РОССИЯ

Экспертная фирма «ОЦЕНКА»

ОТЧЕТ

об оценке рыночной стоимости пакета акций предприятия Открытого Акционерного Общества « Связь»

Заказчик :ОАО « Связь»

Исполнитель : Экспертная фирма «ОЦЕНКА»

Дата оценки: 20.11.2004

2004 г.

Содержание .

1. Основные положения
1.1 Задание на оценку
1.2. Определение задания на оценку
2. Условия, допущения и ограничения
3. Общая характеристика ОАО « Связь»
4. Анализ внешней информации
4.1. Анализ состояния и тенденции развития
телекоммуникационной отрасли
4.2. Состояние российского фондового рынка
4.3. Акции телекоммуникационных компаний
5. Правовые основы выкупа акций
6. Оценка стоимости пакета акций
6.1. Расчет рыночной стоимости акций ОАО « Связь»
области по методу сделок
6.2. Итоговая величина стоимости пакета акций предприятия

1. Основные положения

1.1. Задание на оценку рыночной стоимости акций предприятия.

Адрес расположения объекта :

Объект оценки:

Обыкновенные и привилегированные акции ОАО « Связь»

Имущественный статус объекта оценки:

Частная собственность

Цель оценки:

Определение рыночной стоимости обыкновенных и привилегированных акций ОАО « Связь» для целей принятия Советом директоров ОАО « Связь» решения о цене выкупа у акционеров в соответствии со ст.75 закона «Об акционерных обществах».

Действительная дата оценки:

20.11.2004

График изучения объекта:

10.11.2004- 15.11.2004гг

1.2. Определение задания на оценку

В рамках настоящей дипломной работы проведена оценка рыночной стоимости акций ОАО « Связь» области по состоянию на 20.11.2004.

Оценка основана на следующей информации, предоставленной ОАО « Связь» и на общедоступных данных информационных систем:

1. Устав ОАО « Связь» области.

2. Формы бухгалтерской отчетности (№ 1-2) за 3 квартала 2004 года.

3. Сведения об объеме операций с акциями ОАО « Связь» области за 3 квартала 2004 года.

4. Сведения о начислении и выплате дивидендов по всем типам акций ОАО « Связь» области за период 2001-2003 гг. (ежеквартальный отчет эмитента эмиссионных ценных бумаг за III квартал 2004 года).

Согласно требованиям стандартов оценки акций мы учитывали следующие факторы оценки:

- финансовое состояние компании;

- общее состояние отрасли;

- операции по переходу прав собственности в результате сделок купли-продажи с акциями общества.

В соответствии со «Стандартами оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности» (Утверждены Постановлением Правительства РФ от 06.07.2004 № 519) «рыночная стоимость объекта оценки – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие либо чрезвычайные обстоятельства».

Необходимо принять во внимание, что цена, установленная в случае реальной сделки, может отличаться от цены, определенной в ходе оценки. На результаты оценки влияют такие факторы, как мотивы сторон, умение сторон

вести переговоры, условия сделки (например, финансовые условия, условия перехода контроля над компанией и т.д.) и иные факторы, непосредственно относящиеся к особенностям конкретной сделки.

Кроме того, понятие реальной рыночной стоимости подразумевает, что оплата происходит либо в денежной форме, либо в ее эквиваленте. Тем не менее, в ряде случаев, покупатель старается договориться о цене на условиях, допускающих выплаты в не денежных формах. Типичны сделки, когда условия сделки предполагают продажу в кредит (фактическое финансирование за счет продавца) или возмещение стоимости покупателем в форме нематериальных активов (таких как ноу-хау, доступ на рынки, технологии и т. д.), что приводит к увеличению цены продажи.

Предоставленный экспертной фирмой «ОЦЕНКА» отчет полностью соответствует требованиям к содержанию отчета об оценке, определенным статьей 11 Федерального закона от 29.07.98 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ».

Наши расчеты были проведены в соответствии со «Стандартам оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденными Постановлением Правительства РФ № 519 от 06.07.2004. На основе существующих условий и нормативных требований, наш анализ включал в себя процедуры, которые мы сочли необходимым применить для решения поставленных задач.

Подробное описание методологии, положений, условий и выводов нашего анализа содержится в отчете об оценке.

2. Условия, допущения и ограничения

Излагаемые ниже условия, допущения и ограничения являются неотъемлемой частью настоящего отчета об оценке.

1. Настоящий отчет достоверен только в полном объеме и только для указанных в отчете целей.

2. Проведенный Оценщиком анализ не содержит предвзятого мнения полностью или частично.

3. Оценщик ответственно утверждает, что данный отчет соответствует законодательству РФ (в том числе Федеральному закону РФ «Об оценочной деятельности в РФ» и «Стандартам оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности»). Отчет выполнен специалистами, указанными в приложении к лицензии на осуществление оценочной деятельности.

4. Аудиторской проверки бухгалтерской информации, использованной в процессе оценки, Оценщиком не проводилось. Все использованные Оценщиком в отчете исходные данные предоставлены ответственными представителями заказчика, в лице сотрудников ООО «ЛВ Финанс», и не могут рассматриваться как его собственные утверждения.

5. Оценщик в своих действиях выступает как независимый эксперт, размер вознаграждения которого никоим образом не связан с его выводами о стоимости объекта оценки.

6. Оценщик исходит из того, что вся представленная ему информация об оцениваемой компании является достоверной.

Оценщик не несет ответственности за характеристики состояния объектов, которые невозможно обнаружить иным путем, кроме как путем изучения соответствующей учетной и управленческой документации или обычным визуальным осмотром объектов капитальных активов.

7. Оценщик исходит из того, что все лицензии, свидетельства о собственности, необходимые для осуществления уставной деятельности, решения законодательных и исполнительных властей местного или республиканского уров-

ня существуют или могут быть получены или обновлены для исполнения любых бизнес-функций оцениваемой компанией.

8. От Оценщика не требуется проведения дополнительных работ, дачи показаний или присутствия на судебных разбирательствах относительно имущества или имущественных прав, связанных с объектами оценки, если только об этом не будет заключено специальное соглашение.

9. Настоящие условия полностью отвечают положениям контракта на оказание услуг по оценке и не могут быть изменены иначе, как по дополнительному соглашению сторон, оформленному надлежащим образом.

3. Общая характеристика ОАО « Связь»

Местонахождение ОАО « Связь»: .

Уставный капитал ОАО « Связь» области на дату оценки составляет 157 500 420 (сто пятьдесят семь миллионов пятьсот тысяч четыреста двадцать) рублей и разделен на 3 068 190 штук обыкновенных акций и 1 022 730 штук привилегированных.

Объект оценки: обыкновенные и привилегированные акции ОАО « Связь» области.

Имущественный статус объекта оценки: частная собственность.

Цель оценки: Определение рыночной стоимости обыкновенных и привилегированных акций ОАО « Связь» области для целей принятия Советом директоров ОАО « Связь» области решения о

цене выкупа у акционеров в соответствии со ст. 75 закона «Об акционерных обществах». Дата оценки: 20.11.2004.

Определение стоимости: Рыночная стоимость одной привилегированной акции ОАО « Связь» области на дату оценки составляет 18,32 руб.

Рыночная стоимость одной обыкновенной акции ОАО « Связь» области на дату оценки составляет 22,74 руб.

Номинальная стоимость акций 38,5 (тридцать восемь целых пять десятых) рублей.

Распределение акций.

