**8. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ**

Сущность, порядок расчета и особенности применения в оценочной прак­тике показателей экономической эффективности инвестиционных проектов необходимо постоянно изучать. Это обусловлено, с одной стороны, тем, что инвестиционный проект выступает либо как самостоятельный объект оцен­ки, либо как один из элементов собственности, выделяемых в затратном подходе наряду с машинами и оборудованием, интеллектуальной собствен­ностью и т. д.

С другой стороны, если целью оценки является купля-продажа собствен­ности, то потенциальный собственник предполагает инвестировать сред­ства, совпадающие с итоговой величиной стоимости, определенной по со­вокупности трех подходов: доходного, затратного и сравнительного. Следо­вательно, процесс дисконтирования, осуществленный в доходном подходе, нуждается в корректировке.

Инвестиционный проект может быть оценен по большому числу факто­ров: ситуации на рынке инвестиций, состоянию финансового рынка, про­фессиональным интересам и навыкам инвестора, финансовой состоятель­ности проекта, геополитическому фактору и т.д. Однако на практике существуют универсальные методы определения инвестиционной привлекательности проектов, которые дают формальный ответ: выгодно или невыгодно вкладывать деньги в данный проект; какой проект предпочесть при выборе из нескольких вариантов.

Инвестирование с позиции владельца капитала означает отказ от сию­минутных выгод ради получения дохода в будущем. Проблема оценки инве­стиционной привлекательности состоит в анализе предполагаемых вложе­ний в проект и потока доходов от его использования. Аналитик должен оценить: насколько предполагаемые результаты отвечают требованиям инвес­тора по уровню доходности и сроку окупаемости.

Для принятия решения по инвестиционному проекту необходимо рас­полагать информацией о характере полного возмещения затрат, а также о соответствии уровня дополнительно получаемого дохода степени риска, неопределенности достижения конечного результата.

Различают простые (статические) и усложненные методы оценки, осно­ванные на теории изменения стоимости денег во времени.

Простые методы традиционно использовались в отечественной прак­тике. В методических рекомендациях по расчету экономической эффектив­ности капитальных вложений предусматривалась система показателей, от­вечающая действующим в то время условиям хозяйствования. К важней­шим показателям относились:

1. Коэффициент общей экономической эффективности капитальных вло­жений:

Э=П/К,

где П – годовая прибыль;

К – капитальные вложения.

2. Срок окупаемости:

Т=К/П.

3. Показатель сравнительной экономической эффективности капиталь­ных вложений, основанный на минимизации приведенных затрат,

П=Сi+Ен×Кi

где, Сi – текущие затраты (себестоимость) по тому же варианту;

Ен – нормативный коэффициент эффективности капитальных вложений;

Кi – капитальные вложения по каждому варианту.

Отличительной чертой инвестиционного процесса является разрыв во времени, как правило, более одного года, между вложением денег, имуще­ства (имущественных прав) и получением дохода. Следовательно, основ­ным недостатком ранее действовавших отечественных методик было игно­рирование временной оценки затрат и доходов.

Переход к рыночным отношениям, принятие законодательных актов, касающихся инвестиционной деятельности, предоставили инвесторам сво­боду выбора:

* объектов инвестирования;
* критериев оценки экономической эффективности;
* источников финансирования;
* способов использования конечных результатов.

Оценка инвестиционной привлекательности проектов должна учитывать инфляционные процессы, возможность альтернативного инвестирования, не­обходимость обслуживания капитала, привлекаемого для финансирования.

Оценка проектов усложненными методами базируется на том, что по­токи доходов и расходов по проекту, представленные в бизнес-плане, несо­поставимы. Для объективной оценки надо сравнивать затраты по проекту с доходами, приведенными к их текущей стоимости на момент осуществле­ния затрат, исходя из уровня риска по оцениваемому проекту, т.е. доходы должны быть продисконтированы.

Экономическая оценка проекта характеризует его привлекательность по сравнению с другими альтернативными инвестициями. При оценке инвес­тиционных проектов с учетом временного фактора используется следую­щая система показателей:

1. Срок (период) окупаемости.
2. Чистая текущая стоимость доходов.
3. Ставка доходности проекта.
4. Внутренняя ставка доходности проекта.
5. Модифицированная ставка доходности.
6. Ставка доходности финансового менеджмента.

Оценка инвестиционной привлекательности проекта предполагает ис­пользование, как правило, всех показателей. Это связано с тем, что каждо­му методу присущи некоторые недостатки, устраняемые в процессе расчета другого показателя. Экономическое содержание каждого показателя неоди­наково. Аналитик получает информацию о различных сторонах инвестици­онного проекта, поэтому только совокупность расчетов позволит принять правильное инвестиционное решение.

**Основные принципы оценки инвестиционных проектов**

Оценка инвестиционной привлекательности проектов предполагает  
сравнение расходов и доходов по проекту с учетом фактора времени.

Ставка дисконтирования, применяемая для расчета стоимости дохо­дов, зависит от степени риска оцениваемого проекта.

Оценщик может использовать систему показателей, отражающих раз­личные стороны экономической эффективности проекта. Окончательное решение об инвестиционной привлекательности может быть принято только на основе интегральной информации, получаемой при использовании всей системы показателей.

Период (срок) окупаемости проекта информирует о временном пери­оде, необходимом для возврата вложенных средств, однако не учитывает динамику доходов в последующий период.

Чистая текущая стоимость доходов отражает реальный прирост акти­вов от реализации оцениваемого проекта. Однако показатель существенно зависит от применяемой ставки дисконтирования и не учитывает величины затрат по проекту.

