и их анализ, сравнение отчётных показателей с показателями предшествующих периодов, подходы анализа финансового состояния организации (горизонтальный анализ, вертикальный анализ, анализ финансовых коэффициентов платёжеспособности, прямой факторный анализ).

В итоге, можно сказать, что любая хозяйственная операция представляет собой симбиоз финансов, учёта и других экономических явлений. Это обуславливает взаимосвязь судебно-бухгалтерской и судебной финансово-экономической экспертиз, поэтому грань между рассмотренными родами (видами) судебных экономических экспертиз является весьма условной, ведь для проведения исследования по тем или иным вопросам эксперты-экономисты используют элементы исследования.

В последнее время экономические экспертизы существенно усложнились, стали многообъектными и многоэпизодными. Современное состояние экономики благодаря актуальным процессам, свойственным динамике в экономике, финансах и учётных отношениях судебно-финансовая экономическая экспертиза перерождается, становясь самостоятельным источником доказательств.

Глава 1. ПРИЗНАКИ НЕПЛАТЁЖЕСПОСОБНОСТИ КОМПАНИИ

1.1. Методические рекомендации для определение признаков неплатёжеспособности компании при проведении финансово-экономических экспертиз.

На современном этапе развития, институт банкротства состоит в том, чтобы с одной стороны помочь жизнеспособным компаниям преодолеть финансовый кризис, с другой - законодательными способами исключить из экономической системы бесперспективные производства и предоставляемые услуги. Эффективная реализация данной цели требует дальнейшего исследования признаков банкротства, научного обоснования и законодательного установления объективного критерия несостоятельности (банкротства) организаций.

Небезосновательно полагать, что страны, имеющие схожие правовые системы и традиции (такие как бывшие Союзные Республики СССР), а также прошедшие более длительный путь развития либеральных общественных и рыночных экономических отношений, (такие как страны Центральной и Восточной Европы) на наш взгляд могут иметь общие признаки правоприменения, поэтому ниже приведен сопоставительный обзор суждений относящихся к методическим рекомендациям, а также разработкам экономических моделей и методов, позволяющих выявить признаки несостоятельности (банкротства) принятых в некоторых из вышеперечисленных стран.

Ниже на примере конкретных стран проанализированы некоторые положения из действующих нормативных актов, относящихся к неплатёжеспособности компании.

Так, методические рекомендации, по вопросам судебных экономических экспертиз в сфере несостоятельности (банкротстве) в Республики Беларусь, зиждиться на постановлении Министерства Экономики Республики Беларусь от 04 декабря 2012 г. за № 107 *«Об утверждении инструкции о порядке определения наличия (отсутствия) признаков ложной экономической несостоятельности (банкротства), преднамеренной экономической несостоятельности (банкротства), сокрытия экономической несостоятельности*

(банкротства) или препятствования возмещению убытков кредитору, а также подготовки экспертных заключений по этим вопросам».

Согласно данному постановлению при определении наличия (отсутствия) признаков банкротства, а также подготовки экспертных заключений по ним, экспертом анализируются документы, которые запрашиваются управляющим у должника, кредиторов, государственных органов и организаций, имеющих такие документы. Эксперт в установленном законодательством порядке обеспечивается необходимыми документами для проведения экспертизы. При необходимости исследования дополнительных документов экспертом также заявляется ходатайство об их представлении.

В соответствии с положениями инструкции упомянутого постановления для установления наличия (отсутствия) признаков ложной экономической несостоятельности (банкротства) в первую очередь необходимо обратить внимание на проведение:

1) исследования документов, с целью определения достоверности содержащихся в них сведений о платёжеспособности должника, а также сопоставления объёмов имущества и платёжных обязательств должника,

2) анализа и оценки обоснования должником невозможности удовлетворить в полном объёме требования кредиторов либо иных действий,

3) расчёта коэффициентов текущей ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами и обеспеченности обязательств активами в соответствии с *"Инструкцией о порядке расчёта коэффициентов платёжеспособности и проведения анализа финансового состояния и платёжеспособности субъектов хозяйствования, утверждённой постановлением Министерства финансов Республики Беларусь и Министерства экономики Республики Беларусь от 27 декабря 2011 г. N 140/206"* и на основании полученных значений указанных коэффициентов проводится оценка платёжеспособности должника в соответствии с *постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 12 декабря 2011 г. N 1672 "Об определении критериев оценки платёжеспособности субъектов хозяйствования"*.

В случае если устанавливается наличие (отсутствия) признаков преднамеренной экономической несостоятельности (банкротства) и

препятствования возмещению убытков кредитору необходимо проведение:

1) исследования вышеуказанных документов, с целью выявления соответствия сделок и действий (бездействия) его собственника, учредителей (участников) должника, индивидуального предпринимателя или иных лиц, в том числе руководителя должника, имеющих право давать обязательные для должника указания либо имеющих возможность иным образом определять его действия,

2) анализа сделок должника, заключённых на заведомо невыгодных условиях (занижение или завышение цены со сложившейся рыночной конъюнктурой, сроки и (или) способы оплаты, любые формы отчуждения, предоставление имущества безвозмездно или с заниженным размером вознаграждения, списание имущества должника с нарушением, установление заработной платы с нарушением требований законодательства), повлёкших существенное изменение значений коэффициентов текущей ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами и обеспеченности обязательств активами, а также величины чистых активов (более чем на двадцать процентов в течение года),

3) расчёта коэффициентов текущей ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами, обеспеченности обязательств активами и оценки платёжеспособности должника, а также расчёт величины чистых активов.

И наконец, для установления наличия (отсутствия) признаков сокрытия экономической несостоятельности (банкротства) рекомендуется проводить:

1) расчёт коэффициентов текущей ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами, обеспеченности обязательств активами и оценка платёжеспособности должника,

2) исследование вышеуказанных документов, с целью выявления фактов представления должником сведений, содержащих недостоверную информацию – скрывающий действительное финансовое положение должника, являющегося неплатёжеспособным.

В итоговом экспертном заключении о наличии (отсутствии) признаков банкротства должны содержаться: либо вывод, расчёты и обоснование вывода о наличии (отсутствии) признака ложной экономической несостоятельности (банкротства), либо расчёты и обоснование вывода о наличии (отсутствии) признаков преднамеренной экономической несостоятельности (банкротства), либо вывод, расчёты и

обоснование скрытой экономической несостоятельности (банкротства) или препятствования возмещению убытков кредитору.

Рассматривая аналогичные вопросы на примере стран Балтии, необходимо подчеркнуть, что экономические экспертные исследования проводится в общем и целом теми же методами, исследуются аналогичные объекты и решаются похожие задачи. Основное отличие состоит в различном правовом регулировании бухгалтерского учёта и правовых процессов, но во многих случаях для решения экономических споров и расследования экономических преступлений используется экономическая экспертиза. Надо отметить, что в странах Балтии экономические экспертизы выполняются по внутренним стандартным процедурам.

Так, в Латвии, как и во всех странах Балтии, для расчёта финансово-экономических показателей отсутствует нормативная документация, и проводимые расчёты основываются на специальной научной литературе. Имеется целый ряд показателей, рассчитывающихся как с использованием зарубежных моделей, методик, так и на основе данных финансовой отчётности (баланса, отчёта о прибылях и убытках, о движении денежных средств и т.д.), которые можно использовать для описания финансово-экономического положения предприятий. При этом рассчитываются разные группы коэффициентов: рентабельность, платёжеспособность, активность, ликвидность, рабочий капитал, денежный поток, применяются некоторые модели для прогнозирования банкротства - в основном модель Альтмана. Горизонтальный и вертикальный анализ показателей, рассчитанных по данным финансовой отчётности, позволяет определить виды сделок и периоды, когда прослеживается тенденция значительного ухудшения финансового состояния предприятия.

Обобщая опыт прибалтийских стран и других стран Европейского Союза и их законодательства, можно однозначно констатировать, что если предприятие не выполняет своих обязательств и в будущем не в состоянии расплатиться с долгами и/или активы в балансе меньше суммы обязательств, то оно является неплатёжеспособным.

Стоит отметить, что на сегодняшний день в систему финансовых показателей, применяемых в бухгалтерских экспертизах Латвийской Республики, включены именно те показатели, точность показания которых на предприятиях Латвии проверили отечественные учёные. В контексте сказанного можно упомянуть работы учёных Рижского технического университета И. Воронова и Р. Шорин, которые в 1998 году

разработали модель прогнозирования неплатёжеспособности, характерную именно для латвийских предприятий⁶. Их модель основывается на модели Е.Альтмана, в которую также включены такие показатели, как рабочий капитал, рентабельность и достаточность собственного капитала. В 2010 году авторы модели актуализировали разработанную модель, основываясь на регрессионном анализе данных большего количества предприятий, чем ранее. Из модели были исключены коэффициенты, коррелирующийся между собой (взаимно зависящие друг от друга). В результате 5-и факторная модель была преобразована в 3-х факторную:

$$Z=25,998 \times K_1 + 33,358 \times K_2 + 16,208 \times K_3 - 5,662 \quad (1)$$

где:

K_1 - прибыль до налогообложения / собственный капитал;

K_2 – нетто оборот / активы;

K_3 – долгосрочные обязательства / активы;

PD_i – вероятность невыполнения обязательств в течение 1 года,

$PD_i = 1 / (1 + e^{-Z})$.

По мнению авторов, точность модели была повышена с 66% до 72,3%.

В Латвийском законе «О неплатёжеспособности», как и во многих других стран Европейского Союза, оговорены сделки, которые администратор процесса неплатёжеспособности может оспорить и признать их недействительными. Рассматривая причины умышленного банкротства, в основном руководители предприятий и владельцы обвиняются в совершении операций, которые были заведомо убыточными и увеличивали задолженность предприятий, чтобы оно не было в состоянии рассчитаться с кредиторами. При этом экспертное исследование проводится методами документальной проверки и сопоставления, в ходе которого:

- Устанавливается структура обязательств и имущества предприятия.
- Производится экспресс-анализ финансовой документации с целью идентифицировать риски, которые могли повлиять на

⁶ Z-SCORE and P-SCORE for bankruptcy fraud detection: A case of the construction sector in Latvia: Julija Liodorova, Irina Voronova: /International Scientific Conference 9–10 May 2019, Vilnius, Lithuania - Contemporary issues in business, management and economics engineering'2019/.

онлайн доступ: <http://cibmee.vgtu.lt/index.php/verslas/2019/paper/viewFile/445/152/>

неплатёжеспособность предприятия, и конкретизировать период возникновения неплатёжеспособности.

- Устанавливаются случаи умышленного доведения до неплатёжеспособности.
- Определяется финансовая стабильность предприятия (рассчитываются коэффициенты платёжеспособности, ликвидности, свободных оборотных средств, сравниваются активы и обязательства по соответствующим видам категорий), определяются тенденции доходов, расходов, и т.д.
- Устанавливается по мере возможности сумма просроченных обязательств, определяется - было ли у предприятия на конкретное число достаточное количество финансовых средств, чтобы рассчитаться с кредиторами.
- Определяется влияние конкретной сделки на неплатёжеспособное состояние предприятия, проверяя:
 - основываются ли бухгалтерские записи на акцептируемых первичных документах;
 - все ли связанные с коммерческой деятельностью: доходы и расходы отражаются в бухгалтерии, отражают ли бухгалтерские записи фактические коммерческие сделки;
 - отражены ли зарплаты в бухгалтерии фактического работодателя;
 - заполнены ли и представлены ли налоговые декларации надлежащим образом;
 - возникла ли в результате сделки постоянная неплатёжеспособность предприятия.
- Проверяется положение бухгалтерского учёта организации, в т.ч. соответствие представленных бухгалтерских документов требованиям законодательным актам о бухгалтерском учёте, регламентирующим ведение бухгалтерского учёта.
- Определяется влияние очередности выполненных платежей на финансовое состояние предприятия⁷.

⁷ The economic expertise best practice guide for investigation of the crimes related to bankruptcy and for completion of the experimental insolvency research in the Baltic countries: Audrona Spiecidte, Marius Barkauskas, Malgozata Kuncovic, Anita Jansone, Anita Zeltite, Julija Liodorova, Ivar Kangro, Ilme Liivamae: EKSPERTINIO TYRIMO METODAI: With the financial support of the Prevention of and Fight against Crime Programme.

В Казахстане процедура реабилитации и банкротства регулируется Законом "О реабилитации и банкротстве". Согласно вышеуказанного закона:

- 1. Преднамеренное банкротство – умышленное создание или увеличение неплатёжеспособности, совершенное в результате действий (бездействия) учредителя (участника), должностного лица, органов юридического лица, а равно индивидуального предпринимателя в личных интересах или в интересах иных лиц.*
- 2. Ложное банкротство – заведомо ложное объявление в результате действий и (или) принятых решений учредителем (участником), должностным лицом, органами юридического лица, а равно индивидуальным предпринимателем о своей неплатёжеспособности с целью введения в заблуждение кредиторов для получения отсрочки или рассрочки причитающихся кредиторам платежей или скидки с долгов, а равно для неуплаты долгов.*

Заметим, что, должник является неплатёжеспособным при наступлении одного и более следующих условий: «а) обязательства перед кредиторами по возмещению вреда, причинённого жизни и здоровью..., б) обязательства перед кредитором по налогам и другим обязательным платежам в бюджет по налоговой задолженности..., в) обязательства перед иными кредиторами не исполнены в течение трёх месяцев с момента наступления срока их исполнения...».

Обратим внимание, также на то, что основанием для объявления должника банкротом в судебном порядке является его несостоятельность. При установлении факта несостоятельности должны быть учтены денежные обязательства должника, срок исполнения которых наступил, а также принятые и (или) находящиеся на исполнении. Критерием определения несостоятельности должника – юридического лица является его неплатёжеспособность.

В Казахстане по юридическим лицам и индивидуальным предпринимателям сбором сведений о финансовом состоянии должника занимается временный управляющий.

При определении вопроса о неплатёжеспособности или платёжеспособности должника судами учитывается то, что заключение временного управляющего является одним из доказательств по делу, поэтому на основании Гражданского процессуального кодекса Республики Казахстан данное заключение должно быть оценено судом в совокупности с другими доказательствами по делу с учётом их

относимости, допустимости и достоверности. Такое заключение не имеет для суда преимущества перед другими доказательствами. Решение суда о признании должника банкротом, основанное на признании им своей неплатёжеспособности, должно содержать подробный анализ о финансово-хозяйственном состоянии должника, а также обоснованную оценку неплатёжеспособности должника, по существу.

В случае выявления в ходе процедуры банкротства фактов преднамеренного банкротства, банкротный управляющий обязан в месячный срок, а также кредиторы вправе обратиться в суд с иском к такому лицу о взыскании сумм требований кредиторов, оставшихся неудовлетворёнными за недостатком имущества банкрота по результатам процедуры банкротства.

Управляющий в месячный срок с момента обнаружения признаков преднамеренного или ложного банкротства, а также в случаях признания банкротом по заявлению прокурора на основании статей, предусмотренных Законом, обязан обратиться в правоохранительные органы для привлечения соответствующих лиц к ответственности, предусмотренной законами Республики Казахстан.

Так или иначе, в Казахстане сегодня возникает множество проблем, связанных с неопределённостью статуса управляющего: отношения с ним нельзя однозначно определить ни как трудовые, ни как гражданские. Как результат возникают трудности в выстраивании отношений с участниками процедуры банкротства и уполномоченным органом, в определении и установлении адекватного размера вознаграждения по каждому виду процедур, в прозрачности деятельности⁸.