На дату оценки общее количество акционеров составляет 1 564, из них акционеров, владеющих не менее чем 5 процентами уставного капитала эмитента 3 (см. таблицу 16).

Таблица 16

Акционеры ОАО « Связь» области

№ п/п	Наименование	Доля в уставном капитале%
1.	А	38%
2	Б	16,59%
3	В	6,65%

В соответствии с Уставом Общество имеет 25 филиалов.

Основные виды деятельности ОАО « Связь» области заключаются в следующем:

- оказание услуг электросвязи, проводного вещания, кабельного телевидения и информатики;

- организация телематических служб;

- обеспечение защиты государственной, коммерческой тайн, конфиденциальности информации, передаваемой всеми видами связи;

- осуществление мероприятий по мобилизационной подготовке, предупреждению и ликвидации чрезвычайных обстоятельств.

В таблице 17 приведен формат отчета о прибыли, который соответствует рассматриваемому методу. На данном этапе мы рассмотрим только первые три колонки табл. 17, которые соответствуют первому приближению.

Таблице 17

Отчет о прибыли ОАО « Связь» 2004 (в тыс. руб.)

	2004 год	1 прибл.	Поправка	2 прибл.	Поправка	3 прибл.	Поправка	4 прибл.
Выручка	3.000.00	3.300.00	0	3.300.00		3.300.00		3.300.00
Себестоимость (без амортизации)	2.616.00	2.877.60	0	2.877.60		2.877.60		2.877.60
Амортизация	100.00	110.00	0	110.00		110.00		110.00
Операционная прибыль	284.00	312.40	0	312.40		312.40		312.40
Процентные платежи	87.90	87.90	10.91	98.81	1.19	99.99	0.129	100.12
Прибыль до выплаты налога	196.10	224.50		213.59		212.41		212.28
Налог на прибыль	58.83	67.35		64.08		63.72		63.68
Чистая прибыль	137.27	157.15		149.51		148.68		148.59
Привилегированные дивиденды	4.00	4.00		4.00		4.00		4.00
Прибыль в распоряжении владельцев	133.27	153.15		145.51		144.68		144.59
Обыкновенные дивиденды	60.00	65.00	2.68	67.68	0.29	67.97	0.0317	68.00
Добавка к нераспределенной прибыли	73.27	88.15		77.83		76.71		76.59

Все начальные статьи отчета о прибыли (выручка, себестоимость без амортизации и амортизация) в соответствии со сделанными допущениями возросли на 10%. В то же время величина процентных платежей осталась без изменения, так как не было сделано ни какого допущения об объемах дополнительного заемного финансирования. Все остальные статьи отчета о прибыли получаются расчетным путем. Сумма обыкновенных дивидендов рассчитывается исходя из предположения о росте дивидендных выплат. Конечным результатом расчета первого приближения является величина добавки к нераспределенной прибыли предприятия в объеме 88.15 тыс. руб. Имея отчет о прибыли, мы можем составить баланс предприятия (см. таблицу 18).

Таблица 18

Баланс ОАО « Связь» 2004 (в тыс.руб.)

Баланс	2004 год	1 прибл.	Поправка	2 прибл.	Поправка	3 прибл.	Поправка	4 прибл.
Денежные средства	50.00	55.00		55.00		55.00		55.00

Дебиторская задолженность	335.00	368.50		368.50		368.50		368.50
ТМС	620.00	682.00		682.00		682.00		682.00
Оборотные средства, всего	1.005.00	1.105.50		1.105.50		1.105.50		1.105.50
Основные средство, нетто	1.025.00	1.127.50		1.127.50		1.127.50		1.127.50
Активы, всего	2.030.00	2.233.00		2.233.00		2.233.00		2.233.00
Кредиторская задолженность	85.00	93.50		93.50		93.50		93.50
Начисленные обязательства	115.00	126.50		126.50		126.50		126.50
Краткосрочные займы	115.00	115.00	23.71	138.71	2.58	141.29	10.28	141.57
Краткосрочные задолженности, всего	315.00	335.00		358.71		361.29		361.57
Долгосрочные кредиты	749.00	749.00	23.71	772.71	2.58	775.29	0.28	775.57
Задолженности, всего	1.064.00	1.084.00		1.131.42		1.136.58		1.137.14
Привилегированные акции	40.00	40.00		40.00		40.00		40.00
Обыкновенные акции	130.00	130.00	47.42	177.42	5.16	182.58	0.56	183.14
Нераспределенная прибыль	796.00	884.15		873.83		872.71		872.59
Собственный капитал, всего	926.00	1.014.15		1.051.26		1.055.30		1.055.73
Задолженности и капитал, всего	2.030.00	2.138.15		2.222.68		2.231.88		2.232.88
Дополнительное финансирование		94.85		10.32		1.12		0.12

По-прежнему будем рассматривать только первое приближение. Согласно сделанным допущениям, денежные средства, дебиторская задолженность и товарно-материальные средства увеличиваются на 10%. Поскольку основные средства в прошлом году эксплуатировались на полную мощность, объем основных средств также увеличивается на 10%. В составе пассивов предприятия спонтанно на 10% увеличились кредиторская задолженность и начисленные обязательства. Кроме того, величина нераспределенной прибыли, как это следует из отчета о прибыли, возросла на 88.15 тыс. рублей. В итоге получилось, что суммарная “невязка” активов и пассивов составляет 95.85 тыс. рублей. Это

и есть объем дополнительного финансирования, оцененный в первом приближении. Теперь финансовый менеджер должен принять решение, из каких источников он будет финансировать эти дополнительные потребности. Вариант такого финансирования представлен в таблице 19.

Таблица 19

Структура дополнительного финансирования ОАО « Связь»

Источники финансирования	%	тыс. руб.
Краткосрочные займы	25%	230.71
Долгосрочные кредиты	25%	230.71
Обыкновенные акции	50%	470.42
Всего:	100%	940.85

Это решение не проходит бесследно для процедуры прогнозирования. Дополнительное финансирование изменяет некоторые статьи отчета о прибыли и баланса. Рассчитаем финансовые поправки, которые учитываются при втором приближении отчета о прибыли и баланса:

- дополнительные проценты по краткосрочному кредиту 23.710.000 (20%) = 4.742.000;

- дополнительные проценты по долгосрочному кредиту 23.710.000 (26%) = 6.164.600;

- всего 10.906.6000;

- дополнительное количество акций 47.420.000/23=2.061.740;

- дополнительные дивидендные платежи 2.061.740 х 1.30 руб. =2.680.261 руб.

Эти финансовые поправки вставляем в отчет о прибыли (см. табл. 17), что немедленно создает нам второе приближение отчета о прибыли. Во втором приближении отличаются процентные платежи и дивидендные выплаты, что влечет за собой изменение в добавке к нераспределенной прибыли. Во втором приближении она составляет 77.83 тыс. рублей.

Аналогичные изменения делаются в прогнозном балансе предприятия в таблице 12, причем в качестве финансовых поправок появляются объемы дополнительного финансирования (краткосрочные займы, долгосрочные кредиты и обыкновенные акции). Кроме того, величина нераспределенной прибыли рассчитывается путем добавления к начальному значению 796.00 тыс. руб. добавки 77.83 тыс. руб. В итоге, величина “невязки” активов и пассивов баланса становится равной 10.32 тыс. руб. Напомним, что эта “невязка” трактуется как объем дополнительного финансирования. Поэтому процедуру принятия решения в отношении дополнительного финансирования следует повторить, разделив 10.32 млн. руб. на три части согласно принятому ранее принципу.