Ставка доходности (коэффициент рентабельности) проекта отражает  
величину чистого приведенного дохода, получаемую на единицу затрат по  
проекту. Показатель зависит от применяемой ставки дисконтирования, т.е.  
испытывает субъективное влияние.

Внутренняя ставка доходности проекта отражает "запас прочности" проекта, так как по экономическому содержанию это ставка дисконтирова­ния, уравнивающая приведенные доходы с расходами по проекту. Недостатком метода является гипотетическое предположение о реинвестировании по внутренней ставке доходности, что на практике невозможно. Кроме того, если в течение анализируемого периода достаточно крупные затраты воз­никают несколько раз, показатель имеет множественное решение.

Модифицированная ставка доходности рассчитывается по проектам,  
предполагающим распределение затрат по годам. Поэтому свободные средства, предназначенные для вложения в основной проект в последующие  
периоды, можно временно инвестировать в другие проекты, отвечающие  
условиям безопасности и ликвидности. Поскольку второстепенные проек­ты обеспечивают некоторый доход, потребность в инвестициях в началь­ный период будет уменьшена, исходя из уровня безопасной ликвидной став­ки дисконтирования.

Ставка доходности финансового менеджмента предполагает, что до­ходы, получаемые от проекта, могут быть инвестированы в несколько проектов, имеющих разный уровень доходности. Аналитик определяет среднюю, или "круговую", ставку доходности и на ее основе рассчитывает вели­чину накоплений к моменту возникновения последней суммы доходов. Для корректировки потока затрат и потока доходов используются различные став­ки, максимально приближенные к действительности.

**Контрольные вопросы**

1. Как определяется инвестиционный проект? Каковы его признаки?
2. Каковы основные различия простых и усложненных методов оценки инвестиционных проектов?
3. Почему для оценки инвестиционного проекта необходимо использовать несколько показателей эффективности?
4. В каких случаях ставка доходности проекта является обязательной для оценки?
5. Какие показатели эффективности инвестиционного проекта зави­сят от применяемой аналитиком ставки дисконта?
6. Какой показатель можно суммировать по всем проектам, входящим в инвестиционный портфель, для оценки его эффективности?
7. Чем отличается ставка дисконтирования, применяемая к конкретному инвестиционному проекту, от его внутренней ставки доходности?
8. Какова сравнительная характеристика внутренней ставки доходно­сти, модифицированной ставки доходности и ставки доходности финан­сового менеджмента?

**9. ОЦЕНКА КАПИТАЛА ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫХ ГРУПП (ФПГ)**

Современная российская экономика характеризуется ускоренными про­цессами концентрации и интеграции капиталов различных сфер хозяйствен­ной деятельности, проявившихся на практике при возникновении новых орга­низационно-хозяйственных структур – финансово-промышленных групп. Последним присущи наличие крупного промышленного капитала и возмож­ности аккумуляции и мобилизации огромных финансовых ресурсов. Именно крупный капитал формирует спрос и предложение на рынке, определяет ус­ловия ценообразования, реализует глобальные инвестиционные программы.

Перемены в рыночной среде вызывают к жизни не только новые орга­низационно-хозяйственные структуры интегрированного капитала, но и в корне меняют формы их взаимоотношений на рынке и требования к страте­гии их развития. Отсюда нужно знать как можно больше о возникающих объединениях (место их нахождения, эффективность функционирования, направления развития и т.п.).

Особую актуальность приобретает оценка капитала финансово-промыш­ленных групп. Это не дань моде, а необходимость, обусловленная развити­ем и углублением рыночных отношений, формированием нормально функ­ционирующего рыночного механизма. Поэтому большое значение имеет решение таких задач, как:

- раскрытие экономической сущности происходящих в российской эконо­мике интеграционных процессов, вызвавших формирование и развитие ФПГ;

- оценка капитала ФПГ, рассмотрение особенностей данного объекта оценки;

- выявление основных целей проведения оценки капитала ФПГ, опре­деление факторов, влияющих на величину стоимости капитала ФПГ;

- выбор методов оценки капитала ФПГ.

**9.1. ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫЕ ГРУППЫ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ И НЕОБХОДИМОСТЬ ОЦЕНКИ ИХ КАПИТАЛА**

Накопленный мировой хозяй­ственный опыт показывает, что вывести национальную экономику из деп­рессивного состояния, осуществить финансирование инвестиционных про­цессов и распространение новых технологий можно только с помощью вы­сококонцентрированного капитала. Объединение капиталов позволяет увеличить объем инвестиций в производственные проекты за счет собствен­ных и заемных средств.

Каким образом это достигается?

Во-первых, крупномасштабный процесс концентрации и интеграции капитала позволяет нарастить массу используемых финансовых ресурсов.

Во-вторых, объединение различных функциональных форм капитала, представленных разнообразными институтами, дает многократный эффект использования денежных средств.

В-третьих, когда идет совместное использование индивидуальных капита­лов с различными кругооборотами и циклической оборачиваемостью, капита­лы взаимно дополняют друг друга, облегчают переориентацию ресурсов с це­лью повышения доходности и восстановления нарушенного равновесия.

Преимущества крупного производства предопределили бурное развитие корпораций. За рубежом крупнейшие компании производят основную часть ВВП. Так, только в США на долю 100 крупнейших корпораций приходится 60% ВВП, 45% занятых, свыше 90% НИР и НИОКР.

Масштабность производства, вызванная к жизни НТРи глобальными мировыми хозяйственными процессами, привела к поиску новых источни­ков накопления капитала, что вылилось как в слияние самих промышлен­ных компаний, так и в объединение капиталов различных сфер хозяйствен­ной деятельности: производственной, торгово-посреднической, финансовой, научно-исследовательской и др.