Следует также отметить, что нормативные акты, которые содержат методических рекомендации по вопросам судебных экономических экспертиз в сфере несостоятельности (банкротстве) в Казахстане, на сегодняшний день не приняты.

Рассматривая сложившуюся ситуацию по данной тематике в Украине, в первую очередь необходимо отметить, что методические рекомендации, по вопросам судебных экономических экспертиз, в сфере несостоятельности (банкротства) в Украине, содержатся в Приказе Министерства экономики Украины от 19 января 2006 г. N 14 «Об

⁸ Процедура банкротства в России: актуальные институты для Казахстана. Онлайн доступ: http://tleulin.kz/ru/news/680-procedura_bankrotstva_v_rossii_aktualnyje_instituty_dla_kazahstana/1/

утверждении Методических рекомендаций относительно выявления признаков неплатёжеспособности предприятия и признаков действий с утаивание банкротства, фиктивного банкротства или доведение к банкротства». Конкретные методические рекомендации разработаны с целью определения однозначных подходов во время проведения анализа финансово-хозяйственного состояния предприятий на предмет выявления:

- признаков неплатёжеспособности предприятия,
- действий по утаиванию банкротства, фиктивного банкротства или доведения к банкротству,
- формирования неудовлетворительной структуры баланса по предотвращению банкротства предприятий,
- резервов повышения эффективности производства и восстановления платёжеспособности предприятий.

В вышеуказанном нормативном акте даны определения по значениям «доведение к банкротства», «утаивание банкротства», «фиктивное банкротство», «неплатёжеспособность».

В ходе экономической экспертизы в рамках проводимого анализа определяются:

1. Состояние финансово-хозяйственной деятельности предприятия, структура его баланса (удовлетворительная или неудовлетворительная) и обоснованность признания предприятия неплатёжеспособным.
2. Тенденции относительно динамики основных показателей эффективности деятельности предприятия.
3. Возможность использования санационных процедур для улучшения финансово-хозяйственного состояния предприятия и вывод его из неплатёжеспособного состояния.
4. Наличие экономических признаков действий по утаиванию банкротства, фиктивного банкротства или доведения к банкротству.

Затем заполняется утверждённая форма отчёта по результатам выполненного анализа финансово-хозяйственной деятельности неплатёжеспособного предприятия (*Закон Украины "О восстановлении платёжеспособности должника или признании его банкротом" и приказа Минфина от 31.03.99 N 87 "Об утверждении Положений (стандартов) бухгалтерского учёта", зарегистрированного в Минюсте 21.06.99 за N 391/3684 (с изменениями)*).

В разделах отчёта фиксируется следующая информация:

1. Оценка предприятия по позиции неплатёжеспособности ((оценка финансового состояния предприятия, анализ финансовых факторов, которые привели к неплатёжеспособности, анализ необратимых активов и определение возможности санации предприятия), горизонтальный и вертикальный анализ бухгалтерского баланса)).

2. Анализ наличия (отсутствия) признаков действий по утаиванию или доведению к банкротству или фиктивному банкротству предприятия, а также определение признаков потери или восстановления платёжеспособности (признаков фиктивного банкротства, признаков действий с доведением к банкротству, признаков действий по утаиванию банкротства, признаков потери или восстановления платёжеспособности).

В вышеуказанном нормативном акте представлены также форма и требования к оформлению «Отчёта по результатам проводки анализа финансово-хозяйственной деятельности неплатёжеспособного предприятия», где перечислены экономические показатели, которые используются во время проводки анализа финансово-хозяйственного состояния неплатёжеспособных предприятий, а также система показателей оценки финансово-хозяйственного состояния предприятия, например:

1. Общая характеристика предприятия.
2. Оценка предприятия из позиции неплатёжеспособности.
3. Оценка резервов повышения эффективности функционирования предприятия и восстановление его платёжеспособности.
4. Анализ выявления признаков действий по утаиванию банкротства, фиктивного банкротства или доведения к банкротству.
5. Общие выводы (в том числе о наличии признаков с действием по утаиванию банкротства, фиктивного банкротства или доведения к банкротству) и рекомендации относительно дальнейшего развития предприятия. В таблицах 1-27 данного пункта представлены:

- основные показатели, которые определяют финансово-хозяйственное состояние предприятия: показатели ликвидности, финансовой стойкости, показатели рентабельности,
- анализ состояния основных средств предприятия,
- вертикальный и горизонтальный анализ оборотных активов предприятия,
- структура денежных потоков предприятия,
- анализ движения собственного капитала предприятия, и.т.д..

Следует отметить, что данные финансовой отчётности кризисных компаний нередко намеренно искажаются, а значения финансовых коэффициентов варьируются в зависимости от принятых методов учёта. Следовательно, вполне закономерно, что анализ финансовой отчётности дополняет или предваряет анализ финансового механизма преднамеренного банкротства.

В конечном результате, составлением сопоставительного графика обязательств компании, существующих в рассматриваемом периоде, либо в прогнозируемом периоде, а также с учётом будущих обязательств и соответственно возможностей их погашения, учитывая вышеупомянутые подходы, можно выявить признаки уже существующей несостоятельности компании, или оценить наиболее выраженные в будущем условия несостоятельности компании.

В разных странах сутью экономического исследования признаков неплатёжеспособности компании в случае преднамеренного и ложного банкротства, можно сказать, является выявление “наличия реальной несостоятельности” компании, что в свою очередь приводит к оценке “возможности непрерывной работы” компании.

Таким образом, итоги экспертных исследований (выявленные, оценки) позволят иницирующим компетентным органам при вынесении решения иметь базу доказательств о размере ущерба, причинённого должнику или кредиторам в результате преднамеренного или ложного банкротства.

1.2. Определение стоимости чистых активов организации при проведении финансово-экономических экспертиз.

Уставный капитал акционерного общества формируется за счёт выпущенных акций, а в обществах с ограниченной ответственностью, а также в кооперативах и товариществах - за счёт предоставляемых участниками долей и паев.

Уставный капитал пополняется за счёт выпуска дополнительных акций или увеличения номинальной стоимости размещённых акций, а также в ряде случаев увеличением долей и паев. Практическая реализация данных процедур довольно скудно описана также в экономической литературе.

Отметим, что на момент учреждения организации, акции (доли) размещаются по номинальной (объявленной) стоимости, а в случае первичного выпуска акций, когда они распределяются между учредителями, эмиссионный доход не возникает. Возникновение эмиссионного дохода происходит в случае, если при деятельности акционерного общества осуществляется увеличение уставного капитала, с помощью первичного выпуска дополнительных акций или вторичного выпуска выкупленных акций путём перепродажи новым акционерам.

При необходимости, акционерные общества могут, с помощью увеличения номинальной стоимости размещённых акций, увеличивать уставный капитал за счёт прибыли или резервного капитала до стоимости чистых активов, определенной результатом последнего аудита. Уменьшение же уставного капитала происходит путем выкупа и погашения акций (долей, паев), в результате чего выполняется сокращение активов организации и собственного капитала, при этом выкупленные акции (доли) рассчитываются по цене выкупа. Важно подчеркнуть, что выкупленные акции могут быть погашены, то есть полностью выведены из оборота, таким образом данные акции теряют все права до того момента, как только будут вновь введены в оборот или в случае их перепродажи. При погашении акций, происходит уменьшение уставного капитала организации, при этом последний уменьшается до номинальной стоимости погашенных акций (доли).

Основная проблема заключается в том, что в случае выкупа доли компании, например в законодательных актах Республики Армении,

чётко не прописаны требования и механизмы, позволяющие владельцу определять рыночную стоимость доли компании. Из этого следует, что если отчуждение доли (или её части) участника третьим лицам не возможно, а другие участники компании отказываются её выкупать, согласно закону, компания приобретает эту долю, пропорционально выплачивая участнику сумму в соответствии с размером уставного капитала, указанного в бухгалтерских отчётах последнего отчётного периода организации. Однако, с экономической точки зрения, это не логично, поскольку данный механизм ни как не связан со стоимостью чистых активов компании.

Следует подчеркнуть, что закон не предусматривает применение понятия "выпуск акций" обществами с ограниченной ответственностью, поскольку обязательные реквизиты ценных бумаг, а так же само определение, предусмотренные законодательством, и ни в какой мере не относятся к долям. Тем не менее, отсутствие обязательных реквизитов ценной бумаги или несоответствие ценной бумаги установленной для неё форме влечёт её ничтожность.

Общее собрание не менее чем двумя третями голосов участников общества, если для принятия такого решения большее число голосов не предусмотрено уставом общества, может принять решение об увеличении уставного капитала общества посредством внесения участниками общества дополнительных вкладов. Этим решением должна быть установлена общая стоимость дополнительных вкладов, а также установлено единое для всех участников соотношение между стоимостью дополнительного вклада и суммой, на которую увеличивается номинальная стоимость их доли. Данное соотношение не может быть больше единицы, а также соотношения чистых активов общества и уставного капитала.

Следовательно, с учётом вышеизложенного, в процессе увеличения уставного капитала путём дополнительных вкладов, предполагается, что размер доли (РД) участника, которую он будет иметь в уставном капитале общества, составит:

$$\text{РД} = \text{С} \times \text{ДВ} / \text{УКЧ} \quad (1)$$

где:

С - соотношение суммы дополнительного вклада и суммы, с помощью которой увеличивается номинальная цена его доли (определяется участниками общества)

ДВ - размер дополнительного вклада, внесённого участником или третьим лицом,

УКЧ - сумма уставного капитала и дополнительных вкладов компании, умноженную на составную часть формулы "С".

Согласно законодательству, если по окончании второго или каждого последующего финансового года стоимость чистых активов общества с ограниченной ответственностью окажется меньше уставного капитала, общество обязано объявить об уменьшении своего уставного капитала и зарегистрировать его уменьшение в установленном порядке. Если стоимость указанных активов общества становится меньше установленного законом минимального размера уставного капитала, общество подлежит ликвидации⁹. Обычно такое нормативное положение действует во многих странах мира, в том числе и странах СНГ.

При расчёте чистых активов, получаемая разность между активами и обязательствами показывает, какими средствами будет обладать организация, в случае погашения всех обязательств по отношению к третьим лицам. Фактически, чем выше показатель чистых активов, тем выше уровень финансовой стабильности организации, поскольку её деятельность в основном осуществляется за счёт собственных средств, а не за счёт других вовлечённых лиц.

По гражданским делам инициируемым судами, а также по инициативе компетентных государственных структур, имеющими право назначать финансово-экономические экспертизы, последние выполняются с целью разрешения также рассматриваемых в данной работе спорных вопросов, в частности, когда общество с ограниченной ответственностью использует механизм выпуска дополнительных долей для увеличения своего уставного капитала путём вклада дополнительных депозитов своих участников, который однако, не предусматривается положениями Закона.

Как уже было сказано выше, в экономической литературе отмечено, что эмиссионный доход образуется при увеличении уставного капитала на протяжении деятельности компании, путём первичного выпуска дополнительных акций или вторичного выпуска выкупленных акций. В отличие от акционерных обществ, в капитале общества с ограниченной ответственностью эмиссионный доход не может быть предусмотрен, поскольку, как уже было отмечено,

⁹ Закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» Республики Армения, статья 34; Также: Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» Российской Федерации, статья 30.

компании имеющие подобную организационно-правовую форму не выпускают акции, а доля участника приобретённая компанией, распределяется между всеми участниками или третьими лицами компании и полностью выплачивается.

Таким образом, данный механизм представляет собой внесение каждым участником общества дополнительного вклада, то есть увеличиваются номинальные стоимости долей участников в том же соотношении, а точнее в установленном, едином для всех участников, соотношении.

Следовательно, в подобных случаях, а именно некорректного увеличения уставного капитала общества с ограниченной ответственностью, сумма указанная в строке эмиссионного дохода раздела "Собственный капитал" бухгалтерского баланса, предоставленного на проведение финансово-экономических экспертных исследований, не может быть обоснована, и как следствие этого, точки зрения финансового учёта, показатель собственного капитала (чистые активы) или дополнительного капитала становится недостоверным. При условном допущении, что решением Собрания выпуск долей компании был отождествлён с увеличением уставного капитала, путём внесения участниками дополнительных вкладов, что и должно было быть реализовано в установленном порядке, то согласно положениям закона о сохранении соотношения чистых активов общества и уставного капитала, в данном случае несоответствие очевидно.

Небезинтересен анализ оценки неплатёжеспособности компании с позиции показателя чистых активов, известный в западной практике как ключевой показатель деятельности любой коммерческой организации (Net Assets или Net Worth). При этом следует иметь в виду, что чистые активы организации должны быть как минимум положительные. Отрицательные чистые активы говорят о том, что фирма полностью зависит от кредиторов и не имеет собственных средств. Отрицательная величина показывает убыточность фирмы, возможную в скором будущем неплатёжеспособность, вероятные риски банкротства.

Чистые активы должны быть не просто положительные, но и превышать уставный капитал организации, тем самым указывая на то, что в ходе своей деятельности организация не только не растратила первоначально внесённые собственником средства, но и обеспечила их прирост. При расчёте чистых активов, получаемая разность между активами и обязательствами показывает, какими средствами будет

обладать организация, в случае погашения всех обязательств по отношению к третьим лицам.

Согласно положениям "Международного стандарта 32 бухгалтерского учёта" параграфы 16А (а) и 16С (а): *"Чистые активы организации – это те активы, которые остаются после вычета всех других требований в отношении её активов"*. Отметим, также что в экономической литературе встречаются следующие определения: *"Чистые активы – это сумма собственного капитала и отложенной дохода»*, или *"Чистые активы (собственный капитал) – это имущественные ценности предприятия, без номинальной стоимости нематериальных активов, суммы всех долгов и привилегированных акций"*.

В частности в нормативных актах Республики Армения данному понятию не дано определение и разъяснение, в то время как в экономической литературе, и, в частности в законе Республики Армения «Об акционерных обществах» понятие "чистые активы" общества отождествляется напрямую с понятием его собственного капитала, последнее в налоговом законодательстве Армении предусматривается как – разность активов и обязательств: то есть, из балансовой стоимости активов вычитается балансовая стоимость обязательств¹⁰.

Показатель чистых активов - один из немногих финансовых показателей, расчёт которых однозначно отрегулирован законодательством Российской Федерации. Этот порядок используют акционерные общества, общества с ограниченной ответственностью, государственные унитарные предприятия, муниципальные унитарные предприятия, производственные кооперативы, жилищные накопительные кооперативы, хозяйственные партнёрства. Оценка имущества, средств в расчётах и других активов и пассивов акционерного общества производится с учётом требований положений по бухгалтерскому учёту и других нормативных правовых актов по бухгалтерскому учёту. Для оценки стоимости чистых активов акционерного общества составляется расчёт по данным бухгалтерской отчётности.

О применении подхода «чистых активов» упоминается также в «Коммерческом законе Республики Латвии».

Следует подчеркнуть, что по имеющейся информации, чёткие определения по понятию чистые активы даны только в Российской

¹⁰ Налоговый кодекс Республики Армения, статья 4

Федерации и Республики Беларусь. Так согласно инструкции о “Порядке определения стоимости чистых активов”, утверждённого приказом Министром финансов Российской Федерации за № 84-Н от 28.08.2014 г. и изменению (Приказ Минфина России от 21 февраля 2018 г. N 30н):

«...4. Стоимость чистых активов определяется как разность между величиной принимаемых к расчёту активов организации и величиной принимаемых к расчёту обязательств организации. Объекты бухгалтерского учёта, учитываемые организацией на за балансовых счетах, при определении стоимости чистых активов к расчёту не принимаются.