В таблице 20 приведены величины “невязок” и распределение дополнительного финансирования для четырех приближений. Расчеты для всех остальных приближений полностью повторяют расчеты первого и второго приближения. Для выполнения этих расчетов рекомендуется использовать электронные таблицы Excel. Сколько необходимо сделать таких приближений? Критерий остановки процедуры вычислений – это сумма невязки. Представляется, что если она составляет менее 0.01% от суммы активов, то процесс последовательных расчетов можно прекращать, что и было сделано в настоящем примере. При достижении незначительной разницы активов и пассивов рекомендуется подкорректировать текущие активы компании.

Таблица 20

Структура дополнительного финансирования ОАО « Связь»

	Структура финансирования	1 приближение	2 приближение	3 приближение	4 приближение

Краткосрочные займы	25%	23.71	2.58	0.28	0.03
Долгосрочные кредиты	25%	23.71	2.58	0.28	0.03
Обыкновенные акции	50%	47.42	5.16	0.56	0.06
Всего	100%	94.85	10.32	1.12	0.12

В окончательно виде структура дополнительного финансирования выглядит следующим образом:

Краткосрочные займы -	260.60 тыс. рублей.
Долгосрочные кредиты -	260.60 тыс. рублей.
Обыкновенные акции -	530.20 тыс. рублей.
Всего -	1060.40 тыс. рублей.

На завершающей стадии процесса планирования производится расчет основных финансовых коэффициентов и их сравнение с аналогичными показателями текущего периода и средними по отрасли. Такое сравнение проведено в таблице 21.

Таблица 21

Финансовые показатели ОАО « Связь»

Финансовый показатель	2003	2004	Средний по отрасли
Коэффициент текущей ликвидности	3.19	3.06	4.2
Оборачиваемость ТМС (циклы)	4.22	4.22	9.0
Средний период погашения дебиторской задолженности (дни)	40.76	40.76	36.0
Оборачиваемость активов (циклы)	1.48	1.48	1.8
Отношение долга к капиталу	52.41%	50.93%	40.0%
Прибыльность продаж	4.58%	4.50%	5.0%
ROA	9.79%	9.79%	9.0%
ROE	14.82%	14.07%	15.0%

Как видно из результатов анализа таблицы, предприятие имеет достаточно высокие показатели прибыльности. В то же время, показатели оборачиваемости существенно хуже. Такой вывод не должен носить формальный характер.

Финансовый менеджер должен задать себе вопрос, к чему приведет улучшение позиции предприятия в части оборачиваемости. Такую оценку сделать нетрудно. Попытаемся оценить эффект того, что предприятие сможет улучшить оборачиваемость дебиторской задолженности и снизить период оборачиваемости до среднего по отрасли значения, т.е. до 36 дней. Рассчитаем, какой объем дебиторской задолженности должен соответствовать такому показателю оборачиваемости:

$$\frac{3{,}300}{(365/36)} = 325.5$$ тыс. руб.

Объем дебиторской задолженности в балансе предприятия составляет 368.5 тыс. руб. Таким образом, если предприятие улучшит оборачиваемость дебиторской задолженности до уровня средней по отрасли, то это избавит ее от необходимости искать дополнительное финансирование на сумму 43 млн. руб., что составляет около 40% от общей потребности в дополнительном финансировании.[31]

4. Анализ внешней информации

4.1. Анализ состояния и тенденции развития телекоммуникационной отрасли

Сегодня в отрасли связи России происходят активные преобразования - более совершенной становится нормативно-правовая база, проводится тарифная реформа, идет реорганизация крупнейшей национальной телекоммуникационной компании ОАО «Связьинвест».

Все это, а также явно недостаточная реализация потенциала холдинга «Связьинвест» в традиционных для него секторах услуг обусловили принятие в

[31] С использованием: Савчук В.П.. Финансовое планирование и разработка бюджета предприятия. - М.: Нова, 2003.

конце 1999 года Советом директоров «Связьинвеста» решения о проведении реорганизации холдинга. Цели были обозначены четко: повышение эффективности работы, конкурентоспособности и, как следствие, инвестиционной привлекательности компаний-операторов, входящих в «Связьинвест».

Суть предложенной модели реформирования заключается в создании на базе 78 относительно небольших региональных компаний электросвязи, входящих в структуру холдинга, семи крупных межрегиональных операторов путем присоединения к семи базовым, наиболее успешно развивающимся компаниям остальных операторов. Карта межрегиональных объединений после завершения реорганизации «Связьинвеста» должна почти соответствовать карте федеральных округов России: Центр - базовая компания « Связь» Московской области, Северо-Запад - «Петербургская телефонная сеть», Поволжье - «Нижегородсвязьинформ», Юг России - «Кубань Связь», Урал- Уралсвязьинформ», Сибирь -« Связь» Новосибирской области, Дальний Восток -« Связь» Приморского края.

Процесс реорганизации может повлечь за собой обострение проблем, обусловленных неравномерностью развития регионов, и связанной с этим опасностью возможного перетока финансовых средств из регионов в центры межрегиональных объединений.

Создание межрегиональных структур, очевидно, является предпосылкой для их финансового и иного укрепления. В соответствии с программой реорганизации компании обязаны обеспечить для своих абонентов единые стандарты качества предоставляемых услуг и их доступности на территории всего федерального округа, который фактически охватывает каждая из семи укрупненных компаний.

Предполагается сохранить за руководством региональных подразделений возможность участия в разработке стратегии межрегиональной компании, так

как каждый руководитель, несомненно, лучше знает свою региональную компанию, равно как и рынок телекоммуникаций в своем регионе.[32]

В результате процесса реорганизации «Связьинвест» стремится сконцентрировать ресурсы на наиболее эффективных межрегиональных проектах. Это может быть строительство волоконно-оптических линий при взаимодействии с «Ростелекомом», проекты в различных сегментах новых услуг, развитие современных сервисов для потребителей (например, сервисных карт), масштабные единые маркетинговые мероприятия (исследования рынка, формирование консолидированных баз данных, рекламные акции и т.д.) и НИОКР.

Что касается других вопросов, которые предстоит решить в процессе объединения региональных предприятий электросвязи, то проблемы управляемости вновь созданных крупных межрегиональных компаний являются наиболее актуальными. Размеры межрегиональных компаний (около 1-5 млн. телефонных линий) не так велики по мировым меркам, где количество линий целого ряда операторов исчисляется десятками миллионов, а компании работают сразу в нескольких государствах. Кроме того, пока сравнивать межрегиональные компании с мировыми «коллегами» некорректно прежде всего по уровню корпоративного управления. И здесь у «Связьинвеста» есть только один выход - внедрение современных технологий управления, причем срочное внедрение. Вместе с тем значительные оперативные полномочия необходимо оставить на региональном уровне.

Необходимо отметить, что реформирование холдинга не вызывает споров и протеста со стороны иностранных акционеров, как, например, реструктуризация РАО «ЕЭС России» для многих других российских гигантов, где в ходе реструктуризации руководству компаний не удается найти общий язык с ино-

---

[32] Данный раздел подготовлен на материалах информационных агентств и компаний: Интраст: «Обзор фондового и финансового рынков России»; Московский информационный вестник «Телекоммуникации»; «Прайм-Тасс»; «Финмаркет»; журнал «iBusiness»; газета «Коммерсант».

странными инвесторами. «Связьинвест» общий язык со своими акционерами нашел.

Иностранные акционеры в лице концерна «Мастком» восприняли реорганизацию холдинга позитивно.