В современных условиях увеличение объема продаж крупных организа­ционно-хозяйственных структур на 1/3 обеспечивается подобным слияни­ем. Российскую экономику данный процесс не миновал, хотя и определяет­ся спецификой национального производства, историческими и геополити­ческими особенностями развития. Объединение капиталов и образование на этой основе крупных организационно-хозяйственных структур корпора­тивного типа находятся под влиянием узкой специализации предприятий, ориентации отраслей на локальные и региональные рынки, неразвитости рыночных институтов информационного, правового и финансового обеспе­чения воспроизводственных процессов.

Возникающие корпоративные новообразования представляют собой не разнородную сумму капиталов, а целостную экономическую систему, наде­ленную новыми свойствами: определенными характером движения и фор­мой бытия. Совместное использование капиталов с различными кругообо­ротами и циклической оборачиваемостью позволяет обеспечить оператив­ную переориентацию ресурсов с целью восстановления нарушенного равновесия и стабилизации роста доходности. Возникающая на основе вза­имопроникновения и переплетения финансового и промышленного капита­лов новая организационная форма – финансово-промышленный капитал – отражает сложную эволюцию крупного капитала.

Целью образующейся системы являются координация и ускорение дви­жения всех ее элементов, обеспечение устойчивым денежным потоком всех фаз воспроизводства, осуществление инвестиционных проектов по созда­нию конкурентоспособной продукции и расширению рынка сбыта.

Финансово-промышленный капитал оформляется в саморегулируемую организационную структуру – финансово-промышленную группу. Высту­пая как результат функционирования системы интегрированного капитала, ФПГ отражает процесс слияния предприятий и учреждений различных сфер хозяйственной деятельности: производственной, торгово-посреднической, финансово-кредитной, научно-исследовательской и т.д.

Констатируя процессы слияния хозяйствующих субъектов различных форм капитала, Закон Российской Федерации от 27 октября 1995 г. "О фи­нансово-промышленных группах" дает следующее определение: "Финансо­во-промышленная группа – совокупность юридических лиц, действующих как основное и дочерние общества, либо полностью или частично объеди­нивших свои материальные и нематериальные активы (система участия) на основе договора о создании финансово-промышленной группы в целях технологической или экономической интеграции для реализации инвестици­онных и иных проектов и программ, направленных на повышение конкурен­тоспособности и расширение рынков сбыта товаров и услуг, повышение эф­фективности производства, создание новых рабочих мест".

ФПГ должны отличаться устойчивыми связями между ее участниками, регулярным обменом деятельности. Осуществление совместной деятельно­сти, создание в процессе взаимодействия различных форм капитала особой внутренней среды позволяют рассматривать ФПГ как систему финансово-промышленного капитала, оценивать интеграционный процесс с позиций ее внутренней целостности.

Значительная концентрация ресурсов в рамках ФПГ позволяет создать систему капитала с сильным производственным началом, а также аккуму­лировать и мобилизовать денежные ресурсы на решение проблем крупно­масштабного серийного производства, укрепления кооперативных связей, выхода за рамки технологической цепочки, широкой диверсификации.

В соответствии с изложенным организационный состав финансово-про­мышленной группы представлен на рис. 9.1.

Центральная компания ФПГ

Индустриальное (промышленное) ядро

Финансовое ядро

Производственные звенья

Торгово-посреднические звенья

Научно-исследовательские ин-ституты

Банки

Пенсионные фонды

Инвестиционные фонды

Страховые компании

Рис. 9.1.Состав финансово-промышленной группы

В состав ФПГ входят разнообразные предприятия и учреждения, разли­чающиеся и по форме, и по характеру оборота капитала, и по специфике организации хозяйственной деятельности. Это предопределяет различный подход к анализу и оценке звеньев ФПГ.

В российской экономике, по официальным данным, зарегистрировано 75 ФПГ. Эксперты считают, что в будущем следует ожидать появления 150- 200 ФПГ. Возникающие финансово-промышленные группы стремятся за­регистрироваться с целью получения определенных льгот – налоговых, кре­дитных, возможности осуществления ускоренной амортизации. Однако по­явились корпоративные структуры, не приобретающие официального стату­са и тем не менее успешно функционирующие. Возникает потребность определить место интегрированного образования на рынке, спрогнозировать направления его развития. Все это подводит к необходимости оценки капи­тала возникающих финансово-промышленных групп.

**Необходимость оценки капитала ФПГ.** Формирование нормально функционирующего рыночного механизма в российской экономике требует оценки всех реализуемых объектов. Это касается и такого сложного обра­зования, как ФПГ, в том числе ее капитала.

В процессе образования ФПГрешается много вопросов, каждый из ко­торых требует осмысления и аргументированного обоснования: насколько предприятия (учреждения) вписываются в систему капитала группы – как звено производственно-технологической цепочки; как звено, удовлетворя­ющее потребности в финансовом обслуживании группы; как информаци­онное звено; как звено диверсифицированного образования, позволяющего "играть" на разнице в оборачиваемости капитала. Решаются также вопросы соответствия присоединяемых предприятий внутренней организации ФПГ; достижения синергетического эффекта; ожидания отдачи капитала в буду­щем.

Таким образом, появляются проблемы оценки капитала при создании финансово-промышленной группы, когда происходит объединение капита­ла различных сфер хозяйственной деятельности. Оценка экономической системы финансово-промышленного капитала требует особого подхода и различных вариантов с учетом специфики каждого элемента системы.