5. Принимаемые к расчету активы включают все активы организации, за исключением дебиторской задолженности учредителей (участников, акционеров, собственников, членов) по взносам (вкладам) в уставный капитал (уставный фонд, паевой фонд, складочный капитал), по оплате акций.

6. Принимаемые к расчёту обязательства включают все обязательства организации, за исключением доходов будущих периодов, признанных организацией в связи с получением государственной помощи, а также в связи с безвозмездным получением имущества»¹¹.

Вышеизложенное можно отобразить следующей зависимостью:

$$\text{ЧА} = (\text{ВА} + \text{ОА} - \text{НОК} - \text{ОСА}) - (\text{ДО} + \text{КО} - \text{ПДБП}) \quad (2)$$

где:

ЧА – чистые активы

ВА – вне оборотные активы

ОА – оборотные активы

НОК – непогашенное обязательство по капиталу

ОСА – обязательства по собственным акциям

ДО – долгосрочные обязательства

КО – краткосрочные обязательства

ПДБП – признанный доход будущих периодов

Что же касается Республики Беларусь, отметим, что согласно инструкции “О порядке расчёта стоимости чистых активов” утверждённой постановлением Министерства финансов Республики Беларусь от 11 июня 2012 г. N 35, стоимость чистых активов организации (за исключением банков, небанковских кредитно-

¹¹ Приказ Минфина Российской Федерации "Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов" от 28.08.2014г. №84н.

финансовых организаций) рассчитывается на основе бухгалтерского баланса в соответствии со следующей формулой:

$$\text{ЧА} = \text{А} - \text{О} \quad (3)$$

где: ЧА – чистые активы;

А – активы, принимаемые к расчёту;

О – обязательства, принимаемые к расчёту.

Стоимость активов, принимаемых к расчёту, и стоимость обязательств, принимаемых к расчёту, рассчитываются по формулам:

$$\text{А} = \text{ДА} + \text{КА},$$

$$\text{О} = \text{ДО} + \text{КО},$$

где: ДА - долгосрочные активы;

КА - краткосрочные активы;

ДО – долгосрочные обязательства;

КО – краткосрочные обязательства¹².

Фактически, чем выше показатель чистых активов, тем выше уровень финансовой стабильности организации, поскольку её деятельность в основном осуществляется за счёт собственных средств, а не за счёт других вовлечённых лиц и финансовых средств.

¹² Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 11 июня 2012 г. N 35 “Об утверждении инструкции о порядке расчёта стоимости чистых активов и признании утратившими силу некоторых нормативных правовых актов министерства финансов Республики Беларусь и их отдельных структурных элементов”.

Глава 2. РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ КОМПАНИИ

2.1. О некоторых подходах к определению стоимости рыночной капитализации компании при проведении финансово-экономической экспертизы.

Экономический анализ, интегрированный в вычислительные и аналитические методы и приёмы 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 документы¹³.

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 неплатёжеспособности в обязательном порядке изучается структура капитала хозяйствующего субъекта, механизмы капитализации, и в итоге определяется величина стоимости рыночной капитализации.

Стало быть, в действительности, цена акции компании является капитализированной составляющей дохода, поэтому она не определяется как соответственная доля всего капитала, закреплённого в предприятии, и является относительно устойчивой величиной. Согласно высказыванию известного немецкого политического деятеля и сторонника австромарксизма Рудольфа Гилфердинга, следует, что, будучи капитализированным доходом от обычного уровня процента, цена акции в первую очередь зависит от величины прибыли, и только

¹³ Сорокотягин, И. Н. //Судебная бухгалтерия//: 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2015. — 284 с., ст. 22.

затем от обычного уровня процента. Таким образом, согласно Гилфердингу, 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" капиталом¹⁴.

Несмотря на то, что на момент выпуска каждая акция имеет определённую 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 определённое 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 2 механизма: "биржевой" и "оценочный". В случае реализации биржевого механизма, рыночной ценой считается та, по которой была выполнена последняя сделка купли или продажи. Однако, с учётом влияния некоторых возможных факторов, данный механизм не нашёл широкого распространения из-за нецелесообразности его применения на практике. Вместе с тем, биржевая капитализация во всех случаях

¹⁴ Финансовый капитал //Рудольф Гильфердинг, пер. с немецкого И. Степанова, Гос. Изд., М.-1924г.

представляет собой величину, которая лежит в основе фактически реализованной сделки купли-продажи акций компании. Что же касается оценочного механизма, то он связан с расчётными методами, применяющимися в процессе оценки стоимости предприятия. В данном случае величиной оценки капитализации или расчётной величиной является та возможная цена, по которой может продаваться оцениваемая компания. В случае покупки или продажи компании или её части данная 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. Данная операция подразумевает среднюю арифметическую стоимость цен последних сделок, проведённых с акциями из расчёта 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 отчёта, 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, расчётный механизм позволяет компании получить стоимость её 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 распространён во всем мире, при этом исходные данные берутся из финансовых отчётов компании.

Однако, следует иметь в виду, что существуют различные интерпретации, возникающие при использовании исходных данных из финансовых отчётов компании. В качестве примера отметим, балансовую стоимость активов, которая определяется вычислением из

начальной цены накопленного износа и накопленных убытков в результате обесценивания. Однако, и данная стоимость может принципиально отличаться от реальной стоимости активов. Переоценка активов, обычно должна проводиться со стороны оценщика, имеющего независимую профессиональную квалификацию. Если же рыночную стоимость не возможно достоверно определить, то оценивание выполняется на основе возмещаемой стоимости изношенного объекта. В данном случае основные средства учитываются по переоценённой стоимости.

Согласно требованиям Международного Стандарта Бухгалтерского Учета (МСБУ) 16 "Основные средства" переоценка должна проводится с достаточной периодичностью, чтобы балансовая стоимость не отличалась существенным образом от реальной стоимости в конце отчётного периода. В соответствии с вышеупомянутым стандартом реальная стоимость некоторых единиц основных средств может значительно, а также и в волевой форме изменяться, следовательно, необходима их годовая переоценка.

Таким образом, балансовая стоимость активов, их переоценка в зависимости от деятельной инициативы руководящей администрации, может в принципе стремиться к реальной стоимости актива. Важно подчеркнуть, что международные стандарты финансовой отчётности (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 расчёта чистых активов, как

разница между активами и обязательствами организации, которая в экономической литературе, а также нормативными правовыми актами отождествляется с собственным капиталом.

Отметим, что в рамках среднесрочной и долгосрочной инвестиционной стратегии, в случае когда анализ основывается на соотношении рыночной капитализации компании и её 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. Данная 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 сообщества¹⁵.

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

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"¹⁶. 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 путём экстраполяции на будущее денежных потоков за предыдущие периоды. В данном случае важен показатель используемых денежных потоков, а не показатель полученной прибыли. Вследствие вышесказанного, величина капитализации компании может быть разной

¹⁵ Корпоративные финансы: //Под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. — СПб.: Питер, 2011. —592 с., ст. 447.

¹⁶ Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. //Финансовая инженерия// Уч. М. Инфра-М 1998г., 784 ст. (впервые сформулированном И. Фишером в 1896 году).

для каждого инвестора, поскольку при расчёте денежных потоков, генерируемых компанией, ставка дисконтирования при расчёте определяется исходя из личных представлений вкладчика о темпе обесценивания валюты, а также уровня альтернативной доходности и других условий. Данным 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 по последним сделками купли-продажи акций или же продажи всей компании. Сравнительный подход позволяет получить определённую среднюю величину капитализации компании, так как на практике, исходя из спекулятивных ожиданий, цена акций одной из компаний может увеличиться.

В дополнение к вышеприведённым 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)¹⁷. Следует отметить, что в первом случае происходит рост капитализации компании за счёт привлечение 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 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".

¹⁷ М. Ковалев, С. Снопкова //Первичное публичное размещение акции (IPO): тенденции и перспективы// Сборник научно-практических статей N 12 (787) 30.06.2016г., Вестник ассоциаций белорусских банков.

Брендовый механизм, тесно связанный с влиянием изменения величины капитализации компании, способен расширить объёмы продаж компании. В случае если бренд компании является нематериальным активом, то брендовый механизм также может отождествляться с концепцией "франчайзинга", которая представляет собой "найм" товарного знака или бренда. В этом случае, компания-франчайзер, которая приобретает право на использование бренда увеличивает свою стоимость по сравнению с аналогичными компаниями, которые не имеют права использовать общеизвестные бренды.

Рассматривая экологический механизм изменения капитализации компании, отметим, что последнее связано с понятием "капитализация региона", которое, в свою очередь, 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 опубликованные всей финансовой информации о капитализации компании. Очевидно, что если инвесторы уверены в устойчивом развитии компании, и проинформированы о возможных действиях руководства компании, стоимость компании будет расти благодаря новым инвестициям, принимая в случае небольших рисков даже условия низкой доходности. Это означает, что компания должна вести надёжный и тщательный учёт, на основании которого она будет публиковать свою финансовую и налоговую отчётность, а также периодически представлять своим участникам или акционерам документы, регулирующие стратегическое развитие компании и т.д.. В результате, на основе 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 трудоёмкой системы действий. Решение дебатированной в работе проблемы может быть реализовано только в том случае, если, в результате

экономического анализа так называемого понятия "наличие фактической неплатёжеспособности", 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 должнику или кредиторам в результате преднамеренного или ложного банкротства.

2.2. Подходы к оценке рыночной стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков при проведении финансово-экономических экспертиз

При проведении финансово-экономической экспертизы по выявлению признаков неплатежеспособности, для получения ответа на такие вопросы как:

- в конкретный рассматриваемый период были ли созданы, либо создаются ли компанией признаки неплатежеспособности,

- имеет ли компания возможность погасить свои обязательства по отношению к государственному бюджету или другим кредиторам, исходя из результата комплексного анализа активов и задолженностей компании,

экспертом при анализе в основной экономической плоскости измерения должно быть проведено исследование фактического финансового потенциала компании и возможных источников дохода в хронологическом порядке, для выявления возможностей погашения обязательств.

С целью проведения данного анализа в области корпоративных финансов, как известно, используется периодически перевооружающийся финансово-математический инструментарий, однако в области экспертизы нельзя сказать аналогичное, так как немногочисленны методы, получившие практическое обоснование, и которые могут быть полезны эксперту при решении поставленной задачи.

Подчеркну, что на практике повсеместно можно параллельно применять как биржевой метод, так и методы оценки чистых активов, а также сравнительные методы дисконтирования потока будущих доходов. Однако, стоит отметить, что ни один из перечисленных методов не является универсальным, и каждый из них даёт приблизительный ответ на основополагающий вопрос - во сколько оценивается компания на данный момент?

При фундаментальной рыночной капитализации компании, или же при использовании оценочного механизма (что является одним и тем же) доходный подход считается наиболее точным, и это обосновывается тем, что будучи связанным с принципом ориентации будущих экономических выгод, при оценке компании путём доходного метода, бизнес полностью может рассматриваться как ожидаемый в будущем

доход при текущей стоимости. Другими словами, цена бизнеса - это чистая прибыль в результате деятельности будущих лет компании в виде дисконтированной величины. Следуя инвестиционной логике, очевидно, что потенциальный покупатель не будет платить больше ожидаемого будущего дохода компании по текущей стоимости.

Метод дисконтирования денежных потоков может применяться для любой действующей компании. Тем не менее, существуют ситуации, когда он объективно выдаёт более точные результаты рыночной стоимости компании, несмотря на то, что применение данного метода может быть более обоснованным для организаций, имеющих определённую историю экономической деятельности и находящихся на этапе устойчивого экономического развития. Однако, и полученные отрицательные результаты по оценке бизнеса могут послужить основой для вынесения управленческих решений и характеризовать экономически нестабильное положение компании, в частности признаки её неплатёжеспособности.

Итак, известны две нижеследующие формулы по выявлению коэффициента дисконтирования денежных потоков.

Первая:
$$k_d = \frac{1}{(1+r)^i} \quad (1)$$

где: r – ставка дисконтирования, i – номер временного периода.

Вторая:
$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (1.1)$$

где: DCF (Discounted cash flow)- дисконтированные денежные потоки,

CF (Cash Flow) - денежные потоки временного периода i ,

r - ставка дисконтирования (норма дохода),

n - количество временных периодов, в которых выражаются денежные потоки.

Ставка дисконтирования денежных потоков ожидаемых в будущем определяется в основном в зависимости от следующих факторов: уровня минимального дохода инвестиционного рынка данной отрасли экономики, с учетом рисков, свойственных данной отрасли, доходности не рискованного актива, процентной ставки страховых компенсаций, обесценивания валюты и уровня инфляции, а также от ставки денежных средств привлеченных из банка или ставки рефинансирования опубликованной Центральным банком. В данном случае необходимо учитывать, что несоответствие выбора дисконтированной ставки и

обменного курса денежного потока может привести к ошибочным результатам.

Например, допуская, что минимальный уровень доходности винодельческой отрасли составляет 24%, при этом условно принимая, что незастрахованные риски составляют 4% (при условии 80% страховых возмещений и согласно расчёту оценки рисков 20% от незастрахованной части), и учитывая то, что сохранение уровня инфляции составит 1.5%, а рыночные риски характерные для данной отрасли в целом – 8%, и обесценивание – 0.5%, то в итоге при поочерёдном вычитании будем иметь: $24\% - 4\% - 1.5\% - 8\% - 0.5\% = 10\%$. При проведении обстоятельного анализа, вышеприведённое вычисление, естественно, необходимо отнести к косвенным.

Существуют разные модели по определению дисконтированной ставки, среди которых самыми распространёнными:

- для денежных потоков собственного капитала являются:
 - модель оценки капитальных активов,
 - кумулятивная модель построения
- для денежных потоков всего инвестиционного капитала является:
 - модель средневзвешенной стоимости капитала (*WACC*)¹⁸.

При этом в расчетах стоимости рыночной капитализации компании одновременно применим расчет показателя экономической добавленной стоимости *EVA* (Economic Value Added), оценка которого показывает качество управления бизнесом и дает ответ на вопрос, о том какой ценой получилась прибыль данного года. Согласно этой концепции, стоимость бизнеса представляет собой балансовую стоимость компании с прибавлением текущего значения будущей добавленной стоимости. Данный показатель, связанный с эффективностью деятельности компании, характеризует последствие повышения ее рыночной стоимости:

$$PC = CA + EVA \quad (2)$$

где: PC – рыночная стоимость,

CA – чистые активы,

EVA – экономическая добавленная стоимость.

Рыночная стоимость компании может быть больше или меньше стоимости чистых активов, а также быть ей равна. Однако, принято

¹⁸ Оценка бизнеса./ Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп.. М. Финансы и статистика, 2009.. 736 с., стр. 161.

считать, что в вышеприведенной формуле, если экономическая добавленная стоимость (EVA) < 0 , то рыночная стоимость компании будет меньше стоимости ее чистых активов, что с экономической точки зрения нереалистично, поскольку развивающаяся и прибыльная компания не может оцениваться меньше стоимости своих чистых активов, и как следствие учредители потеряют ожидаемую прибыль от инвестированного капитала. Стерн Стюарт, разработавший данную модель, доказал существование корреляции между рыночной стоимостью компании и показателем экономической добавленной стоимости (EVA). На практике экономическая добавленная стоимость (EVA) определяется следующим способом:

$$EVA = (NOPAT - WACC) \cdot C \quad (3)$$

где: $NOPAT$ – чистая прибыль (после налогообложения),
 $WACC$ - средневзвешенная стоимость капитала,
 C – инвестированный капитал¹⁹.