Необходимость реорганизации «Связьинвеста» назрела давно. По оценкам экспертов, при существующих объемах инвестиций в региональные компании «Связьинвеста» достижение нынешнего уровня развития восточноевропейских телекоммуникационных компаний возможно лишь через 40 лет. Если процесс реорганизации холдинга затормозится, то с каждым месяцем промедления этот разрыв будет увеличиваться, и поэтому сейчас время дорого как никогда.

4.2. Состояние российского фондового рынка

Усиление негативных процессов в мировой экономике после сентябрьских терактов в США и ухудшение конъюнктуры на мировых сырьевых рынках, в том числе на рынке нефти, создают негативный внешний фон для российского фондового рынка, основной проблемой которого по-прежнему является его низкая ликвидность. Тем не менее, рост российской экономики и поступательное развитие ряда секторов отечественной промышленности обеспечивают предпосылки для увеличения инвестиционной привлекательности российских ценных бумаг.

Российский фондовый рынок в среднесрочной перспективе будет в большей степени подвержен влиянию факторов, связанных с мировой экономикой, чем с внутрироссийской макроэкономической и политической ситуацией, которая остается стабильной.

Высокие финансовые результаты нефтяных компаний и их интенсивные инвестиционные программы увеличивают долгосрочную инвестиционную привлекательность не только акций компаний нефтегазового сектора, но и предприятий смежных секторов, в первую очередь машиностроительных.

Реструктуризация РАО «ЕЭС» создает ряд возможностей для высокоприбыльных инвестиций в акции энергетических компаний, а завершение первого этапа реорганизации холдинга «Связьинвест» проясняет картину дальнейшего развития телекоммуникационных компаний и их инвестиционные перспективы.

Нынешняя ситуация на российском рынке предоставляет инвесторам определенный ряд возможностей для долгосрочных вложений в акции привлекательных по фундаментальным характеристикам эмитентов.

Улучшающаяся макроэкономическая ситуация в России, а также стабилизация политической ситуации, принятие законов, способных привести к реальному улучшению инвестиционного климата в стране способствуют постепенному изменению отношения долгосрочных иностранных инвесторов к российскому фондовому рынку, который по итогам первого полугодия оказался одним из самых прибыльных среди развивающихся рынков, ситуация на большинстве из которых остается весьма напряженной. Появились предпосылки для того, чтобы российский рынок стал менее зависимым от ситуации на других рынках.

Ситуация в секторах промышленности, традиционно преобладающих на российском фондовом рынке - нефтегазовом, энергетическом и телекоммуникаций складывается в этом году таким образом, что либо сохраняется и даже возрастает инвестиционная привлекательность существующих активов, либо реформы, проводимые в ряде отраслей, создают новые инвестиционные возможности. В частности, реформирование электроэнергетики, которое должно привести к созданию ряда крупных инвестиционно-привлекательных энергокомпаний, уже сейчас предоставляет возможность для входа в акционерный капитал этих структур.

Создание семи крупных межрегиональных телекоммуникационных операторов, которое будет завершено в будущем году, позволяет уже сейчас с дисконтом приобрести их акции путем покупки неликвидных акций реорганизуемых региональных компаний.

Несмотря на некоторое снижение мировых цен на нефть, фундаментальные показатели нефтяных компаний остаются весьма высокими. По мнению аналитиков акции этих компаний будут в среднесрочной перспективе оставаться весьма привлекательным инвестиционным инструментом. Аккумулирование большого объема свободных средств у предприятий-экспортеров уже привело к приобретению этими компаниями предприятий из других секторов экономики. В дальнейшем эти процессы будут усиливаться, что приведет, с одной стороны, к появлению на рынке акций новых крупных интегрированных компаний, а с другой, предоставляет возможность мелким акционерам поглощаемых компаний избавиться от, как правило, неликвидных акций.

4.3. Акции телекоммуникационных компаний

В настоящий момент мировая телекоммуникационная индустрия переживает далеко не самые лучшие времена. Американские телекоммуникационные индексы NASDAQ Telecommunications и Stoxx Telecom упали соответственно на 60% и 40%, немецкий индекс CDAX Telecom за год понизился на 60%, британский FTSE Europe Eurotop 300 Telecom - на 40%. Далеко не самые лучшие результаты продемонстрировали в этом году крупные телекоммуникационные компании. В конце января о решении прекратить выпуск сотовых телефонов объявила компания Ericsson. На это она пошла после того, как ее убытки за четвертый квартал прошлого года составили 155 млн. долл. В планах компании на этот год даже сокращение 15 тыс. рабочих мест в Швеции и зарубежных филиалах.

Вслед за Ericsson об уменьшении прибыли объявил и крупнейший производитель в отрасли - финская Nokia. За четвертый квартал 2003 года прибыль компании составила 1,62 млрд. долл., хотя аналитики прогнозировали 1,7 млрд. долл. Неутешительны и перспективы Nokia на этот год. Компания заявила, что из-за неизбежного сокращения объема продаж она вынуждена перенести ряд

производств из США в Южную Корею и Мексику - для сокращения издержек производства. Голландская Philips объявила о потерях в 1,4% за первый квартал 2004 года, что стало результатом невиданного, по словам руководства компании, спада в области высоких технологий и производстве телекоммуникационного оборудования. В первом квартале этого года доход Philips составил всего 106 млн. евро против 1,1 млрд. евро за аналогичный период прошлого года. При этом в компании прогнозируют дальнейший спад, в результате которого планируется сократить число рабочих мест на 6-7 тыс., прежде всего в подразделениях бытовой электроники, и выделить 350 млн. Евро на реструктуризацию. Спад в телекоммуникационной отрасли на Западе и неблагоприятная инвестиционная ситуация в России оказали негативное влияние и на отечественный рынок телекоммуникаций. И если доля бумаг российских операторов связи в портфелях инвестиционных компаний еще не стала нулевой, то это потому, что брокеры не спешат фиксировать свои убытки.

В последнее время акции российских телекоммуникационных компаний сильно потеряли в своей привлекательности для игроков отечественного фондового рынка. Подавляющее большинство бумаг за год снизились в цене в два-три раза. Хотя в начале 2003 года их котировки по своему росту опережали многие корпорации иных отраслей российской экономики.

Тем не менее, перспективы отрасли выглядят неплохо. Рынок телекоммуникационных услуг вырос в России за 2003 год на 12%, а объем производства систем коммутации в России увеличился в 2003 году по сравнению с 2002 годом на 70% - до 850 тыс. номеров. За пять лет доля телекоммуникаций в ВВП России удвоилась, достигнув 2%. В 2004 году, по расчетам Минсвязи, рынок телекоммуникаций вырастет на 15% - до 4,5 млрд. долл. против 3,9 млрд. долл. В 2003 году.

Сейчас, по расчетам аналитиков, Россия занимает седьмое место в мире по числу телефонов и телефонной плотности. Хотя в стране проживает 2,4% всего населения Земли, число телефонов в ней составляет 3,3% от их общего

количества во всем мире. Телефонная плотность в России примерно в 1,4 раза превышает средний мировой показатель.

Тем не менее, до недавних пор инвесторы игнорировали эти данные и избавлялись от акций российских телекоммуникационных компаний. Большинство аналитиков считают, что это происходило потому, что главными игроками на рынке акций операторов связи являлись западные фонды, которые, во-первых, склонны больше доверять показателям конкретных компаний, а во-вторых, ориентируются на динамику западных фондовых рынков.