Чаще речь идет не о продаже, следовательно, не об оценке всей системы капитала, а о продаже или присоединении отдельных звеньев ФПГ, кото­рые, являясь элементом системы, могут экономически разделяться, не транс­формируя старую, но качественно дополняя новую. Возможно слияние са­мих крупных образований. Здесь первые шаги уже делаются. Отрабатыва­ется вариант стратегического альянса на базе соглашений о сотрудничестве (договоров о совместной деятельности) между ОАО "ЛУКойл" и АО "ЗИЛ" по разработке горюче-смазочных материалов для использования в произ­водстве и эксплуатации автомобиля ЗИЛ, а также специальных автомоби­лей для нефтяной и нефтеперерабатывающей промышленности. В российс­кой экономике создание стратегического альянса находится в зачаточном состоянии, тем не менее, и здесь актуален вопрос оценки капитала.

Определение положения ФПГв отрасли, на внутреннем и внешнем рын­ках также требует предварительных оценочных работ. Некоторые случаи оценки капитала представлены на рис. 9.2.

Точная оценка капитала – необходимость, обусловленная действием рыночного механизма. Она влияет на общую стратегию хозяйственной де­ятельности ФПГ, в состоянии изменить иждивенческое поведение ФПГ, боль­шинство которых участвует не столько в эффективно налаживаемой работе реального сектора, сколько в дележе собственности и финансово-спекуля­тивных операциях. Недооценка собственности позволяет скупать за бесценок крупные пакеты акций с целью дальнейшей перепродажи. Капитал, оце­ненный по рыночным условиям и приобретаемый не путем махинаций, мо­жет стать условием эффективного производительного использования, по­зволит создать систему капитала с сильным производственным началом.

Случаи оценки

капитала ФПГ

Объединение капиталов при формировании группы

Присоединение (отделение) различных подразделений ФПГ

Слияние ФПГ

Определение положения ФПГ в отрасли, на рынке

Рис. 9.2.Возможные случаи оценки капитала ФПГ

**Капитал ФПГ как объект оценки.** В условиях рыночной экономики необходимо оценивать любой товар, предназначенный или потенциально готовый к продаже. Финансово-промышленный капитал не является исклю­чением.

Приступая к оценке капитала финансово-промышленных групп, надо, прежде всего, разобраться, что следует под ней понимать. По-видимому, в наибольшей степени оценке капитала ФПГ будет соответствовать определение денежной стоимости капитала с учетом доходов, которые должна при­носить совокупность капиталов различных функциональных форм. Как от­мечалось ранее, капитал финансово-промышленной группы – объединен­ный капитал, отражающий статутное слияние предприятий и учреждений разнородных сфер хозяйственной деятельности. Как товар, он обладает по­лезностью и может являться объектом купли-продажи. Полезность такого специфического товара, как капитал, в том числе финансово-промышлен­ного капитала, определяется его свойством приносить доход. В этом его ценность, характеризуемая полезными качествами.

Финансово-промышленный капитал должен оцениваться исходя из конк­ретной формы его существования, с учетом его состава, значения индуст­риального и финансового ядра, роли интеллектуального капитала, объема информационного поля. В процессе производства товаров и услуг, создания условий их расширенного воспроизводства следует учитывать не только ценность самого объекта и его элементов, но и экономические отношения, реализующие права собственности на него, конкретную деятельность в рам­ках финансово-промышленной группы.

**9.2. ОСОБЕННОСТИ И ОПРЕДЕЛЕНИЕ ЦЕЛЕЙ ОЦЕНКИ**

**ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННОГО КАПИТАЛА**

**Специфика оценки капитала.** При оценке капитала ФПГ следует исхо­дить из того, что финансово-промышленная группа, организуясь как совокуп­ность хозяйствующих субъектов с целью увеличения доходов, стремится за­нять определенное место на внутреннем и внешнем рынках. На это направлена деятельность ее центральной компании, вырабатывающей общую стратегию развития группы, на это ориентируются все звенья ФПГ. Специфику оценки финансово-промышленного капитала предопределяет ряд обстоятельств:

* финансово-промышленный капитал – единая и целостная экономичес­кая система;
* реализации может подлежать не только система капитала ФПГ в целом, но и отдельные подсистемы (промышленная, финансовая) и отдельные элементы;
* элементы финансово-промышленного капитала, выведенные из его системы, не должны трансформировать ФПГ как организационно-хозяй­ственную структуру, хотя и могут стать основой формирования качественно иной системы капитала;
* капитал ФПГ – это инвестиционный товар, т.е. товар, вложение в который осуществляется с целью отдачи в будущем;
* инвестиционная привлекательность финансово-промышленного капи­тала определяется как затратами по формированию системы, так и сопут­ствующими рыночными факторами;
* потребность в капитале ФПГ зависит как от внутренней организации, структуры группы, так и от внешней среды. Из этого вытекает необходимость участия в регулировании условий реализации крупного капитала, в его оценке государственными органами власти.

Можно выделить юридических и физических лиц, которые могут быть заинтересованы в проведении оценочных работ капитала той или иной фи­нансово-промышленной группы (рис. 9.3).

Особенности оценки капитала финансово-промышленных групп опре­деляются и тем фактором, что она имеет сильное субъективное начало, так как совершается людьми, как со стороны покупателя (пользователя), так и со стороны продавца, имеющими разные экономические интересы и пре­следующими противоположные цели. Здесь невозможно избежать ориента­ции на объективную хозяйственную реальность: положение в стране, отрас­ли, ситуацию на рынке ценных бумаг и т.д.