В усовершенствованном варианте формула (3) выглядит следующим образом:

$$EVA = (ROI - WACC) \cdot C \quad (4)$$

где: ROI – доходность инвестированного капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital - $WACC$) определяется нижеприведенной формулой:

$$WACC = k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + k_e \times \frac{E}{E + D} \quad (5)$$

где: E – величина собственного капитала,

D – величина заёмных средств,

T - ставка налога на прибыль (или ставка, выраженная в долях единицы),

k_d - рыночная стоимость заемного капитала (то есть процентная ставка),

k_e – рыночная (требуемая) ставка доходности собственного капитала (обычно применяется соотношение чистой прибыли и собственного капитала, либо доходность акционерного капитала, выраженная в процентах).

¹⁹ Оценка бизнеса./ Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп.. М. Финансы и статистика, 2009.. 736 с., стр. 178.

В инвестиционных проектах применяется также и следующая формула:

$$WACC = w_d * (1 - T) * k_d + w_{ce} * k_{ce} + w_{pe} * k_{pe} \quad (5.1)$$

где: w_d - удельный вес заёмного капитала,

w_{ce} - удельный вес акционерного капитала,

w_{pe} - удельный вес привилегированных акций,

k_d - стоимость заёмного капитала,

k_{ce} - стоимость акционерного капитала,

k_{pe} - общая стоимость привилегированных акций,

T - ставка налога на прибыль.

Необходимо учитывать, что классическая форма может меняться в зависимости от преобразования показателя доходности капитала k_e “после налогообложения” в показатель “до налогообложения”.

Вышеприведенный расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC) показывает однородность собственного и заёмного капитала. То есть, дисконтированная ставка денежных потоков инвестиционного капитала ровняется взвешенной стоимости заемных средств и собственного капитала. Если в капитале присутствует стоимость привилегированных акций, то в этом случае в формулу должны быть включены дополнительные слагаемые для каждого источника капитала.

Несмотря на то, что вышеуказанная формула подсчета средневзвешенной стоимости капитала (WACC) дает относительно приблизительные результаты, однако она характеризует приемлемую минимальную доходность инвестиций. Выведение показателя средневзвешенной стоимости капитала очень важно при проведении инвестиционных анализов, так как его значение используется особенно при расчёте дисконтирования ожидаемого дохода от инвестиций, возмещения расходов проекта, оценки бизнеса, экономической добавленной стоимости и при других финансовых анализах. Кроме того, средневзвешенная стоимость капитала (WACC) помогает определить компании: использование каких средств - собственных или заимствованных является более выгодным при финансировании какого-либо проекта. Данный критерий очень важен при определении рыночной стоимости компании и важно отметить, что основная трудность в вычислении WACC заключается в выведении цены единицы привлечённого капитала из определённого источника денежных средств.

С учётом основных положений теории Модильяни-Миллера, уменьшение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) в

соответствие с нижеуказанной формуле приводит к росту средневзвешенной стоимости компании V :

$$V_{\infty} = \frac{CF}{WACC} \quad (6)$$

где: CF - величина операционной прибыли за 1 год²⁰.

Следует иметь ввиду, что чем значительнее разрыв между уровнями прибыльности компании и средневзвешенной стоимостью капитала, тем выше его внутренний финансовый потенциал развития. Будучи критерием для принятия управленческих решений, он позволяет оценивать уровень доходности разных финансовых инструментариев, либо дает возможность выбрать виды наиболее выгодных инвестиций.

Средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$) также используется компанией в качестве нормы процентной ставки в случае роста стоимости потоков денежных средств или при расчетах дисконтирования. В методах дисконтирования стоимость акций, облигаций, других финансовых активов, а также стоимость компании считается равной дисконтированной величине финансового потока, порождаемого данным финансовым активом за определенный конечный период времени (n лет), плюс рыночная стоимость актива в конце этого периода, дисконтирования к начальному моменту (P):

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+r)^i} + \frac{A}{(1+r)^n} \quad (7)$$

где: d_i - платежи (элементы финансовых потоков) на конец временного интервала i ,

r – процентная ставка дисконтирования,

A – рыночная стоимость актива на момент продажи, на конец n -ого периода²¹.

Необходимо отметить, что существуют разные методы дисконтирования: модель дисконтирования дивидендов (*Dividend Discount Model - DDM*), которая учитывает получение дивидендов, и метод дисконтирования денежных потоков (*Discounted Free Future Cash-Flows - DCF*), который учитывает денежные потоки трех видов

²⁰ Филатова Т.В., Орехова Н.П., Брусова А.П./ Средневзвешенная стоимость капитала в теории Модильяни-Миллера, модифицированной для конечного времени жизни компании / Вестник Финансовой академии.–2008–N4.

²¹ П.Н. Брусов, Т.В. Филатова., и др. Роль оценки финансовых показателей деятельности компании в снижении вероятности финансового кризиса. /Финансовый менеджмент.– 2012. – N 1 (481).

деятельности: производственной (основной), финансовой и инвестиционной.

Как известно для определения стоимости капитализации компании с левэриджем (то есть использующая заем, имеющая финансовую зависимость), необходимо величину операционных потоков за год разделить на средневзвешенную стоимость капитала, а для определения капитализации финансово независимой компании, следует величину операционных потоков за год разделить на величину собственного капитала.

Согласно теории Модильяни-Миллера, средневзвешенная стоимость капитала определяется следующей формулой:

$$WACC = k_0(1 - w_d T) \quad (8)$$

где: k_0 - стоимость собственного капитала финансово независимой компании,

w_d - часть заемного капитала от общего капитала,

T - ставка налога на прибыль²².

В данном случае WACC не зависит от стоимости заемного капитала k_d , то есть от процентной ставки.

Однако, согласно Брусову П.Н., Филатовой Т.Ж. и Ореховой Н.П. (соавторы: Брусов П.П., Брусова А.П.) данные подходы верны только для компаний, существующих «бесконечно долго». В связи с этим, они предлагают измененные (дополненные) варианты капитализации, предложенные Модильяни-Миллером, в которых учитывается конечное время жизни компании. При этом необходимо иметь ввиду, что данные формулы не учитывают остаточную стоимость компании, а учитывают только операционные потоки²³. Итак:

- средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC) рассчитывается по:

$$\frac{[1 - (1 + WACC)^{-n}]}{WACC} = \frac{[1 - (1 + k_0)^{-n}]}{k_0 [1 - w_d T (1 - (1 + k_d)^{-n})]} \quad (9)$$

для одногодичной компании уравнение (9) становится еще более простым:

$$WACC = k_0 - \frac{1 + k_0}{1 + k_d} k_d w_d T \quad (9.1)$$

²² Modigliani F., Miller M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / American Economic Review. 1963. Vol. 53. № 3, p. 147-175.

²³ Брусов П.Н., Современные корпоративные финансы и инвестиции : монография /П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова. –М.: КНОРУС, 2015.—518с., стр. 166.

- стоимость собственного капитала финансово зависимой компании рассчитывается по:

$$k_e = (1+L)WACC - Lk_d(1-t)\left[1-(1+k_d)^{-n}\right] \quad (10)$$

где в вышеприведённых уравнениях:

k_0 - стоимость собственного капитала финансово независимой компании,

k_d – стоимость заемного капитала (*процентная ставка кредита*),

L – уровень леввериджа,

T – ставка налога на прибыль,

w_d – доля заемного капитала,

n – количество лет.

Вышеупомянутые авторы в своих работах отмечают, что смоделировали возникновение финансовой нестабильности и угрозу банкротства, выраженное ростом капитала заемных средств k_d . В результате стало ясно, что начиная от определённого значения L_0 , рост заемного капитала с леввериджем k_d , приводит к снижению собственного капитала с леввериджем k_e ²⁴. Поэтому вышеприведённые экономико-математические уравнения авторов Брюсева П.Н, Филатовой Т.Ж. и Ореховой Н.П. при больших интервалах, по моему мнению, нуждаются в тестировании, что также отмечают сами авторы в своих работах. Необходимо отметить, что в случае успешного тестирования данной модели, известные подходы Модильяни-Миллера могут быть принципиально изменены, придавая новое дыхание развитию современных направлений корпоративных финансов.

Исходя из вышеприведенной формулы (5) выведение средневзвешенной стоимости капитала, данную задачу можно решить следующими подходом и условиями. Допустим, что на дату рассмотрения имеются следующие исходные данные организации:

E - величина собственного капитала – 364,926,

D - величина заемных средств – 16,377,270,

k_e – прибыльность собственного капитала (%) – 5.78,

k_d - процентная ставка заемных средств (%) – 13,

T – эффективная ставка ставка налога на прибыль (%) – 20.

В результате выполненных расчетов средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$) составит 10.3%.

²⁴ Брусев П.Н., Современные корпоративные финансы и инвестиции : монография /П.Н. Брусев, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова. –М.: КНОРУС, 2015.—518с., стр. 172 и 192.

Таким образом, на основании проведённых анализов механизма оценки рыночной стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков ниже предлагается разработанный для проведения финансово-экономических экспертных исследований в Национальном бюро экспертиз РА следующий пошаговый алгоритм:

1. Выбор модели денежных потоков. Результатом расчётов является определение рыночной стоимости всего инвестиционного капитала компании (собственный и заёмный капитал, включая стоимость привилегированных акций). Исходя из этого, расчёт должен вестись начиная не с чистой прибыли, а с прибыли до налогообложения и выплаты процентов.

2. Определение прогнозируемого периода. При использовании предлагаемого механизма, определение прогнозируемого периода является задачей методологического и ситуационного подхода. При проведении экспертного исследования можно, с учётом ретроспективного анализа трёхлетнего периода, провести оценку прогнозируемого двухлетнего периода. Могут быть также рассмотрены и более короткие периоды, однако в таких случаях необходимо обязательное наличие завершённых производственно-финансовых циклов.

3. Ретроспективный анализ, прогноз выручки и расходов от валовой реализации. На данном этапе в течение выбранного ретроспективного периода анализируются все классифицированные источники доходов компании и прогнозируемые доходы, при условии непрерывной жизнедеятельности предприятия в будущем, включая новые источники ожидаемого дохода в результате инвестиций, те текущие договорённости, при реализации которых, организация может ожидать дополнительных источников дохода. Параллельно анализируются расходы ретроспективного периода, связанные с полученным доходом по годам, а также расходы на прогнозный период на основе сопоставимости.

4. Расчет денежных потоков за каждый год прогнозируемого периода. Для каждого прогнозируемого периода разница доходов и сопоставимых расходов по годам прогнозируемого периода, выведенная в результате выполнения предыдущего “пункта три”, рассчитывается величина тех денежных потоков, которые компания ожидает получить. Следует отметить, что при оценке компании доходным методом, также и в случае прекращения ее деятельности, считается, что стоимость нетекущих активов, в частности стоимость недвижимого и движимого

имущества определяется исходя из того, какой доход она принесёт владельцу. Следует отметить, что в данном контексте доход, полученный от недвижимого и движимого имущества – это доход от аренды, и, в данном случае, его надо различать от дохода от предпринимательской деятельности. А доход от текущих активов, в данном случае, можно считать цену их приобретения, то есть на данный момент балансовую стоимость этих активов за текущий год, которую можно считать ожидаемым доходом (в ряде случаев текущие активы могут быть и не включены в расчёты).

5. Определение ставки дисконтирования. Выбор моделей ставки дисконтирования также является задачей методического и ситуационного подхода. С экономико-математической точки зрения ставка дисконтирования является процентной ставкой, которая используется для пересчета различных будущих денежных потоков (операционных и финансовых), а также для получения их общей стоимости на данный момент, которая рассматривается как относительная базовая стоимость определения рыночной стоимости компании. И, как было рассмотрено выше, предложенный выбор метода является моделью средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

6. Дисконтирование. Для дисконтирования будущих денежных потоков, можно использовать математическую формулу (7), которая, как было отмечено выше, подсказывает дисконтированную величину P генерируемых финансовых потоков во временном n -лет периоде. Точность метода дисконтирования денежных потоков (*DCF*) в основном зависит от профессионализма (качества) прогнозирования денежного потока.

7. Корректировка конечных результатов. После первоначального определения рыночной стоимости компании необходимо провести окончательные корректировки, то есть выполнить необходимую проверку как стоимости недействующих активов, когда невозможно получить какую-либо экономическую выгоду, так и величины собственного оборотного капитала.

8. Оценка признаков несостоятельности. Составлением сопоставительного графика обязательств компании, существующих в рассматриваемом периоде, либо в прогнозируемом периоде, а также с учетом будущих обязательств и соответственно возможностей их погашения, можно выявить признаки уже существующей несостоятельности компании, или оценить наиболее выраженные в будущем условия несостоятельности компании.

Таким образом, сутью предлагаемого механизма экономического анализа, является выявление “наличия реальной несостоятельности” компании, что в свою очередь приводит к оценке “возможности непрерывной работы” компании. Как итог экспертных исследований вышеупомянутые выявленные как результаты, так и оценки позволят иницилирующим компетентным органам при вынесении решения иметь базу доказательств о размере ущерба, причиненного должнику или кредиторам в результате преднамеренного или ложного банкротства.

2.3. Особенности оценки рыночной стоимости объектов интеллектуальной собственности при проведении судебных экспертиз

В настоящее время становится все проще пользоваться результатами чужого интеллектуального или творческого труда и все труднее защитить авторство своего произведения от несанкционированного заимствования. Поэтому защита товарных знаков, авторских и иных прав на произведения и изобретения, является приоритетным во всем мире.

Нарушения прав интеллектуальной собственности (ИС) возможны для любого типа продукта, эти явления наносят ущерб экономике страны, ставят под угрозу здоровье и безопасность потребителей и создают основу для организованной преступности, именно поэтому правительства несут ответственность за предотвращение правонарушений в сфере интеллектуальной собственности.

По мнению доктора юридических наук профессора М.В. Рыбкиной, экспертиза по спорам, связанным с защитой прав интеллектуальной собственности, отличается значительной сложностью, а в некоторых случаях также и исключительностью²⁵. Для проведения такой экспертизы необходимы знания не только в области интеллектуальных прав, но и в той сфере деятельности, к которой относится спорная интеллектуальная собственность. Интеллектуальная собственность является базой формирования нематериальных активов организации, поэтому результаты интеллектуальной деятельности играют все большую роль в получении стабильных доходов на рынке в долгосрочной перспективе. По этой причине понятие «интеллектуальная собственность» фигурирует как в бухгалтерском и финансовом учёте, так и в управлении и оценочной деятельности. Однако определение этого понятия различно для разных видов деятельности и в национальных стандартах бухучета разных стран.

Экспертиза объектов интеллектуальной собственности (ОИС) – специальное исследование, в ходе которого определяются характеристики исследуемых объектов. Необходимость проведения экспертного исследования в отношении физических и юридических лиц

²⁵ Рыбкина М.В. О защите интеллектуальных прав в Российской Федерации // Мир экономики и права. 2015. № 4. с. 52–58.

может возникнуть, если их права на распоряжение тем или иным результатом творческого труда были нарушены.

Понятие объектов интеллектуальной собственности довольно широкое. Правообладатель фирменного наименования имеет исключительное право: запрещать третьим лицам использовать своё фирменное наименование или сходное с ним до степени смешения, или товарный знак, сходный со своим фирменным наименованием до степени смешения, если это может ввести в заблуждение потребителя и стать причиной предположения о связи между ними, учитывая, что это может причинить вред правообладателю фирменного наименования.