Неудивительно, что отечественные и иностранные инвесторы на российском рынке в 2004 году не спешат вкладывать средства в акции телекоммуникационных компаний на которые в начале прошлого года возлагались большие надежды. Американский индекс NASDAQ Composite - основной индикатор новой экономики - зимой и весной рос бешеными темпами, только за первые три месяца 2000 года он увеличился на 20%. После ухода Бориса Ельцина в отставку российский рынок вырос на 30%. Ожидая позитивной динамики рынка и надеясь на послевыборное ралли, иностранные инвесторы активно продавали акции нефтяных компаний и покупали акции телекоммуникационных компаний. По этой причине в начале прошлого года котировки акции российских компаний демонстрировали чудеса роста. Всего лишь за три месяца 2000 года капитализация российских телекоммуникационных компаний увеличилась на 30-100%. Но вскоре ситуация на мировом фондовом рынке изменилась. Индекс NASDAQ начал падать, вслед за ним стала снижаться капитализация отечественных телекоммуникационных компаний.

Акции ведущего российского оператора связи «Ростелеком» за год подешевели на 75%. Аналитики утверждают, что инвесторы потеряли к ним интерес по нескольким причинам. Еще во втором квартале 2000 года на рынке появились слухи о реструктуризации компании. Причем и руководство «Ростелекома», и его консультант Arthur Andersen упорно не желали комментировать ход реструктуризации. Кроме того, по мнению аналитиков, «Ростелеком» потерял

монополию на рынке международной связи. Примерно 40% этого сектора рынка отошло операторам IP-телефонии, которые предлагают связь через Интернет по более выгодным тарифам.

Также компанию стали теснить национальные операторы дальней связи, например «Транстелеком».

Неудачно выступили в прошлом году и две российские телекоммуникационные компании, акции которых котируются на западных фондовых площадках. Стоимость производных бумаг «Вымпелкома» снизилась вдвое, а «Golden Telecom» на 70%. «Вымпелком» пострадал из-за слабых финансовых результатов (компания закончила год с убытками) и падения мирового фондового рынка.

Аналитики утверждают, что в прошлом году произошла переоценка активов компаний, работающих в сфере новых технологий, и в новых условиях они посчитали слишком рискованным держать в своих портфелях акции убыточного российского оператора. Что касается компании «Golden Telecom», то падение ее акций было связано с тем, что инвесторов долгое время настораживало плохое финансовое состояние владельца основного пакета ее акций - компании GTS. А сразу после покупки 62% «Golden Telecom» компанией « Capital International» и Альфа-групп всего лишь за две недели котировки акций выросли на 14%.

Стоит, правда, отметить, что есть и положительные новости, только касаются они российских операторов сотовой связи. Так, цена ADR компании «МТС» за год повысилась на 8%. По мнению аналитиков, обнародованные результаты деятельности компании за прошлый год подтвердили позитивные ожидания. По сравнению с 2002 годом в 2003-м выручка увеличилась на 50%, а прибыль – на 40%. Кроме того, крайне полезным для «МТС» является ее решение приобрести компанию «Телеком XXI», являющуюся одним из крупнейших сотовых операторов Санкт-Петербурга. Говоря о российских региональных те-

лекоммуникационных компаниях, в настоящее время, по данным аналитиков, никто не обращает внимания на их результаты и перспективы.

Участники рынка выбирают свою стратегию, исходя из возможного коэффициента обмена, а также размеров предприятий. Спекулянты обращают внимание на мелкие и дешевые компании, цена акции которых в ходе реструктуризации может многократно возрасти. А участники рынка, готовые осуществлять инвестиции сроком на несколько лет, рассматривают возможность вложения своих средства в бумаги крупных операторов, которые принесут очень высокие прибыли после стабилизации в отрасли.

Активность инвесторов на российском рынке корпоративных бумаг телекоммуникационной отрасли распределена очень неравномерно. Большая часть бумаг региональных операторов связи практически неликвидна. Определенные перспективы акций региональных электросвязей связаны исключительно с их вовлечением в реформирование отрасли связи по программе «Связьинвеста».

5. Правовые основы выкупа акций

5.1. Право требования акционером выкупа акционерным обществом принадлежащих ему акций

Право предъявления к обществу требований, связанных с выходом из общества и компенсацией стоимости принадлежащих ему акций, акционер имеет лишь в исключительных, законодательно установленных случаях.

В соответствии со ст. 75 Федерального закона от 26.12.95 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее - Закон) акционеры- владельцы голосующих акций вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций в следующих случаях:

- реорганизация общества;

- совершение обществом крупной сделки, решение о совершении которой принимается общим собранием акционеров в соответствии с п. 2 ст. 89 Закона1;

- внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждения устава общества в новой редакции, ограничивающих их права.

В Постановлении Пленума Верховного Суда РФ, Пленума Высшего Арбитражного Суда РФ от 02.04.97 №. 4/8 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах» специально подчеркивается, что перечень оснований, дающих акционеру право требовать выкупа обществом принадлежащих данному акционеру акций, установленный ст. 75 Закона, является исчерпывающим. Однако в настоящее время указанный перечень пополнился еще одним основанием. В соответствии со ст. 5 Федерального закона от 05.03.99 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», акционерное общество по требованию акционеров, голосовавших против или не принимавших участия в голосовании при принятии решения о размещении посредством закрытой подписки акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, обязано выкупить у них акции в соответствии с Законом «Об
акционерных обществах».

В официальном тексте Закона, к сожалению, содержится опечатка, поскольку решение о совершении крупной сделки принимается общим собранием акционеров в соответствии с п. 2 ст. 79 Федерального закона «Об акционерных обществах».

5.2. Процедура выкупа акций

В соответствии с п. 3 ст. 75 Закона об АО выкуп акций обществом осуществляется по рыночной стоимости этих акций, определяемой без учета ее изменения в результате действия общества, повлекшего возникновение права требования оценки и выкупа акций. В том случае, если цена покупки или цена спроса и цена предложения акций, стоимость которых требуется определить, регулярно
публикуются в печати, для определения их рыночной стоимости должна быть принята во внимание эта цена покупки или цена спроса и цена предложения.

Для определения рыночной стоимости акций обязательно должен быть привлечен независимый оценщик (аудитор). А в случае, если владельцем акций общества являются государство и (или) муниципальное образование, согласно п. 3 ст. 77 Закона об АО обязательно привлечение государственного финансового контрольного органа.

Исходя из смысла Закона оценка, произведенная оценщиком, а также иные условия определения цены акций носят для Совета директоров не обязательный, а рекомендательный характер, поскольку рыночная стоимость имущества (акций), в конечном итоге, определяется решением Совета директоров общества самостоятельно.

Список акционеров, имеющих право требовать выкупа обществом принадлежащих им акций, составляется согласно п. 2 ст. 75 Закона об АО на основании данных реестра акционеров общества на день составления списка акционеров общества, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, повестка дня которого включает вопросы, голосование по которым может повлечь возникновение права требовать выкупа акций.

Всех акционеров, включенных в указанный список, общество обязано информировать о наличии у них права требовать выкупа акций, цене и порядке осуществления выкупа. Информирование акционеров осуществляется за 30 дней до проведения собрания письменным уведомлением, если уставом не пре-

дусмотрена возможность опубликования информации в средствах массовой информации.

Дополнительно информируются только акционеры, не включенные по тем или иным причинам в указанный список. В этом случае информация о наличии у акционеров права требовать выкупа обществом акций и порядке осуществления такого права направляется данным акционерам не позднее семи дней со дня принятия решения, повлекшего возникновение права требовать выкупа обществом акций (п. 2 ст. 76 Закона).