Специфика оценки финансово-промышленного капитала заключается в том, что контроль над объединением хозяйствующих субъектов и выгоды от него должны "выиграть все". Нужно обеспечить максимум успеха от объединения усилий представителей всех интегрированных форм капитала. Это предопределяет необходимость оценки рискованности вложений капи­тала в общее дело – образование группы хозяйствующих субъектов, под­счет максимальных выгод и возможных потерь в результате совместной деятельности. Инвестиционная привлекательность будет потеряна, если зат­раты по формированию системы финансово-промышленного капитала ока­жутся меньше будущих доходов. Хотя оценка капитала финансово-промыш­ленных групп не должна ограничиваться учетом только затрат по формиро­ванию системы капитала в целом или на приобретение того или иного предприятия как элемента этой системы, в ее процессе надо учитывать все сопутствующие рыночные факторы; оценка финансово-промышленного капи­тала не является исключением.

Оценка финансово-промышленного капитала

Министерства, правительство, региональные органы власти

Акционеры

Центральная компания ФПГ

Управленческий персонал подразделений ФПГ

Налоговые службы

Кредиторы

Инвесторы

Страховщики

Рис. 9.3. Юридические и физические лица, заинтересованные в оценке капитала ФПГ

Оценка, несмотря на статичность определения – проведения на опреде­ленную дату, должна обосновать ценность объекта не только в настоящем времени, но и в будущем. Это предопределяет динамичность оценки финан­сово-промышленного капитала, составления своего рода прогноза во вре­мени и пространстве: будет ли данная система капитала приносить доход в долгосрочном периоде, а может, выгоднее не объединяться? Возможны ли трансформации группы с целью обеспечения стабильного дохода?

Капитал – самовозрастающая стоимость, т.е. он должен приносить до­ход и как можно быстрее. Поэтому в процессе оценки очень важен времен­ной фактор, определяемый отрезком времени, в течение которого будет получен доход. Временные интервалы могут быть различные: дни, недели, ме­сяцы, кварталы, полугодия, год и т.п. В процессе оценки капитала ФПГ вре­мя, в течение которого должны быть получены доходы, имеет определяю­щее значение. В современной российской экономике первостепенное значе­ние приобрели краткосрочные интервалы, а долгосрочные перспективы отступили на задний план. В чем причина? Нестабильность экономической, политической, социальной ситуации не стимулирует длительных ожиданий потребителей (получателей), в данном случае пользователей капитала. Сле­довательно, необходимо учитывать фактор неопределенности, непостоян­ства – риск, так как изменение конъюнктуры рынка может привести к рез­кому падению доходов.

Риски делятся на систематические, зависящие от общего макроэконо­мического состояния и неустранимые для финансово-промышленных групп, и несистематические, зависящие от ситуации в ФПГ и с успехом преодоле­ваемые через диверсификацию, распределение капитала в разных направ­лениях в рамках одной группы. Конечно, и это качество финансово-про­мышленного капитала, выражающееся в возможности перераспределения и снижении рисков в системе, определяет во многом оценку капитала. Что касается систематического риска, то влияние данного фактора проявляется достаточно сложно. Для ФПГ необходимо значительное накопление нега­тивных факторов, однако для них последствия таких изменений более раз­рушительны, чем для отдельных предприятий.

**Рыночная стоимость капитала.** При оценке финансово-промышлен­ного капитала используется понятие "рыночная стоимость". Здесь имеется в виду наиболее вероятная цена в денежном выражении, которую может принести продажа товара (капитала) на открытом и конкурентном рынке при справедливой сделке.

Понятие "рыночная стоимость" не тождественно понятиям "стоимость" – денежному эквиваленту, который покупатель готов обменять на объект при­обретения, и "цена" – денежной сумме, которая была уплачена за аналогич­ный объект в результате сделки.

Исследование финансово-промышленного капитала как единой и цело­стной системы подводит к пониманию группы как совокупности контракт­ных прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих с опреде­ленной вероятностью будущие доходы. Внешняя форма выражения этих прав – их оформление в акционерный капитал и реализация прав собствен­ности акционеров в регулярном получении доходов в виде дивидендов.

Следовательно, оценка капитала ФПГ может ориентироваться на капи­тализацию акций, определяемую как умножение рыночной стоимости ак­ций, находящихся в обращении, на их количество. Оценки рыночной стоимости капитала с позиций инвестора, его надежды на будущее эффектив­ное функционирование группы требует и сложность структуры ФПГ, охва­тывающей различные сферы хозяйственной жизни.

Рыночная стоимость акций является универсальным критерием, позво­ляющим отразить реальное положение ФПГ на рынке, учесть в совокупно­сти промышленный и финансовый секторы, выявить убыточные предприя­тия и в целом дать точную оценку капитала.

Однако для этого нужен развитый фондовый рынок, достаточный уро­вень ликвидности акций. Предпосылки для определения рыночной стоимо­сти акций в российской экономике создаются: развивается рынок ценных бумаг, что предопределяет задействование рыночного механизма в оценке акций; многие крупные объединения понимают необходимость открытой информации для предполагаемых инвесторов; акции ряда корпоративных структур котируются на фондовых биржах.

**Цели оценки капитала ФПГ.** Процесс оценки капитала ФПГ должен включать:

- определение целей оценки;

- сбор и последующий анализ полученной информации;

- выбор метода оценки, апробированного в хозяйственной практике, наи­более соответствующего целям и специфике оцениваемого объекта;

- оценку капитала.