Товарным знаком и знаком обслуживания является обозначение, которое используется для различения товаров и (или) услуг одного лица от товаров и (или) услуг других лиц.

Правообладатель товарного знака имеет исключительное право на владение, пользование и распоряжение товарным знаком, а также на разрешение или запрет его использования другими лицами.

Товарный знак – обозначение, которое используется для отличия товаров и (или) услуг одного лица от товаров и (или) услуг другого лица.

Объектом авторского права считается оригинальный результат творческого труда, осуществлённого самостоятельно или совместно с другими авторами в области литературы, науки и искусства ..., который выражен в устной, письменной или иной объективной форме, включая электронную форму, сохраняемую постоянно или временно независимо от объёма, назначения, достоинств и цели создания произведения.

Стоимость нематериального актива является производной от его нематериального характера²⁶. В развитие данного постулата можно сослаться и на пункт 17 Международного стандарта финансовой отчётности IAS 38 «Нематериальные активы»: «К будущим экономическим выгодам, проистекающим из нематериального актива, могут относиться выручка от продажи продукции или услуг, снижение затрат или другие выгоды, возникающие от использования актива организацией. Например, использование интеллектуальной собственности в процессе производства может способствовать сокращению будущих производственных затрат, а не увеличению будущей выручки». Согласно пункту 21 того же стандарта, «Нематериальный актив подлежит признанию тогда и только тогда,

²⁶ Reilly R.F., Schweih's R.P. Guide to Intangible Asset Valuation. 2nd Revised Edition. New York: Wiley, 2016. 784 p.

когда: (а) признается вероятным, что организация получит связанные с данным объектом будущие экономические выгоды; и (b) первоначальная стоимость данного актива может быть надёжно оценена».

Важно подчеркнуть, что оценка активов предприятия, включающих ОИС (нематериальные активы), имеет решающее значение при определении его реальной рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. В контексте сказанного к исследуемым объектам, являющимся собственностью промышленных предприятий, следует отнести торговые марки (бренды), товарные знаки, фирменные наименования, изобретения и полезные модели, рационализаторские предложения, программные обеспечения, сорта растений и штаммы микроорганизмов, селекционные достижения и прочие права ИС (патенты, лицензии и т. п.).

Для оценки рыночной стоимости ИС из общепринятых подходов оценки Интеллектуальной Собственности (затратного, сравнительного (рыночного) и доходного) наиболее подходит доходный подход, так как именно доход, получаемый от использования ИС, преимущественно определяет его стоимость.

Рыночная стоимость ОИС с использованием доходного подхода определяется дисконтированием или капитализацией доходов от его использования. Показателем доходности может быть либо прибыль, либо денежный поток.

В рамках доходного подхода при оценке ОИС широко используются следующие методы:

- освобождение от лицензионного вознаграждения (данный метод широко известен как метод освобождения от роялти);
- дисконтирование денежных доходов (потоков);
- прямая капитализация доходов;
- избыточная прибыль;
- выигрыш в себестоимости;
- преимущество в прибылях.

Выбор метода – это компромисс между стремлением к высокому качеству результата и разумным стремлением к простоте процедуры оценки. Считается, что наиболее сложные методы доходного подхода основаны на дисконтировании денежных потоков, а наиболее простые – на прямой капитализации прибыли. ОИС по доходному подходу оценивается, когда имеется возможность надёжно спрогнозировать доходы, которые могут быть получены от использования ОИС. Если же ОИС ранее не был использован, то единственной формой возможного

дохода является единовременный доход от продажи прав на его использование. Основное назначение доходного подхода заключается в прогнозировании или использовании фактических данных о доходах собственника, получаемых от использования прав на оцениваемые результаты, и их структуры (затраты, прибыль), оценке доли прибыли, принимаемой в качестве искомой стоимости оцениваемого объекта.

Рассмотрим первые два метода.

I. Метод *освобождение от роялти* используется для оценки стоимости ОИС в рамках общего рынка, и при его применении необходимо, чтобы одной из процедур являлась оценка соответствующей ставки роялти для использования в анализе ОИС²⁷. Данный метод больше всего подходит для оценки патентов и лицензий при их продаже; стоимость ОИС вычисляется путем дисконтирования, что позволяет определить размер лицензионных отчислений, которые компания должна заплатить, если она не владеет ОИС. Экономическая суть метода роялти базируется на предположении о распределении прибыли, полученной от использования лицензии на ОИС, между лицензиаром и лицензиатом в согласованной справедливой пропорции. Ключевым предположением является ставка роялти. Роялти представляет регулярные выплаты, рассчитываемые в виде процентов от выручки, получаемой от реализации лицензионной продукции. Стандартные ставки роялти в различных отраслях публикуются в специальной литературе.

При использовании метода освобождения от роялти действует допущение, что патентом (свидетельством) владеет третья сторона и, следовательно, истинный владелец должен платить роялти за право пользования. Однако, патент на самом деле является собственностью владельца, и ему не нужно платить роялти – по этой причине метод получил название «освобождение от роялти», т. е. экономия расходов²⁸. Другими словами, если объект оценки принадлежит истинному собственнику, которому не надо платить роялти, то происходит псевдо экономия на расходах, то есть «освобождение от роялти».

²⁷ Nielsen J.M. Guidance for Applying the Relief from Royalty Method to Value Trademarks and Trade Names // Insights. 2018. P. 52–58.

http://www.willamette.com/insights_journal/18/summer_2018_5.pdf.

²⁸ Леонтьев Б.Б., Мамаджанов Х.А. Принципы и подходы к оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Учеб. пособие. М.: Ринфо, 2003. 270 с., с. 185.

В современной научной литературе этот метод освобождения от роялти называют также методом отраслевых стандартов или методом приращения стоимости.

Таким образом, метод расчёта величины денежного потока основывается на двух допущениях:

- оцениваемый объект не принадлежит истинному собственнику;
- временный владелец должен платить роялти, поскольку объект предоставлен ему на лицензионной основе.

Для определения стоимости ОИС методом дисконтирования денежных потоков, рассчитанных с помощью метода освобождения от роялти, используется зависимость

$$C = \sum_{i=1}^N \frac{V_i C_i R}{(1+r)^i} \quad (1)$$

где C – стоимость ОИС,

V_i – объем произведённой с использованием ОИС продукции в год i ,

C_i – продажная цена единицы с использованием ОИС в году i ,

R – размер роялти в году i ,

i – предполагаемый срок заключения лицензионного договора (период, в течение которого сохранится преимущество в прибыли),

r – коэффициент дисконтирования в году i .

Пошаговый расчёт включает:

1. Оценку чистых продаж ОИС в течение последующих 3–5 лет.
2. Определение разумной ставки роялти, которую две невязаные стороны установили бы для передачи сопоставимого ОИС. Ставка роялти зависит от престижности ОИС, срока действия соглашения, эксклюзивности, переговорных полномочий сторон, жизненного цикла продукта и маржи, получаемой на местном рынке.
3. Умножение расчётной ставки роялти на прогнозируемые продажи компании с целью ежегодной экономии роялти.
4. Оценку экономии роялти после уплаты налогов.
5. Оценку постоянных темпов роста стоимости ОИС, экономический срок его полезного использования и ставку дисконтирования, а также скидку платы после налогообложения²⁹.

При этом размер ставки роялти может быть определён с использованием следующих подходов.

²⁹ Bulgarelli F. Methods of Brand Valuation: A case study on Alibaba.com. 2015.
http://www.vernimmen.com/ftp/Francesca_Bulgarelli_Master_Thesis.pdf

– *Эмпирический подход*, при котором ставку роялти, для примера, можно определить примерно как 25 % операционной прибыли лицензиата или как 5–8 % его продаж. Стоит отметить, что существует несколько вариантов оценки ставки роялти, например: престижность ОИС, дифференциал операционной маржи, кластерный или групповой анализ, метод сравнения рынка и другие модели, которые создают условия для переговоров между лицензиаром и лицензиатом.

– *Расчётный подход*, при котором можно использовать метод предельного роялти (расчёт величины дополнительной прибыли лицензиата) и метод, основанный на учёте доли лицензиара в валовой прибыли лицензиата.

II. Основываясь на методе *дисконтирование будущих денежных потоков* (Discounted Free Future Cash-Flows – DCF), оценщик обязан приводить прогнозируемые доходы, генерируемые ОИС по соответствующей ставке дисконта к чистой текущей стоимости. Для объектов оценки, приносящих за равные периоды времени не равные денежные потоки от их использования, величина стоимости определяется путём дисконтирования будущих денежных потоков от использования ОИС.

При использовании в методе дисконтирования денежных потоков (доходов) текущую стоимость ОИС определяют в нижеследующем порядке:

– находят ожидаемый оставшийся срок полезного использования ОИС, т. е. период времени, в течение которого необходимо дисконтировать прогнозируемые доходы от его использования;

– оценивают будущие денежные потоки, составляющие чистый доход от использования ОИС и величину амортизации ОИС;

– определяют ставку дисконтирования;

– рассчитывают суммарную текущую стоимость будущих доходов;

– добавляют к полученному результату стоимость ОИС, приведённую к текущему периоду³⁰.

Рыночная стоимость ОИС рассчитывается как суммарная текущая стоимость дисконтированных доходов, приходящихся на долю этого актива. Оценка будущих денежных потоков, отражающих динамику

³⁰ Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Медведев В.М., Фадеев А.С., Шестов А.В., Дадугин М.В., Методология оценки нематериальных активов // Интернет-журнал «Науковедение». 2015. Том 7. № 1. <http://dx.doi.org/10.15862/95EVN115>

чистого дохода предприятия по годам прогнозируемого периода, должна быть основана на маркетинговых и финансовых исследованиях³¹.

Ставку дисконтирования для различных ОИС, используемых предприятием, составляют путём наращения к базовой ставке специфических рисков, характерных для оцениваемых объектов. В частности, наибольшие риски – для гуд-вилла и бренда; средние риски – для коммерциализованных товарных знаков; небольшие риски – для патентов, прошедших стадию коммерциализации и используемых в серийной продукции предприятия; минимальные риски – для устойчивого франчайзинга при положительной истории развития. Важно подчеркнуть, что данный вопрос недостаточно изучен и требует дополнительных исследований.

Рассматривая метод дисконтирования будущих денежных потоков (DCF), необходимо иметь в виду, что он учитывает денежные потоки трёх видов деятельности: производственной (основной), финансовой и инвестиционной. Формула расчёта коэффициента дисконтирования денежных потоков такова:

$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (2)$$

где: *DCF* (Discounted Free Future Cash-Flows) – дисконтирование будущих денежных потоков

CF (Cash Flow) – денежные потоки временного периода *i*,

r – ставка дисконтирования (норма дохода),

n – количество временных периодов, по которым появляются денежные потоки.

При расчете ставки дисконтирования (*r*) ОИС (например, бренда), может быть использована оценка средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital – WACC) компании, используя методологию определения ставок дисконтирования при «традиционном» подходе, когда ставка дисконтирования учитывает все риски и применяется к наиболее вероятным значениям измерителя дохода (Cash Flow – CF), основанного на непосредственных наблюдениях на рынке стоимости капитала для бизнеса, основой которого являются права на ОИС – объект оценки. На практике есть понимание того, что большинство бизнесов основано на большом количестве активов, и при этом оцениваемые права не являются

³¹ Леонтьев Б.Б., Мамаджанов Х.А. Принципы и подходы к оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Учеб. пособие. М.: Ринфо, 2003. 270 с., с. 180.

самыми основными. В то же время, необходимо иметь в виду, что ставка дисконтирования для нематериальных активов не обязательно должна отличаться от ставки дисконтирования для бизнеса. Таким образом, метод средневзвешенной стоимости (цены) капитала (WACC) – это ставка дисконтирования для инвестированного капитала³².

Отметим, что метод оценки ставки дисконтирования на основе WACC показывает норму дохода, которую следует выплатить за использование инвестиционного капитала. Последний может состоять из двух источников финансирования: собственного капитала и заёмного. Зачастую WACC используют как в финансовом, так и в инвестиционном анализе для оценки будущей доходности инвестиций с учётом первоначальных условий к доходности (рентабельности) инвестиционного капитала. Экономический расчёт средневзвешенной стоимости капитала состоит в расчёте минимально допустимого уровня доходности (прибыльности, рентабельности) проекта, бизнеса.

Средневзвешенная стоимость капитала определяется по формуле):

$$WACC = k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} \times k_e + \frac{E}{E + D} \quad (3)$$

где: E – величина собственного капитала,

D – величина заёмных средств,

T – ставка налога на прибыль (или ставка, выраженная в долях единицы),

k_d – рыночная стоимость заёмного капитала (то есть процентная ставка),

k_e – рыночная (требуемая) ставка доходности собственного капитала (обычно используется соотношение чистой прибыли и собственного капитала, либо доходность акционерного капитала, выраженная в процентах).

В инвестиционных проектах применяется также и следующая формула:

$$WACC = w_d \cdot (1 - T) \cdot k_d + w_{ce} \cdot k_{ce} + w_{pe} \cdot k_{pe} \quad (3.1)$$

где: w_d – удельный вес заёмного капитала,

w_{ce} – удельный вес акционерного капитала,

w_{pe} – удельный вес привилегированных акций,

k_d – стоимость заёмного капитала,

³² К.О. Мамиконян, Особенности оценки рыночной стоимости объектов интеллектуальной собственности при проведении судебных экспертиз, «Теория и практика судебной экспертизы», Том 14, № 2 (2019)», научно-практический журнал, с. 128-135.

k_{ce} – стоимость акционерного капитала,
 k_{pe} – общая стоимость привилегированных акций,
 T – ставка налога на прибыль.

Таким образом, можно констатировать, что дисконтированная ставка денежных потоков инвестиционного капитала равняется взвешенной стоимости заемных средств и собственного капитала. Необходимо учитывать также, что формула 3 может меняться в зависимости от преобразования показателя доходности капитала (k_e) «после налогообложения» в показатель «до налогообложения», и если в капитале присутствует стоимость привилегированных акций, то в формулу должны быть включены дополнительные слагаемые для каждого источника капитала.

Следует иметь в виду, что чем значительнее разрыв между уровнями прибыльности компании и средневзвешенной стоимостью капитала, тем выше его внутренний финансовый потенциал развития. Будучи критерием для принятия управленческих решений, он позволяет оценивать уровень доходности разных финансовых инструментариев либо дает возможность выбрать виды наиболее выгодных инвестиций³³.

Для проведения экспертизы объектов интеллектуальной собственности необходимы знания и в той сфере деятельности, к которой относится спорная интеллектуальная собственность. Для данных судебных экспертиз могут быть выполнены комплексные исследования экспертами из разных областей, например, с привлечением эксперта оценщика (товароведа) и эксперта экономиста. Таким образом, использование специальных знаний в комплексных исследованиях обеспечит качественную экспертизу путём проведения разносторонних и полноценных исследований.

³³ Мамиконян К.О. Подходы оценки рыночной стоимости компании методом дисконтирования будущих денежных потоков при проведении финансово-экономических экспертиз // Проблемы и вопросы современной науки. Тенденции развития науки и образования. Декабрь 2018 г. № 1 (1). Ч. 4. Самара: НИЦ МОАН, 2018. С. 22–29.
<http://dx.doi.org/10.18411/pivsn-58>

Глава 3. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА В СИСТЕМЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ КОМПАНИЙ

3.1. Система корпоративного управления

Термин «корпоративное управление» вошёл лексикон в странах СНГ в конце 1990-х гг. Это в первую очередь связано с развитием рынка, его интеграцией в мировой, с ростом интереса иностранных инвесторов к национальным компаниям.