После принятия собранием соответствующего решения у акционеров, которые голосовали против либо не принимали участия в голосовании по этим вопросам, возникает право требовать выкупа акций.

Если акционер намерен реализовать принадлежащее ему право требовать выкупа акций, то не позднее 45 дней с даты принятия решения общим собранием акционеров должен направить обществу письменное требование о выкупе принадлежащих ему акций с указанием места жительства (места нахождения) акционера и количества акций, выкупа которых он требует. По истечении этого срока (в течение 30 дней) общество обязано выкупить акции у акционеров, предъявивших требования о выкупе, с ограничениями, предусмотренными Законом.

В соответствии с п. 5 ст. 76 Закона об АО общая сумма средств, направляемых обществом на выкуп акций, не может превышать 10 процентов стоимости чистых активов общества на дату принятия решения, которое повлекло возникновение у акционеров права требовать выкупа обществом принадлежащих им акций. В том случае, если общее количество акций, в отношении которых заявлены требования о выкупе, превышает количество акций, которое может быть выкуплено обществом с учетом установленного выше ограничения, акции выкупаются у акционеров пропорционально заявленным требованиям. При этом выкуп обществом акций осуществляется по цене, которая была ранее указана в сообщении о проведении общего собрания.

Таким образом, если акционерное общество не располагает средствами для удовлетворения всех заявленных требований, оно обязано сократить количество акций, подлежащих выкупу, но не вправе уменьшать цену выкупа.

При отказе или уклонении общества от выкупа акций акционер вправе в соответствии с Законом об АО обратиться в суд с требованием об обязании общества выкупить акции. Согласно п. 15 Постановления Пленума ВС РФ и Пленума ВАС РФ от 01.04.97 № 4/8 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах» с исками об обязании общества выкупить акции в случаях, предусмотренных Законом, могут обращаться владельцы обыкновенных акций, а также владельцы привилегированных акций, если в соответствии со ст. 32 Закона (п. п. 3 - 5) и ст. 49 Закона (п. 1) они имеют право участвовать в общем собрании с правом голоса.

5.3. Правовые последствия выкупа акций

Правовые последствия выкупа акций у акционеров зависят от основания, по которому происходит выкуп. В том случае, если выкуп акций осуществляется в связи с реорганизацией общества, то выкупленные обществом акции погашаются при их выкупе (п. 6 ст. 76 Закона). Во всех остальных случаях выкупленные обществом акции, поступают в распоряжение общества. Указанные акции не предоставляют права голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Такие акции должны быть реализованы не позднее одного года с момента их выкупа, в противном случае общее собрание акционеров должно принять решение об уменьшении уставного капитала общества путем погашения указанных акций (п. 6 ст. 76 Закона).

К сожалению, Закон не определяет порядка реализации акций, находящихся на балансе общества: кто должен принять решение о реализации акций, по какой цене и кому могут быть проданы указанные акции? Как правило, на практике подобное решение принимает совет директоров общества, который и

определяет все условия реализации акций, в том числе цену и покупателя акций.

Нет однозначного ответа и на вопрос: носит ли установленный Законом годичный срок нахождения акций на балансе пресекательный характер или акции могут быть реализованы обществом и после истечения указанного срока?

Так, в одном из рассматриваемых дел Президиум ВАС РФ специально отметил то, что Законом об АО не установлено последствий реализации акций позднее одного года со дня их приобретения (Постановление Президиума ВАС РФ от 0.02.200 №5784/99).

Поэтому договор купли -продажи акций в отношении реализации акций позднее одного года со дня их приобретения в соответствии со ст. 168 ГК РФ не может считаться недействительным.

6. Оценка стоимости пакета акций

6.1. Выбор методов оценки

В соответствии со стандартами оценки Оценщик обязан использовать (или обосновать отказ от использования) затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке.

Оценка рыночной стоимости акций для целей выкупа не предполагает использования затратного подхода, в частности метода оценки собственного капитала компании. Это обусловлено тем, что право владельцев обыкновенных акций на часть имущества общества и право владельцев привилегированных акций на выкуп их акций по ликвидационной стоимости (или на часть имущества общества) возникают лишь при ликвидации общества, которая в данном случае не предполагается (ст. 23, 31, 32 Федерального Закона «Об акционерных обществах»).

Таким образом, для целей выкупа акционерным обществом, как правило, применяются два подхода -сравнительный и доходный.

В рамках доходного подхода для оценки акций для целей выкупа мы использовали метод капитализации дохода акционера, получаемого в форме дивидендов на принадлежащие ему акции.

В рамках сравнительного подхода нами применен метод сделок, который позволяет определить рыночную стоимость акций путем анализа сделок купли-продажи, совершенных с акциями общества за период близкий к дате оценки.

Результат расчета стоимости акций ОАО « Связь» области по методам капитализации дивидендов и сделок приведены ниже.

6.2. Расчет рыночной стоимости акций ОАО « Связь» области по методу капитализации дивидендов

По итогам финансово-хозяйственной деятельности ОАО « Связь» области за период с 2002 по 2003 год на все типы акций начислялись и выплачивались дивиденды.

В таблице 22 приведены данные о размере дивидендов за вышеуказанный период по всем типам акций. □

Таблица 22

Размер дивидендов по акциям ОАО « Связь»

области[33]

Период	Размер дивидендов, начисленных на одну привилегированную акцию, руб.	Размер дивидендов, начисленных на одну обыкновенную акцию, руб.
2002	0,01	-
2003	1,320	0,220
2004	5,388	1,327

В соответствии с п. 6.4. Статьи 6 действующей на момент оценки редакции Устава компании «владельцы привилегированных акций имеют право на получение ежегодного фиксированного дивиденда. Общая сумма, выплачиваемая в качестве дивиденда по каждой привилегированной акции, устанавливается в размере 10 процентов чистой прибыли Общества по итогам последнего финансового года, разделенной на число акций, которые составляют 25 процентов Уставного капитала Общества. При этом, если сумма дивидендов, выплачиваемая Обществом по каждой обыкновенной акции в определенном году, превышает сумму, подлежащую выплате в качестве дивидендов по каждой привилегированной акции, размер дивиденда, выплачиваемого по последним, должен быть увеличен, выплачиваемого по обыкновенным акциям; владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивидендов имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций».

Оценщик не располагает данными, позволяющими детально спрогнозировать размер чистой прибыли ОАО « Связь» области на среднесрочную перспективу, т.к. бизнес-планирование в Компании осуществляется с учетом планов реорганизации отрасли связи и пересмотра тарифной политики. Учет в прогнозах чистой прибыли результатов реорганизации отрасли путем укрупнения операторов связи недопустим, поскольку оценка рыночной стоимости акций

[33] Источник: ОАО « Связь» области.

для целей выкупа Обществом должна осуществляться без учета ее изменения в результате действия Общества, повлекшего возникновение права требования оценки и выкупа акций (п.3. ст. 75 закона «Об акционерных обществах»). Тарифная реформа отрасли также не начата, поэтому Оценщик счел единственно приемлемым использование при оценке акций доходным методом капитализацию дивидендов, ежегодное значение которых принято по фактическим данным за 2000 г. О размере чистой прибыли и доле в ней дивидендных выплат. Также Оценщик принял допущение о ежегодном увеличении дивидендных выплат на акцию в размере 10%.

Средняя номинальная доходность финансовых инструментов, рассчитанная Оценщиком на основе анализа доходности сопоставимых финансовых инструментов, составила 20% годовых. Средние темпы роста дивидендных выплат приняты в размере 10% годовых.