Расчет и обоснование рыночной стоимости капитала финансово-про­мышленных групп преследуют ряд целей:

* повышение эффективности текущего управления ФПГи разработку общей стратегии. В этом наиболее заинтересована центральная компания. Для выбора направления развития финансово-промышленной группы важна оценка капитала с позиции будущих доходов и степени устойчивости их получения;
* формирование и расширение группы за счет слияний (поглощений) предприятий и учреждений различных сфер хозяйственной деятельности;
* определение целесообразности инвестиционной деятельности, что отражается в оценке стоимости инвестиционного проекта;

• определение финансового положения ФПГ.

При оценке капитала ФПГ цели страхования, кредитоспособности, капи­таловложения достигаются на уровне подразделений финансово-промыш­ленной группы, что объясняется отсутствием консолидированной финансо­вой отчетности, различием в системах учета, с одной стороны, и неразвито­стью рыночных отношений – с другой.

Конечная цель оценки капитала ФПГ – расчет и обоснование его рыноч­ной стоимости в соответствии с задачами формирования, расширения группы, слияния групп, определения места финансово-промышленной группы на внутреннем и внешнем рынках.

Когда хозяйствующие субъекты объединяются в финансово-промышлен­ные группы, они преследуют цель увеличения рыночной стоимости капита­ла вновь созданной группы, исходя из интересов своих акционеров, т.е. группа создается, прежде всего, с тем, чтобы акционеры могли получить более вы­сокую прибыль на интегрированный капитал. Если объединение усилий способствует повышению курса акций нового образования, то оно выгодно держателям акций в долгосрочном периоде и обеспечено стабильностью эффективного функционирования группы.

При определении рыночной стоимости капитала финансово-промыш­ленных групп учитываются некоторые случаи (рис. 9.4).

Рыночная стоимость финансово-промышленного капитала

Оценка стоимости паев акций приобретаемых предприятий

Определение правомочности эмиссии новых акций

Регулярная переоценка финансового положения ФПГ

Рис. 9.4. Возможные варианты и случаи оценочных работ

Оценка рыночной стоимости паев акций приобретаемых предприятий преследует цель – установление контроля над ними. Ведь и при формирова­нии, и при расширении группы преследуется цель не только увеличения системы интегрированного капитала, но и обеспечения контроля над резуль­тативностью ее функционирования. Оценка стоимости паев акций с целью установления контроля над ними может осуществляться при:

* покупке обанкротившихся предприятий, выставляемых на конкурс;
* покупке приватизированных предприятий;
* приобретении государственных пакетов акций на аукционах, проводи­мых с целью пополнения госбюджета денежными средствами;
* приобретении пая акций у своих акционеров.

Здесь необходимы обоснование продажной цены выкупаемого пая ак­ций, сопоставление ее с рыночной стоимостью акционерного капитала вновь образуемой или растущей финансово-промышленной группы. При этом происходит "столкновение" интересов продавца и покупателя. Продавец, как правило, требует возмещения понесенных в свое время затрат на приоб­ретение пая акций. Покупатель исследует общую картину (соотношения рисков, возможности получения дивидендов, доступа к информации, к но­вой клиентуре, внедрения на рынке новой продукции, возможности получе­ния дополнительных денежных средств, улучшения снабжения и сбыта).

Стоимость пая акций, как правило, определяется пропорционально ры­ночной стоимости капитала. По возможности более точная оценка необхо­дима потому, что акции приобретаются на длительный срок, затраты по трансформации предприятия в систему интегрированного капитала высоки, да и регламентированного порядка оценки законодательством до сих пор не предусмотрено. Кроме того, чтобы приобретение акций ориентировалось на рыночную стоимость, требуются: создание конкурентной среды, глас­ность акционерных продаж государственных пакетов акций, расширение числа их участников. Акции же у своих акционеров (в том числе у учреди­телей) выкупаются по рыночной стоимости в соответствии с действующим Законом РФ "Об акционерных обществах". Когда речь идет об образовании финансово-промышленной группы, привлечении новых предприятий и фи­нансовых институтов, то участие может осуществляться и через покупку акций центральной компании ФПГ. Тогда проблематичным становится воп­рос о рыночной стоимости уставного капитала центральной компании и его соотношении с рыночной стоимостью капитала звеньев ФПГ: могут ли ад­министративные функции центральной компании подкрепляться экономи­чески, если разрыв в рыночной стоимости достаточно велик?

**Эмиссия (выпуск) новых акций,** если рассматриваются финансово-промышленные группы, может осуществляться и при слиянии (присоеди­нении) предприятий, и при привлечении дополнительного партнерского ка­питала. Основное назначение оценки – определение правомочности новой эмиссии акций. Федеральная комиссия по ценным бумагам даст разреше­ние на эмиссию только в случае превышения рыночной стоимости над ба­лансовой. Проблема не только в определении рыночной стоимости акций. Эмиссию нужно проводить с учетом прироста доходов в долгосрочном пе­риоде. В противном случае может произойти "разводнение акций", что име­ет место, если полученные с фондового рынка средства финансово-промыш­ленная группа в лице ее центральной компании не сможет реинвестировать в проекты, способные приносить стабильную прибыль, и доходность акций не будет обеспечена. "Разводнение акций" может произойти и у недобросо­вестных менеджеров, использующих средства в своих целях: для приобре­тения частной собственности или использования средств, для текущих нужд – покрытия убытков, поддержания имеющихся мощностей, пополнения собственных оборотных средств, уплаты по просроченным кредитам.