Сущностные особенности корпоративного управления, как особого и важного направления науки и практики, вполне объективны и определяются спецификой объекта управленческого воздействия. Прежде всего, корпорация—это акционерное общество, поэтому предметом корпоративного анализа и регулирования выступают организационно-управленческие отношения по поводу формирования и использования акционерного капитала (собственности). Крупная корпорация в большинстве случаев представляет собой совокупность юридических лиц, совместно реализующих общие цели и интересы. Следовательно, предметом корпоративного управления также являются отношения по поводу эффективной организации и координации взаимодействия данных юридических лиц (различной формы собственности) между собой, а также внешней средой.

Системы корпоративного управления в разных странах различны. Отличается распределение функций между органами управления, структура акционерного капитала, роль и степень участия других заинтересованных лиц.

Лучшей практикой корпоративного управления считается установление прозрачного и понятного акционерам механизма определения размера дивидендов и их выплаты. Информация о стратегии общества в отношении размера дивидендов и их выплаты необходима как существующим, так и потенциальным акционерам, поскольку она влияет на их решение относительно приобретения или продажи акций.

Одной из причин низкого по сравнению с зарубежной практикой уровня раскрытия информации является такая особенность, как высокий уровень корпоративных захватов и недружественных поглощений.

Обществам также следует использовать прозрачный и понятный механизм определения размера дивидендов. Для этого общество должно утвердить Положение о дивидендной политике, включающее следующую информацию:

- части чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов;
- об условиях выплаты дивидендов;
- порядке расчёта размера дивидендов по акциям, размер дивидендов по которым уставом общества не определён;
- минимальном размере дивидендов по акциям разных категорий (типов);
- порядке выплаты дивидендов, в том числе о сроках, месте и форме их выплаты;
- об условиях, при которых не выплачиваются или выплачиваются не полностью дивиденды по привилегированным акциям.

Финансовые аспекты корпоративного управления относятся прежде всего к проблеме противоречия между развитием производства и удовлетворением интересов мелких акционеров в получении дивидендов, проблеме участия мелких акционеров в общих собраниях и их роли в них, возможности выкупа собственных акций, доступа к информации.

Не удовлетворяемый банковской системой спрос на капитал мог бы быть компенсирован на фондовом рынке, а одним из условий листинга как на ведущих мировых биржевых площадках, так и на наших биржах является внедрение в компаниях современных стандартов корпоративного управления: Финансирования предприятия в процессе его хозяйственной деятельности является возможность проведения дополнительной эмиссии акций, что фактически означает привлечение заёмных средств и наращивание акционерного капитала. Стоит обратить внимание на то, что дополнительная эмиссия акций – сложный и дорогостоящий процесс. Поэтому цели эмиссии должны быть достаточно весомыми с позиций стратегического развития предприятия и возможностей повышения его рыночной стоимости в предстоящем периоде.

Сегодня для дальнейшего развития бизнеса многим компаниям необходимо вводить новые производства и модернизировать существующие, что порождает повышенный спрос на капитал. Это влечёт за собой спрос на «длинные» деньги (на срок от 5 лет) и под

гораздо меньший процент, чем сегодня предлагается отечественной банковской системой:

Таким образом, для обеспечения финансовой устойчивости и эффективной реализации стратегии корпоративного управления необходимо достижение высоких финансовых результатов при наименьших расходах, обеспечение непрерывной работы компании и оптимальное перераспределение финансовых ресурсов, которые имеются в его распоряжении: направление средств на экономическое развитие предприятия и в фонд выплаты дивидендов.

Вместе с тем дальнейшего исследования требуют сущность стратегии корпоративного управления, условия её формирования и методы оценки экономической эффективности. В частности важной задачей является разработка научно-методических положений, определяющих организацию корпоративного управления, рекомендаций по выбору системы корпоративного управления, а также рекомендаций по заинтересованности работников-собственников в результатах деятельности корпораций.

Здесь уместно процитировать одну статью из Кодекса корпоративного управления Великобритании (вступил в силу с 1 января 2019 года). *«Чтобы добиться успеха в долгосрочной перспективе, директора и их компании должны строить и поддерживать успешные отношения с широким кругом заинтересованных сторон. Эти отношения будут успешными и устойчивыми, если они основаны на уважении, доверии и взаимной выгоде. Соответственно, культура компании должна способствовать честности и открытости, ценить разнообразие и учитывать мнения акционеров и более широких заинтересованных сторон»³⁴.*

В документе особое внимание уделяется повышению ответственности советов директоров перед заинтересованными лицами и выделяются следующие принципы корпоративного управления:

1. Обеспечение основ системы эффективного корпоративного управления.
2. Права акционеров и основные функции собственности.
3. Равное отношение к акционерам.
4. Роль заинтересованных лиц в управлении корпорацией.
5. Раскрытие информации и прозрачность.
6. Обязанности совета директоров.

³⁴ UK Corporate Governance Code 2018

Для эффективного корпоративного управления можно сформулировать следующие наиболее общие постулаты:

1.Согласованность и гармония взаимодействия корпоративного («среднего») и макроуровневого звена управления экономикой, разумное «вписывание» деятельности крупных корпораций в систему основных макроэкономических стратегий и регуляторов.

2.Ответственность и компетентность действий корпоративных управляющих (исполнительных органов корпораций) по отношению к реализации целей, интересов и стратегий корпоративных собственников (акционеров).

3.Достижение синергии интеграционного взаимодействия отдельных юридических лиц в рамках хозяйственной деятельности корпоративного объединения в целом³⁵.

Указанные базовые принципы корпоративного управления приняты за стандарт членами ОЭСР («Организация экономического сотрудничества и развития») и многими другими странами. Они используются как один из 12 ключевых стандартов Форума финансовой стабильности (Financial Stability Forum) и Мирового банка для совершенствования корпоративного управления на развивающихся рынках.

Международная сеть корпоративного управления (International Corporate Governance Network) признает Принципы ОЭСР как декларацию минимальных приемлемых стандартов корпоративного управления для компаний и инвесторов во всем мире и предлагает свое видение Принципов ОЭСР с комментариями и дополнениями. Конфедерация ассоциаций европейских акционеров на основании Принципов ОЭСР издала собственные директивы – Основные принципы корпоративного управления.

Международная сеть корпоративного управления (International Corporate Governance Network) признает Принципы ОЭСР как декларацию минимальных приемлемых стандартов корпоративного управления для компаний и инвесторов во всем мире и предлагает свое видение Принципов ОЭСР с комментариями и дополнениями. Конфедерация ассоциаций европейских акционеров на основании

³⁵ О принципах корпоративного управления, «Бизнес, менеджмент и право» Винслав Ю.Б., доктор экономических наук, профессор, президент Международной Академии корпоративного управления; онлайн доступ: http://bmpravo.ru/show_stat.php?stat=210

Принципов ОЭСР издала собственные директивы – Основные принципы корпоративного управления.

Большая роль в развитии корпоративного управления отведена также национальным стандартам корпоративного поведения и кодексам наилучшей практики. Эти документы, разработанные с учётом Принципов ОЭСР, представляют собой своды правил в виде общих принципов и рекомендаций по реализации корпоративных отношений и, как правило, не имеют характера общеобязательного нормативного акта.

Отдельные компании могут разрабатывать собственные кодексы корпоративного поведения с учётом своих особенностей и задач. Наличие у компании собственного кодекса, разработанного на основе международных стандартов, свидетельствует о высоком уровне корпоративной культуры и предоставляет возможность всем заинтересованным лицам объективно оценить компанию.

3.2. Исследование некоторых особенностей распределения прибыли предприятия при проведении финансово-экономической экспертизы

При проведении судебной финансово-экономической экспертизы, из рассматриваемых задач отношений компания-участники, можно выделить следующее: владелец-участник с небольшой долей не может никоим образом влиять на решения общего Собрания, и поэтому, в результате, по решению собрания акционеров, основанного на голосах крупных акционеров, составляющих большую половину, часть из чистой прибыли выделяется с целью накопления или в резервный фонд, таким образом, уменьшая распределяемую чистую прибыль. Однако сложившееся ситуация не противоречит принципам корпоративного управления в условиях рыночной экономике, и, кроме того, можно сказать, не требует законодательного регулирования. Вместе с тем, наличие непрозрачности процессов может привести к предоставлению финансовой дезинформации владельцем-участникам компании. Данный факт является неприемлемым с точки зрения принципов корпоративного управления и особенно в свете обеспечения интересов инвесторов. Таким образом, в рассматриваемом случае могут возникнуть вопросы такие как: следуя реализации дивидендной политики, было ли решение о реинвестировании определённого размера прибыли, направленно на повышение рыночной стоимости компании, или же получили ли мелкие владельцы достоверную информацию о размерах прибыли?

В данном контексте наличествует ещё один вопрос, напрямую обращённый к эксперту, а именно, реально повлияла ли выплата дивидендов на рыночную стоимость компании, учитывая также выявление факторов неплатёжеспособности компании, и как последние могут иметь точки соприкосновения со следующими основополагающими вопросами, наличествующими в теориях дивидендной политики: каким образом можно измерить данное влияние, а также как оценивает финансовый рынок данной страны или региона те компании, которые выплачивают высокие дивиденды своим акционерам?

В частности, разработчик одной из теорий, М. Гордон утверждает, что высокая дивидендная политика также даёт акционерам преимущество, поскольку она решает неопределённость будущего. Так как инвесторов не устраивает неопределённость будущего, курс акций

должен быть ниже для тех компаний, которые в настоящее время выплачивают небольшие дивиденды, тем самым обеспечивая выплату более высоких, но менее определённых дивидендов позже³⁶.

Что касается взаимоотношения между выплатой дивидендов и рыночной стоимостью компании, в частности, известная модель М. Гордона предполагает, что компания, выплачивая дивиденды на текущий момент, увеличивает их размер в будущем (при этом, ставка дисконтирования акции остаётся неизменной). Отмеченная модель позволяет, используя равенство (1), рассчитать стоимость всех акций компании, с помощью выплаты дивидендов:

$$P = D \times \frac{1 + g}{k - g} \quad (1)$$

где:

P – стоимость акций (в денежных единицах),

D – объем выплаченных дивидендов (в денежных единицах),

g – рост темпа выплаты дивидендов (в долях),

k – ставка дисконтирования (в долях).

Некоторые исследователи утверждают, что предложенная М. Гордоном модель доказывает, что связь между выплатой дивидендов и рыночной стоимостью компании является более стабильной и сильной в случае оптимизации дивидендной политики и ее стремления к совершенной модели. Такой подход к управлению стоимостью компании может привлечь дополнительные инвестиции, так как показатели: рыночная стоимость компании, размер дивидендов, рентабельность инвестиционного капитала в первую очередь привлекают внимание инвесторов.

Важно подчеркнуть, что чем выше доля прибыли, направленная на выплату дивидендов, тем меньше размера прибыли остаётся в капитале компании, которую можно было бы использовать для последующего самофинансирования или реинвестирования. Таким образом, дивидендная политика напрямую влияет на потенциальный рост компании, которую для последующих расчётов обозначим буквой “ g ”. Для пояснения, воспользуемся моделью Гордона по оценке непрерывного роста стоимости акций, выраженной соответствующими финансовыми коэффициентами. Предположим, что предприятие может

³⁶ Ross et al., Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, Alternate Edition, The McGraw-Hill Companies, 2002, - (M. Gordon, The Investment, Financing and Valuation of the Corporation (Burr Ridge, Ill.: Richard D. Irwin, 1961)), p. 615.

использовать свою нераспределённую прибыль, с целью получения дохода от реинвестирования в собственном капитале (ROE), а реинвестированная прибыль может использоваться для финансирования внутреннего темпа роста $g = RR \times ROE$. В этом случае модель Гордона может иметь следующее выражение:

$$V_0 = DIV_0 \left[\frac{1+g}{1-g} \right] = \frac{EPS_1 \times PR}{r - [RR \times ROE]} = \frac{EPS_1 (1 - RR)}{r - [RR \times ROE]} \quad (2)$$

где:

V – стоимость акции,

DIV – дивиденды,

r – ставка дисконтирования,

EPS – чистая прибыль на акцию,

RR – реинвестированная доля нераспределенной прибыли (капитализация),

PR – выплата дивидендов,

ROE - доходы от реинвестирования нераспределенной прибыли в собственном капитале.

Как следует из вышеприведённого выражения, от увеличения дивидендов (числитель) общая стоимость компании и акций регистрирует рост. Однако в связи с ростом выплаты дивидендов, уменьшается нераспределённая прибыль и следовательно темп роста прибыли (g), который приведёт к уменьшению стоимости акций (за счёт увеличения значения знаменателя). Очевидно, что в данном случае для вынесения правильных решений необходимо сбалансировать эти две переменные³⁷.

Перед принятием решения о распределении прибыли и размере выплаты дивидендов, что является прерогативой общего собрания участников компании (акционеров, владельцев долей, пайщиков), учитываются текущие и прогнозируемые уровни ликвидности и платёжеспособности компании, намечаемые к реализации проекты сроком не менее одного года и финансовые ресурсы, необходимые для их реализации. В этом контексте дивидендная политика компании направлена на оптимизацию пропорций используемых и реинвестируемых долей прибыли с целью повышения, как рыночной стоимости компании, так и благосостояния акционеров. Такое

³⁷ Финансовый менеджмент/ И.Я Лукасевич.-2-е изд., перераб. и доп.-М.: Эксмо, 2010.-768с.- (Новое экономическое образование), стр. 729.

управление прибылью, при определении размера долей, должно основываться на финансовой стабильности компании, дальнейшей её капитализации или обеспечении прибыльности реинвестированного капитала, в то же время, подтверждая сбалансированность повышения интересов и благосостояния инвесторов, а также защиты их прав.

Анализ положений о выплате дивидендов, приведённых в экономической литературе можно обобщить в следующей формулировке: Акционерное общество имеет право принимать решение о выплате дивидендов по своему усмотрению, то есть законодательство в данном случае не обязывает выплату дивидендов компании, а наоборот, установило определённые ограничения, которыми запрещает компании объявлять (принять решение) о выплате дивидендов. Кстати, тот же принцип применим к обществам с ограниченной ответственностью, поскольку законодательно не обязывается выплата дивидендов.

Согласно законодательству, общество не вправе принимать решение о распределении своей прибыли между участниками общества или выплачивать участникам общества прибыль, решение о распределении которой уже принято:

а) до полной оплаты уставного капитала общества;

б) если на момент принятия решения стоимость чистых активов общества меньше его уставного капитала и резервного фонда или станет меньше их размера в результате принятия такого решения.

В дополнение к изложенному, следует отметить, что общее Собрание компании, в условиях констатации убытков в отчётном году, после итогового подведения финансовых результатов, может принять решение о распределении накопленной прибыли (выплаты дивидендов), если вышеупомянутые законодательные требования (ограничения) сохраняются на момент принятия решения, и, если на момент принятия решения о распределении во время бюджетирования капитала за весь период остаток денежных средств предприятия достаточен для реализации распределения некоторой части накопленной прибыли, одновременно не создавая финансовую нестабильность.