Премия, отражающая риски вложения в акции компании для обыкновенных и привилегированных акций, принята в размере 17% и 15%, соответственно.

Таким образом, ставка капитализации для расчета стоимости акций Общества доходным методом составила 27% для обыкновенных и 25% для привилегированных акций.

В результате проведенных расчетов стоимость акций ОАО « Связь» области, полученных по методу капитализации дивидендов составила:

- одной привилегированной акции –21,61 руб.,
- одной обыкновенной акции –4,67 руб.

7. Расчет рыночной стоимости акций ОАО « Связь» области по методу сделок

Для определения рыночной стоимости акций методом сделок Оценщик использовал методику, утвержденную распоряжением ФКЦБ № 1087-р от 05.10.98 «Об утверждении порядка расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению на фондовой бирже или через организатора торговли на рынке ценных бумаг, и установлении предельной границы колебаний рыночной цены». Согласно данной методике, в случае, если на дату расчета рыночной цены в течение торгового дня по ценной бумаге было совершено менее десяти сделок через организатора торговли, рыночная цена рассчитывается как средневзвешенная цена одной ценной бумаги по последним десяти сделкам, совершенным в течение последних 90 торговых дней через организатора торговли.

В расчетах Оценщик использовал информацию о сделках с акциями ОАО « Связь» области через организатора торгов (РТС) и реестродержателя ОАО « Связь» области – ЗАО «Регистратор-Связь» за период с 17.07.2004 по 20.11.2004 (90 торговых дней).

В соответствии с данными РТС в течение последних 90 торговых дней с привилегированными акциями Общества было совершенно 2 сделки (см. таблицу 23), сделок с обыкновенными акциями Общества через систему организованной торговли не совершалось.

Таблица 23

Сделки спривилегированными акциями

ОАО « Связь» области[34]

Дата	Средневзв., цена, долл. США	Объем торгов, долл. США,	Объем торгов кол-во акций	Число сделок
25.07.2004	1,2	12 000	10 000	1
15.08.2004	1,2	2 400	2000	1

Согласно данным, предоставленным реестродержателем (см таблицы 24 и 25), Оценщиком проведен анализ сделок с обыкновенными и привилегированными акциями Общества. Оценщик счел необходимым использовать данную информацию для расчета рыночной стоимости обыкновенных и привилегированных акций ОАО « Связь» области, поскольку, наряду с данными РТС, это информация о фактически совершенных сделках, включающая данные о внебиржевых сделках с акциями Общества. Информация о сторонах и типах сделок оценщику не представлена.

Таблица 24

Информация о сделках купли-продажи обыкновенных акций

[34] Источник: По данным РТС.

ОАО « Связь» области[35]

№ п/п	Дата	Количество (шт.)	Цена покупки/продажи (за одну акцию руб.)
1	23.07.200	500	86,01
2	24.07.2004	25 000	38,5
3	27.07.2004	200	0,03
4	27.07.2004	220	0,02
5	11.09.2004	50	1
6	13.09.2004	200	1
7	14.09.2004	199	1
8	25.09.2004	3 000	5
9	08.11.2004	20 000	1
10	10 13.11.2004	20 000	89,1

Таблица 25

Информация о сделках купли-продажи привилегированных акций

[35] Источник: По данным реестродержателя.

ОАО « Связь» области

№ п/п	Дата	Количество (шт.)	Цена покупки/продажи (за одну акцию руб.)
1	11.09.2004	290	1
2	13.09.2004	100	1
3	05.10.2004	1080	4
4	15.10.2004	1400	25,08
5	15.10.2004	390	1
6	19.10.2004	30	25,08
7	16.11.2004	1000	38,5
8	16.11.2004	50	38,5
9	16.11.2004	50	38,5
10	10 16.11.2004	1000	1

Поскольку по данным РТС за анализируемый период количество сделок было незначительным, рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций ОАО « Связь» области, рассчитывалась как средневзвешенная стоимость одной акции по 10 последним сделкам, совершенным с акциями Общества на основе данных, представленных реестродержателем.

Таким образом, рыночная стоимость акций ОАО « Связь» области, рассчитанная на основе анализа сделок с акциями Общества, составила 40,81 руб. за одну обыкновенную акцию и 15,04 руб. за одну привилегированную акцию.

8. Итоговая величина стоимости пакета акций предприятия

Для определения рыночной стоимости привилегированных акций ОАО « Связь» области Оценщиком использован два метода оценки: метод капитали-

зации дивидендов и метод сделок. На основе применения данных методов получены следующие результаты предварительной оценки стоимости одной обыкновенной и одной привилегированной акции ОАО « Связь» области:

	Стоимость 1 обыкновенной акции	Стоимость 1 привилегированной акции
Метод капитализации дивидендов	4,67 руб.	21,61 руб.
Метод сделок	40,81 руб.	15,04 руб.

При выборе итоговой величины стоимости можно применить один из методов: метод математического взвешивания, субъективного взвешивания и простое среднеарифметическое всех оценок.

Определение итоговой величины стоимости одной привилегированной и одной обыкновенной акции ОАО « Связь» области осуществлялось путем расчета средневзвешенной (см. таблицы 27 и 28).

Проанализировав преимущества и недостатки использованных методов оценки, а также допущения, принятые при проведении расчетов (см. таблицу 26),

Оценщик принял следующие веса для получения рыночной стоимости одной привилегированной и одной обыкновенной акции ОАО « Связь» области:

Метод капитализации дивидендов – 0,5;

Метод сделок – 0,5.

Таблица 26

Преимущества и недостатки использованных методов оценки

Метод оценки	Достоинства	Недостатки	Принятые допущения
Метод капитализации дохода	- Учитывает потенциальные возможности Общества	- Риск прогнозных оценок деятельности Общества	-Капитализация прибыли по итогам 2004

	- Отражает потенциальные возможности получения дохода в виде дивиденда по различным типам акций - Отражает макроэкономические тенденции в расчете ставки капитализации	-Риск прогнозных оценок макроэкономических показателей при расчете ставки капитализации	-Темпы роста чистой прибыли Общества – 10% в год
Метод сделок	- Анализируется информация по реально совершенным сделкам с акциями компании - Учитываются рыночные тенденции на период близкий к дате оцени - Анализа сделок купли-продажи, совершенных с акциями общества за период близкий к дате оценки - Учитывает информацию о внебиржевых ценах на акции Общества - Наличие расхождений в информации полученной в РТС и у реестродержателя	- Отсутствие информации о сторонах и типах сделок. - Не учитывает прогнозы деятельности Общества - Не отражает возможность получения дохода - Отсутствие информации о характере сделок (по данным реестродержателя) - Невозможность качественной оценки расхождений в информации, полученной в РТС и у реестродержателя. - Невозможно учесть премии и скидки	-Жесткие временные рамки анализируемого - Анализируемый период ограничен 90 торговыми днями - Ограничение количества сделок за анализируемый период –10 - Применение методики ФКЦБ для анализа сделок по информации реестродержателя

Таблица 27

Расчет рыночной стоимости одной привилегированной акции ОАО « Связь» области

Применяемый метод	Стоимость одной привилегированной акции, руб.	Весовой Коэффициент	Взвешенный результат, руб.