**Регулярная переоценка финансового положения ФПГ** должна учи­тывать специфику данной организационно-хозяйственной структуры и спектр, стоящих перед оценщиком задач. Инициатором такой переоценки должна выступать центральная компания ФПГ, определяющая общую стратегию развития, которую невозможно выработать без представления о том, где находит­ся группа.

Регулярная переоценка должна включать следующие виды работ:

* исследование отчетов и планов хозяйствующих субъектов – звеньев ФПГ;
* анализ коэффициентов по ежеквартальным и годовым отчетам;
* оценку стоимости капитала ФПГ как функционирующего объедине­ния;
* оценку стоимости капитала для слияния (присоединения) экономии предприятий к экономической системе группы;
* оценку рыночной стоимости акций для центральной компании ФПГ;
* оценку рыночной стоимости акций для предупреждения падения их курса;
* расчет показателей, оценивающих доходность, ценность, рентабельность акций;
* сбор и анализ информации, исходящей от хозяйствующих субъектов ФПГ о проблемах производственной и финансовой деятельности, ведущих к осложнениям и прямым потерям.

Таким образом, можно выделить случаи применения и цели оценки, вид определяемой стоимости (табл. 9.1).

Таблица 9.1. Сопоставление целей оценки и вида стоимости

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Применение оценки | Цель оценки | Вид стоимости, определяемый в ходе оценки |
| Обоснование продажной цены приобретаемого пая акций | Приобретение предприятия для установления контроля над ним и включения в систему ФПГ | Рыночная стоимость |
| Определение правомочности эмиссии новых акций | Эмиссия новых акций | Рыночная стоимость |
| Определение данных для оценки бизнеса ФПГ, положения на фондовом рынке, места в рейтинге компаний | Выявление полной истинной картины финансового положения ФПГ | Рыночная стоимость |

**9.3. ОЦЕНКА КАПИТАЛА ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫХ ГРУПП**

**Подходы и методы оценки капитала ФПГ.** Наиболее приемлемым для оценки капитала финансово-промышленной группы как интегрированно­го образования является доходный подход. Поскольку ФПГ возникает и фун­кционирует как акционерное общество, то целью объединения различных хозяйствующих субъектов будет рост доходов. Акционеры намерены полу­чить более высокий доход на объединенный капитал. Если объединение капиталов будет способствовать росту дивидендов и курсовой стоимости акций, то это обстоятельство свидетельствует о том, что ФПГ эффективно функционирует и вложение средств выгодно в долгосрочном периоде.

Доходный подход, при котором в процессе оценки происходит ориента­ция на доход как основной фактор, определяющий стоимость оцениваемого объекта, позволяет найти текущую стоимость будущих доходов, получае­мых в результате использования и дальнейшей продажи собственности, в данном случае акций.

При оценке цена акции должна соотноситься с доходами. Это основной принцип при всех различиях в определении рыночной стоимости капитала.

Точная оценка рыночной стоимости акций будет иметь очень важное значение, поэтому необходимо определить наиболее рациональный способ ее количественного подсчета. В мировой практике существуют три веду­щие теории оценки ценных бумаг и соответственно три подхода. *Первый подход – фундаменталистский,* когда осуществляется ориентация на дис­контированную стоимость будущих доходов генерируемых акций.

Текущую рыночную стоимость акций можно в общем виде рассчитать по известной формуле

,

где *FV–* ожидаемые доходы;

*R* – норма доходности.

Подсчет в определенной степени относителен, так как для каждого ин­вестора существуют различная степень привлекательности, различные при­оритеты в степени надежности и доходности и т.д. Однако, несмотря на слож­ность прогноза будущих доходов, данный подход для оценки акций пред­ставляется перспективным, хотя и нуждается в точном анализе рыночной ситуации, продуманной инвестиционной и дивидендной практике хозяйствен­ных структур, наращивании их инвестиционного потенциала.

Когда используется приведенная формула, то речь идет о стабильном, нормально функционирующем рынке. Для российской экономики нестабиль­ность влечет за собой нежелание инвестировать средства в долгосрочном периоде. Размещая денежные средства, инвесторы (и физические лица, и институциональные держатели акций) надеются на скорую отдачу. Поэто­му в краткосрочном периоде цена акции будет рассчитываться по скоррек­тированной формуле на ожидаемую цену в конце года:

.

В современных условиях в российской экономике превалирует *второй подход* – *технократический,* использующий статистику цен на акции и построение на этой основе различных долго-, средне- и краткосрочных трен­дов. В чем недостаток такого подхода? Низкая ликвидность акций российс­ких корпоративных структур, неполное задействование рыночного механиз­ма не дают возможности при определении цены иметь всю информацию. Отсутствие же полной информации приводит к искажению действительно­сти. *Третий подход – теория "ходьба наугад",* ориентирующая на текущие цены и отрицающая зависимости от предыдущей динамики, не всегда мо­жет дать оценку акции.

Когда акция оценена, предстоит следующий этап – сопоставление дохо­да с рыночной нормой.

К показателям, используемым при оценке капитала ФПГ, относятся:

* EPS – доход на акцию;
* Р/Е – ценность акции;
* D/P – рентабельность акции;
* DP – дивидендный выход.

Рассмотрим показатели подробнее.

*Доход на акцию*

EPS=

Чистая прибыль - Дивиденды по привилегированным акциям

Общее число акций

Данный показатель лучше использовать в процессе формирования и ста­новления группы. В процессе становления системы капитала ФПГ идут на­ращивание производственных мощностей, модернизация оборудования, внедрение новых технологий. Все это требует значительных денежных средств, поэтому значительная часть прибыли реинвестируется. Осуществ­ление связей между инвестициями и дивидендами представлено на рис. 9.5.