В данном случае, необходимо констатировать, что решения об утверждении годовых отчётов компании, бухгалтерских балансов, а также об утверждении и распределении прибылей и убытков принимаются большинством голосов участников собрания. Остальная часть прибыли может быть использована, в частности, для расширения

и обновления производства, инвестирования в ценные бумаги, приобретения недвижимости, создания фондов компании для различных социальных проектов и их пополнения. Что же касается части нераспределённой прибыли в виде дивидендов или не использованной при формировании или пополнении фондов может быть использована по усмотрению компании.

Подчеркнём, что с точки зрения бухгалтерского учёта, дивиденды признаются как обязательства компании за период, в котором они объявляются.

Последнее также предусмотрено международными стандартами бухгалтерского учета: *«Если организация объявляет дивиденды держателям долевых инструментов (в соответствии с МСФО (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление») после отчетного периода, организация не должна признавать эти дивиденды в качестве обязательства на конец отчетного периода»* (Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 10, пункт 12).

Несовместимость показателей, представленных в финансовой отчетности компании, делает их недостоверными, тем самым напрямую влияя на достоверность данных отчетов, предоставляемых учредителям, в частности на предоставленную достоверную информацию о результатах предпринимательской деятельности компании, активах, обязательствах, а также о балансовой и по статьям остаточной стоимости собственного капитала.

В случае несоблюдения требований вышеуказанных положений и фактической констатации недочётов по ним, можно с уверенностью утверждать, что принципы корпоративного управления не соблюдаются, и, следовательно, законодательные требования или права защиты интересов инвесторов находятся под угрозой.

Рассматривая распределение прибыли и дивидендной политики, необходимо отметить, что по мнению экономистов Р.Брэйли и С. Майерса, оно входит в десятку нерешённых проблем теории финансов. По их мнению, основная проблема заключается в следующем: какую можно ожидать эффективность от изменений в дивидендной политике с учётом бюджетирования капитала компании, займов, новых выпуски акций, чтобы стало ясно, как дивидендная политика влияет на рыночную стоимость компании³⁸.

³⁸ Brealey–Meyers: Principles of Corporate Finance, Seventh Edition. The McGraw–Hill Companies, 2003, p. 433.

Как известно, предметом широких научных обсуждений послужила совместная статья М.Миллера и Ф.Модigliани, посвящённая вопросам дивидендной политики, в которой авторы показали, что в условиях совершенного рынка стоимость компании зависит от благосостояния её акционеров, а не от особенностей распределения прибыли. Другими словами, дивидендная политика не является фактором, влияющим на рыночную стоимость компании, из чего следует, что дивиденды должны рассчитываться (объявляться) по остаточному принципу, после финансирования приемлемых инвестиционных проектов. Этот подход известен как теория иррелевантности дивидендов (Dividend Irrelevance Theory)³⁹.

Прямыми оппонентами Ф.Модigliани и М.Миллера по данному вопросу выступили М.Гордон и Дж.Линтнер опубликовав работу “Теория предпочтительности дивидендов”. Следует также упомянуть исследование Р.Литценберга и К.Рамасвами “Теория асимметрии налогов”. Известны также теории дивидендной политики, такие как “Клиентуры”, “Сигнальная”, “Модель агентских взаимоотношений” и т.д.⁴⁰. В работах ряда исследователей можно встретить выводы, которые в основном обосновывают не реалистичность единой дивидендной политики на текущий период. То есть на разных этапах развития и становления компании, а также в разных ситуациях на рынке, деятельность компании бывает направлена либо на накопление, либо на рост дивидендных выплат акционерам, что значительно способствует повышению инвестиционной привлекательности и финансово-экономической деятельности компании, чем повышению роста её рыночной стоимости⁴¹.

Многие научно-аналитические источники отмечают неоспоримую непосредственную зависимость между чистой прибылью компании и дивидендами. Однако, недостаточно руководствоваться только понятием “чистая прибыль компании”. Например, чем больше объем займов, тем финансово более нестабильна компания и чем больше ставка налога на дивиденды превышает ставку налога на прибыль, тем меньше спрос на получение дивидендов. В случае погашения займов и

³⁹ M.H.Miller, F.Modigliani. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business, October 1961, p. 411-433.

⁴⁰ 1)Van Horne, James C. Fundamentals of financial management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz. - 13th ed., 2)Brealey, Richard A. Principles of corporate finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen.-10th ed.

⁴¹ Абалакина Т.В., Абалакин А.А. Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании./ Интернет-журнал «Науковедение» №5 2013.

обязательств в иностранной валюте, колебания обменного курса также могут иметь влияние. К тому же не стоит забывать о ежегодных амортизационных отчислениях, которые вычитываются из валового дохода, а также о реинвестировании части прибыли с целью развития бизнеса⁴².

Проведённый анализ показывает, что развивающиеся рынки, такие как рынки России и Польши, в отличие от таких развитых рынков как Германии и Франции, характеризуются менее стабильной выплатой дивидендов, то есть компании более склонны отменять выплаты дивидендов в неблагоприятных условиях, однако колебания в выплатах дивидендов не снивелированы с изменением чистой прибыли. Кроме того, в развитых рынках решение о выплате дивидендов более выражено зависит от их размеров (чем больше компания, тем больше в них плательщиков дивидендов). Отмеченные различия часто объясняются разным уровнем развития рынков, исторически сложившимися ситуативными традициями, а также разной структурой капитала и отраслевой принадлежностью.

В случае большей централизации собственности, дивидендная политика компании в основном работает на удовлетворение денежных потребностей крупных владельцев, вместо того, чтобы стремиться обеспечить положительную репутацию компании для привлечения инвесторов на рынке⁴³.

Рассматривая суть основных теоретических подходов к дивидендной политике отметим исследования авторов П.Н. Брюсова, Т.В. Филатова и Н.П. Ореховой, предлагающих новый подход к дивидендной политике компании. По их мнению, в основе любой современной дивидендной политики компании должна лежать реальная оценка стоимости её собственного капитала при соответствующем уровне заимствований и уровне налогообложения и сравнении её с рентабельностью планируемых инвестиций. Когда такая оценка получена, дивидендная политика компании может вырабатываться на реальной основе с учётом предпочтений акционеров и стратегии развития компании⁴⁴.

⁴² Федорова Е.А. Анализ факторов , влияющих на дивидендную политику в Российской Федерации./ Экономический анализ: Теория и практика, (395) – 2014.

⁴³ Межстрановой сравнительный анализ практики дивидендных выплат: российский и зарубежный опыт./Т.В. Теплова, А.А. Зальцман: Российский журнал менеджмента, Том 13, № 2, 2015.

⁴⁴ Какой должна быть современная дивидендная политика компании./ П.Н.Брусков, Т.В.Филатова, Н.П.Орехова. Журнал: Финансы: Теория и Практика, 2012.

В дополнение к перечисленным исследованиям необходимо особо отметить исследования Е.А.Федоровой и И.Я.Лукаевича, которые свидетельствуют о том, что дивидендная политика компаний имеет определённые особенности в развивающихся рынках, а их обуславливающие основные факторы отличаются друг от друга⁴⁵.

Таким образом, необходимо исходить из того, что с учётом политических, макро- и микроэкономических особенностей, а также разницы в законодательной базе каждая страна уникальна по-своему. Поэтому теории подходов к дивидендной политике, приемлемые для других стран, могут иметь определённую специфику применения для отечественных компаний.

С учётом наличия различных систем налогообложения, с помощью анализа условий налогообложения дохода, полученного от участия в капитале, в основном сложно чётко определить предпочтения инвесторов, а именно отдадут ли они приоритет продаже данного участия (акции, доли, паи) получению дивидендов.

Однако, в случае физических лиц можно предположить, что при налогообложении полученных дивидендов для некоторых инвесторов получение дивидендов не является предпочтительным, так как накопленная прибыль увеличивает чистые активы компании и, следовательно, рыночную стоимость участия в её капитале. Тем не менее, вышеотмеченная констатация была бы логична для «абсолютно» развитых рынков, так как неразвитость рынка корпоративных ценных бумаг, в условиях непропорциональной напряжённости или поляризация других сегментов финансового рынка, с учётом отраслевой принадлежности, принятой стратегической политики и уровня управления проявляются множество факторов риска, которые косвенно направляют инвесторов проголосовать по принятому общим собранием решению о распределении прибыли⁴⁶.

И фактически, в случае анализа значительных факторов, рассматриваемых в теории “Предпочтения выплаты дивидендов” и с целью доказательственного обоснования данной теории, абсолютные расчёты финансовых показателей компаний без учёта импульсов

⁴⁵ Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка./ Е.А. Федорова, И.Я Лукаевич, журнал: Финансы и кредит, 19 (595) – 2014.

⁴⁶ К.О. Мамиконян, Исследование некоторых особенностей распределения прибыли предприятия при проведении финансово-экономической экспертизы, «Криміналістика і судова експертиза: міжвідом. наук.-метод. зб., присвяч. 105-річчю заснування судової експертизи в Україні / Київський НДІ судових експертиз»; – Київ : Видавництво Ліра-К, 2019. – Вип. 64, ч. 1, с. 738-747.

финансового рынка, приписываемых этой компании, недостаточны для получения полной ситуационной картины.

Таким образом, подытоживая вышесказанное, подчеркнём что теории, которые в контексте анализа статистических данных полностью представляют предпочтительную политику выплаты дивидендов в той или иной стране (регионе), мягко говоря, при выборе преимущественной версии для конкретных компаний не могут быть достоверными. Следовательно, мы возвращаемся к идее, что дивидендная политика различных компаний имеет определённую специфику, а обуславливающие её основные факторы отличаются друг от друга. Как видим, в рассматриваемом контексте обязательным является для каждой компании принятие своей уникальной дивидендной политики, в которой должны учитываться сбалансированные интересы инвесторов и компании.

Вместо заключения: факторы препятствующие развитию предпринимательской деятельности

Оценивая эффективность проводимых экономических реформ, направленных на становление и развитие рыночных отношений, в первую очередь необходимо проанализировать как предпосылки, которые в настоящее время позволяют обеспечивать экономическое развитие и общественное благосостояние, так и предпосылки, которые еще не оказывают заметного влияния, однако являются основными компонентами поэтапного прогресса политики экономического развития страны на длительную перспективу.

Принято считать, что одним из наиболее эффективных рычагов развития предпринимательской деятельности является поддержка процессов “либерализации” последней. Иными словами, защита прав собственности, их передача, эффективная реализация данных прав, а также проблемы, связанные со становлением свободного и эффективного действующего рынка должны решаться быстро и объективно, что, естественно, во многом зависит от государственных мер поддержки бизнеса. С этой точки зрения должны быть расширены объёмы финансовых, правовых и технологических поддержек предприятий, а также перманентно должны обновляться предоставляемый инструментарий и официально установленный порядок действий.

Интерпретируя понятие “предпринимательство”, необходимо иметь в виду, что при субъективном трактовании данного понятия – это профессионализм установления бизнес отношений и получение в любой ситуации выгоды в результате предпринимательской деятельности.

Предпринимательская деятельность полностью должна базироваться на ценностях, регулируемых законодательством и деловыми традициями, которые принимаются международным сообществом, при этом государство, исходя исключительно из экономической безопасности, должно регулировать предпринимательскую деятельность. В этой связи важнейшими государственными рычагами являются формирование правового поля и уровня культуры бюрократизации. Однако, в случае, когда регулирование приводит к возникновению многих новых барьеров, то есть когда тяжесть наказания не эквивалентна применению подобного регулирования также может быть нерезультативным.

К числу факторов, препятствующих развитию предпринимательской деятельности главным образом можно отнести:

- подходы по применению механизмов налогового регулирования и неравноценных ставок налогообложения,
- показатель коррупции,
- нестабильность цен,
- дисбаланс монополии и свободной экономической деятельности,
- бюрократическое обслуживание государственной инфраструктуры,
- показатели доступности инвестиций или финансирования,
- недостатки инструментария валютного регулирования и надзора, а также многое другое.

Особенно, тяжелейшее бремя налогообложения является первичным условием, препятствующим улучшению инвестиционного климата.

Пакеты реформ, направленные на регулирование налоговой политики, которые предлагаются хозяйствующим субъектам, позволяют предположить, что в данном направлении имеет место ощутимый прогресс. Однако следует также заметить, что, при проведении реформ, принципы социально-экономической идеологии должны быть нарушены только в редких случаях. В связи с этим, официальные разъяснения и комментарии научного сообщества должны быть приемлемы только для определённых сегментов. В противном случае можно сделать вывод, что предлагаемые пакеты реформ имеют цель обеспечить реализацию механизмов фискальной политики в краткосрочной перспективе, хотя как известно, основной задачей налоговой политики является равное распределение налогового бремени с учётом важности обеспечения социальной справедливости. К тому же, налоговая политика должна стимулировать вовлечение в экономику инвестиционных ресурсов и их эффективное использование, предотвращать резкое повышение цен и углубление «расслоения» социального общества, обеспечивая адекватный инструментарий в качестве «локомотива» в стимулирующей налогово-бюджетной политике государства.

Наиболее эффективным средством предотвращения бедности является развитие в стране малого и среднего бизнеса. Известно, что развитию деловой среды препятствует ряд ограничений, которые обусловлены довольно высокой налоговой ставкой. С целью расшивки основных существующих социальных задач потребуется внедрение экономических рычагов государственного регулирования, в частности

целевого кредитования и новых технологий, а также всесторонняя поддержка маркетинговой деятельности. Значительная часть малого и среднего предпринимательства видит свою прибыльность при условии низких процентных ставок банковского кредитования. Это означает, что если экономическая стратегия государства рассматривает малый и средний бизнес, как движущую силу экономического прогресса страны и общественного благосостояния, государству следует разработать механизмы снижения процентной ставки банковских кредитов.

Тот факт, что проводимая государством политика по управлению государственным внутренним и внешним долгом обязывает посредством высокой процентной ставки государственных облигаций держать на 2-3 пункта ниже уровень прибыльности корпоративных облигаций и почти равный уровень процентных ставок по банковским депозитам, и как результат высокую процентную ставку кредитования экономики, получаем довольно-таки "непривлекательную картину", автором которой является механизм формирования и обслуживания внешнего долга государства.

Фактор стагнации экономики страны в следствии воздействия налогового бремени и роста теневой экономики бизнеса не может быть оправдан только недоработкой функционирования рычагов данных экономических механизмов, но необходимо учитывать, что он также зависит от высоких процентных ставок заёмных средств, то есть от высокой стоимости оборотного капитала. В данном случае продвижение банковского деятельности (обеспечение прибыльности) не означает, что при решении проблем и удовлетворения требований одного из ключевых секторов экономики, в следствии цепного взаимодействия могут быть решены проблемы других «менее важных» секторов.

Лучший выход для страны — это государственная политика правительства, направленная на расширение и развитие предприятий малого предпринимательства в нашей стране. Именно малые предприятия, особенно в случае удовлетворительной разработки новой государственной политики в области малого предпринимательства, могут стать основой рыночных структур во многих отраслях.

Предпринимательская деятельность должна быть стимулирована государством посредством экономических и законодательных механизмов.

Для эффективного решения внутренних проблем применяются различные механизмы и способы стимулирования предпринимательской деятельности. С целью создания благоприятных условий для

функционирования субъектов малого бизнеса должны сформироваться инфраструктуры поддержки малого предпринимательства, включающая в себя систему специализированных институтов, которые будут помогать реализовать комплексную государственную политику по поддержке бизнеса.