Метод капитализации дивидендов	21,61	0,5	10,8
Метод сделок	15,04	0,5	7,52
Рыночная стоимость одной привилегированной акции ОАО « Связь» области			18,32

Таблица 28

Расчет рыночной стоимости одной обыкновенной акции ОАО « Связь» области

Применяемый метод	Стоимость одной обыкновенной акции, руб.	Весовой Коэффициент	Взвешенный результат, руб.
Метод капитализации дивидендов	4,67	0,5	2,335
Метод сделок	40,81	0,5	20,405
Рыночная стоимость одной обыкновенной акции ОАО « Связь» области			22,74

Итак, по итогам проведенной оценки рыночная стоимость одной акции ОАО « Связь» области составляет:

- 18,32 руб. за одну привилегированную акцию;

- 22,74 руб. за одну обыкновенную акцию.

Библиографический список

1. Гражданский кодекс Российской Федерации
2. Налоговый кодекс (2 часть)
3. Федеральный закон об оценочной деятельности от 29.07.98г. № 135 ФЗ
4. Постановление Правительства Российской Федерации от 06.07.01г. № 519 «Об утверждении стандартов оценки»
5. Положение о лицензировании оценочной деятельности от 07.07.02. № 395
6. А.Г. Грязнова, М.А. Федотова. Оценка бизнеса, Финансы и статистика. Москва, 2003г.
7. Валин В.В. О формировании справедливой (рыночной) стоимости в сделке (рефлексивная модель)// Государственный информационный бюллетень о приватизации. – 2001.- №1.-С. 67-72.
8. Галасюк В.В. Понятие денежных потоков и условных денежных потоков в контексте финансовой концепции капитала МСБУ//Вестник бухгалтера и аудитора России.-2000.-№18.-С.4-5.
9. Галасюк В.В Понятие денежных потоков и условных денежных потоков в контексте финансовой концепции капитала МСБУ//Финансовая консультация. –2004. -№ 31-32. –С.17-19.
10. Галасюк В.В., Вишневская А.В. Как отражать активы в бухгалтерском учете в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности и на базе концепции CCF// . – М.: ИнтерАудит, 2004.

11. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов /Пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Бук, 2004.
12. Ибрагимов Р. Можно ли управлять стоимостью компании, «капитализируя денежный поток»? Рынок ценных бумаг, N16(223), 2004, стр.69-73.
13. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. М., «Финансы и статистика», 2002.
14. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. «Стоимость компании: оценка и управление». /Пер. с англ.-М.,Олимп-Бизнес, 2003.
15. Мордашев С. Рычаги управления стоимостью компании. Рынок ценных бумаг, N 15(198), 2004, стр.51-55.
16. Мими Джеймс и Тимоти Коллер. Формирующиеся рынки: особенности оценки компаний. Вестник МакКинси («The McKinsey Quarterly», 2002,N4, с. 7-11).
17. Международные стандарты финансовой отчетности 2004: издание на русском языке М.: Аскери-АССА, 2004.
18. Международные стандарты оценки. Кн. 2, Г.И. Микерин (руководитель), М.И. Недужий, Н.В. Павлов, Н.Н. Яшина. - М.: ОАО “Типография “НОВОСТИ”, 2003. - 360с.
19. Малюга Н.М. Пути усовершенствования оценки в бухгалтерском учете: теория, практика, перспективы. – М.:. МИТИ, 2004. – 384 с.
20. Мэтьюс М.Р., Перера М.Х.Б. Теория бухгалтерского учета: Учебник/Пер. с англ. под ред. Я.В. Соколова, И.А. Смирновой.-М.: Аудит, ЮНИТИ, 2003.-663 с.
21. В. Е. Барбаумов, И.М. Гладких, А.С. Чуйко. Финансовые инвестиции. Финансы и статистика, Москва, 2003 год.
22. Ф. П. Васильев. Методы оптимизации. Факториал Пресс, Москва, 2002 год.
23. Е. А. Волков. Численные методы. Издательство «ЛАНЬ», Санкт-Петербург, Москва, 2004 год.

24. М. В. Грачёва, Л. Н. Фадеева, Ю. Н. Черёмных. Количественные методы в экономических исследованиях, Юнити, Москва, 2004 год.
25. А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. Оценка бизнеса, Финансы и статистика, Москва, 2003 год.
26. О.О. Замков, А. В. Толстопятенко, Ю. Н.Черёмных. Математические методы в экономике. «Дело и Сервис», Москва, 2004 год.
27. В. И. Киреев, А. В. Численные методы в примерах и задачах. «Высшая школа», Москва, 2004 год.
28. П. В. Конюховский. Математические исследования операций в экономике. Издательский дом «Питер», Санкт-Петербург, 2002 год.
29. С. А. Минюк, Е. А. Ровба, К. К. Кузьмич. Математические методы и модели в экономике. ТетраСистемс, Минск, 2002 год.
30. Е. М. Четыркин. Финансовая математика. «Дело», Москва, 2001 год.
31. Ричард Брейли, Стюарт Майерс. Принципы корпоративных финансов. ЗАО «Олимп –Бизнес», Москва, 2004 год.
32. Кристофер Доугерти. Введение в эконометрику. ИНФРА-М, Москва, 2001 год.
33. Том Коупленд, Тим Колер, Джек Мурин. Стоимость компаний. Оценка и управление. ЗАО «ОЛИМП-БИЗНЕС», Москва, 2002 год.
34. Лутц Крушвиц. Инвестиционные расчёты. Издательский дом «Питер», Санкт-Петербург, 2001 год.
35. Л. Крушвиц, Д. Шеффер, М. Шваке. Финансирование и инвестиции. Издательский дом «Питер», Санкт-Петербург, 2001 год.
36. Джон Г. Мэтьюз, Куртис Д. Финк. Численные методы. Издательский дом «Вильямс», Москва, Санкт-Петербург, Киев, 2001 год.
37. Т. Дж. Уотшем, К. Паррамоу. Количественные методы в финансах. Юнити, Москва, 1999 год.
38. Роберт Н. Холт, Сет Б. Барнес. Планирование инвестиций. Издательство «Дело ЛТД», Москва, 1994 год.

39. Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. Основы финансового менеджмента. Издательский дом «Вильямс» Москва, Санкт-Петербург, 2001 год.
40. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александр, Джеффери В. Бэйли. Инвестиции. Инфра-М, Москва, 1999 год.
41. Соколов Я. В. Основы теории бухгалтерского учета. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 496 с.: ил.
42. Сивец С.А. Справедливая стоимость активов и экспертная оценка// Ориентир. - 2004. - №26.-С. 15-17.
43. Сивец С.А. Переоценка основных средств в России: мифы и действительность// Ориентир. – 2004.- №13(239).-С. 19-21.
44. Шипов В. Некоторые особенности оценки стоимости отечественных предприятий в условиях переходной экономики. Рынок ценных бумаг N 18, 2004.
45. Фридман Дж., Ордуэй Ник. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. Пер. с англ., - М.: “Дело Лтд”, 2002. - 480 с.
46. Фрэнк Дж. Фаббоци. «Оценка стоимости пакета акций Акционерного общества», Инфра-М, Москва, 2003.
47. Франко Модильяни, Мертон Миллер. Сколько стоит фирма? Издательство «Дело», Москва, 2001.
48. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Инфра-М, Москва, 2000 год.
49. Юджин Бригхем, Луис Гапенски. Финсовый менеджмент. Экономическая школа, Санкт-Петербург, 2001.
50. Шеннон П. Пратт «Оценка бизнеса». – М.: «Бизнеслайн», 2003
51. Оценка бизнеса. // Под редакцией Грязновой А.Г., Федотовой М.А.// М. "Финансы и статистика", 1999.