Капитал ФПГ

Инвестиции

Прибыль

Дивиденды

Рис.9.5. Направления распределения прибыли ФПГ

Когда основная часть прибыли реинвес­тируется, то это проис­ходит в ущерб выплачи­ваемым дивидендам и использование дивидендов­ для сопоставлений не даст представления о реальном положении дел.

Когда оценивается капитал сформированной и уже определенный пери­од функционирующей группы, лучше использовать такой показа­тель, как Р/Е.

*Ценность акции*

P/E =

Рыночная стоимость (Капитализация)

Чистая прибыль

или

P/E =

Цена одной акции

Прибыль на одну акцию

Этот показатель считается наиболее употребляемым среди инвесторов на фондовом рынке. Он часто встречается в котировке акций в газетах и журналах. Вместе с тем могут быть и искаженные данные: например, отно­шение текущей цены к самым последним дивидендам. Инвесторов же, как правило, интересует отношение цены к будущим доходам.

Что означает высокий показатель Р/Е? Для ответа на этот вопрос надо вспомнить, как определяется текущая цена акций, если дивиденды растут постоянными темпами:

,

где g – темпы роста дивидендов.

Разделим обе части уравнения на EPS (прибыль на одну акцию):

.

При высоком Р/Е инвесторы рассчитывают на высокие темпы роста ди­видендов. Акциям присуща невысокая степень риска, и акционеры соглас­ны в данном случае на перспективы невысокой отдачи. Наконец, ожидает­ся, что при заданных темпах роста большая часть прибыли пойдет на вып­лату дивидендов.

Однако бывают случаи, когда Р/Е может быть высоким за счет низкой прибыли, тогда оценка искажается.

*Рентабельность акции,* часто используемая при оценке,

Дивиденд, выплачиваемый по обыкновенным акциям

D/P= .

Рыночная стоимость акций

Если норма рентабельности акции (дивидендного дохода) высокая, то, используя случай с постоянными темпами роста, получают формулу, удобную для анализа,

.

Следовательно, при высокой рентабельности акций инвесторы ожида­ют низких темпов роста дивидендов или требуют высокой доходности. Как правило, у вновь образованных групп, использующих большую часть при­были на расширение деятельности, этот показатель невелик.

*Дивидендный подход,* используемый при оценке капитала крупнейших корпоративных структур,

,

т.е. речь идет о доле чистой прибыли, идущей на выплату акционерам в виде дивидендов. При активной инвестиционной политике показатель име­ет невысокое значение.

**Выводы**

1. Становление рыночных отношений в российской экономике и форми­рование нормально функционирующего рыночного механизма ставят задачи оценки всех реализуемых объектов, в том числе капитала финансово-промышленных групп. Финансово-промышленный капитал (капитал ФПГ) представляет собой систему интегрированного капитала, отражающую статутное слияние предприятий и учреждений различных сфер хозяйствова­ния.
2. Необходимость оценки капитала финансово-промышленных групп возникает в случаях объединения капиталов при формировании группы, присоединении (отделении) различных звеньев, слиянии групп, определении положения ФПГ в отрасли, на внутреннем и внешнем рынках.
3. Оценке капитала финансово-промышленной группы соответствует его денежная стоимость с учетом доходов, которые должна приносить сово­купность капиталов различных функциональных форм.
4. Особенности оценки финансово-промышленного капитала определяются следующими обстоятельствами: оценке подлежит как система капи­тала, так и отдельные ее элементы; выведение из структуры ФПГ отдельных элементов капитала не должно трансформировать группу; капитал ФПГ – это инвестиционный товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем; инвестиционная привлекательность финансово-промышленного капитала определяется затратами по формированию системы и рыночными факторами; потребность в капитале зависит от внутренней организации группы и внешней среды.
5. Сложность оценки финансово-промышленного капитала заключается в том, что контроль над объединением хозяйствующих субъектов и выгоды от него должны выиграть все участники образования.
6. Финансово-промышленную группу можно понимать как совокупность контрольных прав и прав собственности, технологий и активов, обеспечива­ющих с определенной вероятностью будущие доходы. Внешняя форма выражения этих прав проявляется в их оформлении в акционерный капитал и реализации прав собственности акционеров в регулярном получении доходов в виде дивидендов. Поэтому оценка капитала ФПГ может ориентиро­ваться на капитализацию акций, определяемую как произведение рыночной стоимости акций, находящихся в обращении, и их количества.
7. Процесс оценки капитала ФПГ включает: определение целей оценки, сбор и анализ полученной информации, выбор метода оценки и саму оценку.
8. Конечная цель оценки капитала ФПГ – расчет и обоснование его ры­ночной стоимости в соответствии с задачами формирования, расширения группы, слияния групп, определения финансового положения ФПГ. Поэтому оценка рыночной стоимости должна учитывать случаи оценки паев акций приобретаемых предприятий, определения правомочности эмиссии новых акций, регулярной переоценки финансового положения ФПГ.
9. Наиболее приемлемым для оценки капитала ФПГ является доходный подход. Целью объединения различных хозяйствующих субъектов в группу является рост доходов на инвестированный капитал в долгосрочном перио­де. При оценке рыночная стоимость должна соотноситься с доходами.

**Контрольные вопросы**

1. Чем вызвана необходимость оценки капитала финансово-про­мышленных групп?
2. Кто непосредственно заинтересован в оценке капитала ФПГ?
3. Каковы особенности оценки капитала финансово-промышлен­ных групп?
4. В каких целях осуществляется оценка капитала ФПГ? Какие виды стоимости при этом используются?