Анализируя мировой опыт государственной поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства в рыночной экономике можно выделить следующие модели:

- *Либеральная модель*, основывается на незначительном вмешательстве государства в предпринимательскую деятельность и имеет следующие характерные признаки: либерализм субъектов малого и среднего предпринимательства, сокращение числа государственных организаций, минимальное государственное участие в достижении задач социальной сферы. Монетарный характер носит регулирование, которое ограничивается макроэкономическими процессами. Данная модель характерна для США, Великобритании, Франции.

- *Социально-ориентированная модель*, отличается значительной степенью государственного регулирования экономики с высокой степенью регламентации рыночных «правил игры». Так же основные черты модели включают следующие факторы: макроэкономические процессы и отдельные сферы деятельности субъектов МСП регулируются государством; государственный патернализм способствует гарантиям определённого уровня в удовлетворении потребностей населения в жилье, образовании и культуре, в обеспечении занятости населения, в услугах здравоохранения⁴⁷.

Неэффективность государственного аппарата, высокие налоговые ставки и в частности - коррупция являются ключевыми проблемами для экономического развития. Все эти факторы способствуют неэффективному распределению ресурсов страны и препятствуют росту конкурентоспособности.

В настоящее время борьба с коррупцией стала глобальной проблемой: нет такой страны, которая в той или иной степени не сталкивалась бы с коррупцией. Даже те страны, в которых уровень коррупции минимален, подвергаются отрицательному влиянию коррупционных проявлений в других странах. В этой связи необходимо отметить важность криминологических исследований в борьбе с

⁴⁷ Романенко Е. В., Государственная поддержка предпринимательской деятельности: Учебное пособие. – Омск: Изд-во СибАДИ, 2007.– 92 с., с. 33

коррупцией, так как они позволяют выявлять причины и условия, способствующие коррупции.

Что касается проявления коррупции в Армении и вопросов, касающихся осуществляемой антикоррупционной борьбы в стране, то надо отметить, что со стороны Правительства Республики Армения (РА) ещё в начале прошлого десятилетия была разработана стратегия направленная на борьбу с коррупцией. Так, 6 ноября 2003г., постановлением N 1522-Н Правительства РА была утверждена антикоррупционная стратегия РА, а также программа действий по её реализации. Главной предпосылкой для полного осуществления антикоррупционной политики РА в первую очередь следует отметить развитие институциональной среды, позволяющей обеспечивать назначения добросовестных и ответственных официальных лиц в системе государственного управления. В данном контексте формирование правил игры будет способствовать снижению уровня и распространения коррупции, повышению общественного доверия по отношению к органам по борьбе с коррупцией, а также применению более продуктивных и эффективных средств для предотвращения коррупции.

За последние три года целевыми шагами по осуществлению антикоррупционной стратегии правительства РА являются: четкое выявление новых целевых сфер, внедрение показателей мониторинга и оценки, а также осуществление конкретных мероприятий, которые должны быть направлены на предотвращение коррупции и повышение продуктивности системы расследования коррупционных преступлений, с обязательным привлечением представителей гражданского общества, предпринимателей, ученых юристов и других заинтересованных лиц.

Отдавая себе отчёт в серьёзности ситуации, сложившейся с коррупцией, как глобальной проблемой Республики Армения, постановлением Правительства N 1141-Н от 25.09.2015г была утверждена “Антикоррупционная стратегия Республики Армения и программа ее реализации на 2015-2018гг.”. Данным постановлением были определены цели новой программы реализации антикоррупционной политики, ее основные направления, задачи, способы борьбы с коррупцией, а также приоритетные сферы по борьбе с коррупцией, в особенности, в области образования, здравоохранения, работы государственных органов, в первую очередь, государственных доходов и полиции. Была утверждена система мониторинга и оценки показателей программы мероприятий по реализации антикоррупционной

стратегии РА на 2015-2018гг. В этой связи, антикоррупционная стратегия РА направлена на обеспечение структурных и операционных реформ органов государственного управления, поскольку в плане предотвращения коррупции важно формирование корпуса законопослушных и добросовестных государственных служащих. С этой точки зрения, главными условиями формирования институциональной среды, обеспечивающей законное и добросовестное поведение государственных служащих и должностных лиц, являются обеспечение полного доступа к открытой информации, обеспечение формирования устойчивой связи, непрерывный диалог между гражданским обществом, органами власти и государственными учреждениями.

На сегодняшний день в Армении действует система по декларированию активов и интересов государственных служащих и должностных лиц. В рамках действующего законодательства РА функционирует система электронного декларирования имущества и доходов, что является требованием 14-ой статьи «Конвенции ООН против коррупции»⁴⁸. Несмотря на то, что она обеспечивает упрощение процесса декларирования, прозрачность и общественную доступность заявленных данных, тем не менее встроенная система является неполной и нуждается в улучшении.

В Армении существует децентрализованная система управления по борьбе с коррупцией: правоохранительные функции осуществляются следственными органами: Генеральной прокуратурой РА, Полицией при Правительстве РА и Службой Национальной безопасности РА. В рамках институциональной модели по предотвращению коррупции контроль также осуществляет созданный решением Правительства РА в 2015 г. Совет по борьбе с коррупцией, во главе с премьер-министром РА. Совет включает в себя Министра финансов РА, Министра юстиции РА, Генерального прокурора РА, Председателя комиссии по этике высокопоставленных лиц. В совет входят также по одному представителю из парламентских оппозиционных фракций, Председатель общественного совета и т.д. В дополнение к вышеперечисленным структурам к борьбе с коррупцией подключены также Комиссия по этике высокопоставленных лиц, созданная на основе принятого в 2012г. закона РА об «Общественной службе», Комиссия по этике Национального Собрания РА, Комиссия по этике Совета

⁴⁸ Резолюция 58/4 Генеральной Ассамблеи от 31 октября 2003 года «Конвенция Организации Объединённых Наций против коррупции».

председателей судов, Контрольная Палата РА, Комиссия по защите экономической конкуренции РА, Совет гражданской службы, Центральная избирательная комиссия РА и т.д..

Необходимо отметить, что отталкиваясь от исследований международного опыта и специфики антикоррупционных проявлений в Республике Армения, Национальное Собрание РА в июне 2017г. приняло закон «О системе осведомления» (от 28 июня 2017 года №ЗР-97), который вступил в силу с 1-ого января 2018г. Принятый закон позволяет наладить правовые отношения, связанные с осведомлением и гарантирует продуктивное применение права осведомления в борьбе с коррупцией. В частности, настоящий закон регулирует отношения, связанные с осведомлением, порядком осведомления, правами осведомляющего лица, связанные с осведомлением обязанности государственных органов и органов местного самоуправления, государственных учреждений и организаций, а также организаций общественного назначения, с защитой осведомляющего лица и аффилированных с ними лиц.

И в заключении необходимо отметить следующее: на текущем этапе в развитии экономики, касательно процесса становления цивилизованных условий и среды предпринимательства, огромное значение имеет усиление регулирующей роли государства.

Важно подчеркнуть, что одновременно с тем, что государство должно обеспечивать защиту экономической и политической свободы, предпринимательская деятельность должна оставаться неприкосновенной, поскольку это свободная деятельность граждан.

Список использованных источников

1. Налоговый кодекс Республики Армения.
2. Закон Республики Армения «Об акционерных обществах».
3. Закон Республики Армения «Об обществах с ограниченной ответственностью».
4. Федеральный закон «Об акционерных обществах» Российской Федерации.
5. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» Российской Федерации.
6. Международные стандарты финансовой отчётности.
7. Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 11 июня 2012 г. N 35.
8. Постановление Министерства Экономики Республики Беларусь от 04 декабря 2012 г. за № 107.
9. Приказ Министерства экономики Украины от 19 января 2006 г. N 14.
10. Приказ Минфина Российской Федерации "Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов" от 28.08.2014г. №84н.
11. Абалакина Т.В., Абалакин А.А. Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании./ Интернет-журнал «Науковедение» №5 2013.
12. Брусов П.Н., Современные корпоративные финансы и инвестиции : монография /П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова. –М.: КНОРУС, 2015.—518с.
13. Винслав Ю.Б., О принципах корпоративного управления, «Бизнес, менеджмент и право»; онлайн доступ: http://bmpravo.ru/show_stat.php?stat=210
14. Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Медведев В.М., Фадеев А.С., Шестов А.В., Дадугин М.В., Методология оценки нематериальных активов // Интернет-журнал «Науковедение». 2015. Том 7. № 1. онлайн доступ: <http://dx.doi.org/10.15862/95EVN115>.
15. Какой должна быть современная дивидендная политика компании./ П.Н.Брусов, Т.В.Филатова, Н.П.Орехова. Журнал: Финансы: Теория и Практика, 2012.
16. Корпоративные финансы: //Под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. — СПб.: Питер, 2011. —592 с., ст. 447.

17. Леонтьев Б.Б., Мамаджанов Х.А. Принципы и подходы к оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Учеб. пособие. М.: Ринфо, 2003. 270 с.
18. М. Ковалев, С. Снопкова //Первичное публичное размещение акции (IPO): тенденции и перспективы// Сборник научно-практических статей N 12 (787) 30.06.2016г., Вестник ассоциаций белорусских банков
19. К.О. Мамиконян, Особенности оценки рыночной стоимости объектов интеллектуальной собственности при проведении судебных экспертиз, «Теория и практика судебной экспертизы, Том 14, № 2 (2019)», научно-практический журнал.
20. К.О. Мамиконян, Исследование некоторых особенностей распределения прибыли предприятия при проведении финансово-экономической экспертизы, «Криміналістика і судова експертиза: міжвідом. наук.-метод. зб., присвяч. 105-річчю заснування судової експертизи в Україні / Київський НДІ судових експертиз»; – Київ : Видавництво Ліра-К, 2019. – Вип. 64, ч. 1.
21. Мамиконян К.О. Подходы оценки рыночной стоимости компании методом дисконтирования будущих денежных потоков при проведении финансово-экономических экспертиз // Проблемы и вопросы современной науки. Тенденции развития науки и образования. Декабрь 2018 г. № 1 (1). Ч. 4. Самара: НИЦ МОАН.
22. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. //Финансовая инженерия// Уч. М. Инфра-М 1998г., 784 ст. (впервые сформулированном И. Фишером в 1896 году).
23. Межстрановой сравнительный анализ практики дивидендных выплат: российский и зарубежный опыт./Т.В. Теплова, А.А. Зальцман: Российский журнал менеджмента, Том 13, № 2, 2015.
24. Оценка бизнеса./ Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп.. М. Финансы и статистика, 2009.. 736 с..
25. П.Н. Брусов, Т.В. Филатова., и др. Роль оценки финансовых показателей деятельности компании в снижении вероятности финансового кризиса. /Финансовый менеджмент.– 2012. – N 1 (481).
26. Процедура банкротства в России: актуальные институты для Казахстана. Онлайн доступ: http://tleulin.kz/ru/news/680-procedura_bankrotstva_v_rossii_aktualnyje_instituty_dla_kazahstana/1/
27. Развитие теории и практики бухгалтерской экспертизы (монография). Т.В. Пащенко, Т.Г. Шешукова; Перм. гос. ун-т., 2010. – 170 с, с. 87.

28. Россинская Е. Р. Теория судебной экспертизы (судебная экспертология). с. 98.
29. Россинская Е.Р., Судебная экспертиза в гражданском, арбитражном, административном и уголовном процессе, Норма, 2006.
30. Рыбкина М.В. О защите интеллектуальных прав в Российской Федерации // Мир экономики и права. 2015. № 4. С. 52–58.
31. Романенко Е. В., Государственная поддержка предпринимательской деятельности: Учебное пособие.– Омск: Изд-во СибАДИ, 2007.–92с.
32. Сорокотягин, И. Н. //Судебная бухгалтерия//: 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2015. — 284 с., ст. 22.
33. Тенденции развития судебно-бухгалтерской экспертизы, Мартик Ю. Гаспарян.
34. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка./ Е.А. Федорова, И.Я Лукасевич, журнал: Финансы и кредит, 19 (595) – 2014.
35. Федорова Е.А. Анализ факторов , влияющих на дивидендную политику в Российской Федерации./ Экономический анализ: Теория и практика, (395) – 2014.
36. Филатова Т.В., Орехова Н.П., Брусова А.П./ Средневзвешенная стоимость капитала в теории Модильяни-Миллера, модифицированной для конечного времени жизни компании / Вестник Финансовой академии.–2008–N4.
37. Финансовый капитал //Рудольф Гильфердинг, пер. с немецкого И. Степанова, Гос. Изд., М.-1924г.,
38. Финансовый менеджмент/ И.Я Лукасевич.-2-е изд., переб. И доп.-М.: Эксмо, 2010.-768с.- (Новое экономическое образование).
39. Энциклопедия судебной экспертизы. М., 1999. С. 224.
40. Brealey, Richard A. Principles of corporate finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen.-10th ed.
41. Brealey–Myers: Principles of Corporate Finance, Seventh Edition. The McGraw–Hill Companies, 2003.
42. Bulgarelli F. Methods of Brand Valuation: A case study on Alibaba.com. 2015.
http://www.vernimmen.com/ftp/Francesca_Bulgarelli_Master_Thesis.pdf
43. М.Н.Миллер, F.Модigliani. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business, October 1961.
44. Modigliani F., Miller M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / American Economic Review. 1963. Vol. 53. № 3.

45. Nielsen J.M. Guidance for Applying the Relief from Royalty Method to Value Trademarks and Trade Names // Insights. 2018. P. 52–58.
http://www.willamette.com/insights_journal/18/summer_2018_5.pdf
46. Reilly R.F., Schweihs R.P. Guide to Intangible Asset Valuation. 2nd Revised Edition. New York: Wiley, 2016. 784 p.
47. Ross et al., Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, Alternate Edition, The McGraw–Hill Companies, 2002, - (M. Gordon, The Investment, Financing and Valuation of the Corporation (Burr Ridge, Ill.: Richard D. Irwin, 1961)).
48. The economic expertise best practice guide for investigation of the crimes related to bankruptcy and for completion of the experimental insolvency research in the Baltic countries: Audrona Spiecidte, Marius Barkauskas, Malgozata Kuncevic, Anita Jansone, Anita Zeltite, Julija Liodorova, Ivar Kangro, Ilme Liivamae: EKSPERTINIO TYRIMO METODAI: With the financial support of the Prevention of and Fight against Crime Programme.
49. Van Horne, James C. Fundamentals of financial management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz. - 13th ed.,
50. Z-SCORE and P-SCORE for bankruptcy fraud detection: A case of the construction sector in Latvia: Julija Liodorova, Irina Voronova: /International Scientific Conference 9–10 May 2019, Vilnius, Lithuania - Contemporary issues in business, management and economics engineering' 2019/. Онлайн доступ:
<http://cibmee.vgtu.lt/index.php/verslas/2019/paper/viewFile/445/152/>
51. UK Corporate Governance Code 2018.

**More
Books!** 



yes
I want morebooks!

Buy your books fast and straightforward online - at one of world's fastest growing online book stores! Environmentally sound due to Print-on-Demand technologies.

Buy your books online at
www.morebooks.shop

Покупайте Ваши книги быстро и без посредников он-лайн – в одном из самых быстрорастущих книжных он-лайн магазинов! окружающей среде благодаря технологии Печати-на-Заказ.

Покупайте Ваши книги на
www.morebooks.shop

KS OmniScriptum Publishing
Brivibas gatve 197
LV-1039 Riga, Latvia
Telefax: +371 686 20455

info@omniscryptum.com
www.omniscryptum.com

OMNIScriptum



