

## **МЕТОДИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ**

Научный потенциал оценочного сообщества характеризуется значительной фрагментарностью: одним проблемам посвящено множество научных работ, в то время как другие, не менее важные, остаются мало исследованными. Можно также констатировать, что во многих случаях наличие большого количества исследований не приводит к формированию более высокого уровня качества теоретического знания (что равнозначно решению конкретной оценочной задачи или некоторой их совокупности). Наглядной иллюстрацией подобного положения является неопределенность в методологии оценки стоимости прав на дебиторскую задолженность.

Как известно, дебиторская задолженность представляет собой сумму долгов, причитающихся предприятию со стороны других предприятий, а также граждан, являющихся ее должниками (дебиторами), в итоге хозяйственных взаимоотношений с ними [11]. Отметим, что в соответствии с положениями ст. 5 Закона об оценочной деятельности [1] для целей оценки стоимости в качестве объекта оценки может выступать *право требования дебиторской задолженности* (далее – ДЗ), а не «*дебиторская задолженность*», как указывается в некоторых источниках, например, [7] и [18].

Целью настоящей статьи является не только анализ существующих наработок по оценке ДЗ, но и обоснование возможности консолидированного подхода. При этом теоретическая составляющая исследования дополнена рекомендациями по практическому внедрению, под которыми следует понимать использование сделанных выводов и предложений в реальных отчетах об оценке.

### **I. Анализ существующего методического обеспечения оценки ДЗ**

В настоящее время наиболее широкое распространение получили методики оценки ДЗ следующих авторов и авторских коллективов: Козыря Ю.В., Круглова М.В., Юдинцева С.П., Национальной коллегии оценщиков, Финансовой Академии. Следует отметить наличие группы схожих между собой коэффициентных методик (например, [10] и [15]), а также обширной совокупности методик, представляющих собой изоморфизмы дисконтирования денежных потоков, в которых все различия сводятся к незначительным вариациям в обосновании величины ставки дисконтирования, а также периода времени до погашения задолженности (например, методики Болотских В.В. [6], Зимина В.С. [7], Сергеевой Л.Л. [18]) – в этом аспекте их можно считать своего рода методическим кластером.

Приведем краткую характеристику сущности и анализ возможности практического применения указанных методик. Последовательность их анализа соответствует усложнению используемого экономико-математического аппарата.

**1. Коэффициентная методика [15]** – представляет собой совокупность различных вариантов расчета, в основу которых положено следующее выражение:

$$C = C_B \times k_O \quad (1),$$

где:  $C$  – рыночная стоимость ДЗ, ден. ед.;  
 $C_B$  – балансовая стоимость ДЗ, ден. ед.;  
 $k_O$  – коэффициент обесценивания, доли ед.

Величину коэффициента обесценивания предлагается определять, например, по данным СТО ФДЦ 13-05-98, Financial management CARANA Corporation (USAID-RPC — Moscow, 1997), а также по другим нормативным документам и результатам статистической экспертной обработки неактуальных ретроспективных данных.

Очевидным недостатком методики является то, что указанные нормативно-статистические коэффициенты *не имеют достаточной связи с характеристиками конкретной ДЗ и состоянием рынка*. В данном случае под характеристиками ДЗ, прежде всего, понимаются такие, как график возврата, финансовое состояние дебитора и связанная с этим вероятность возврата ДЗ.

К кластеру коэффициентных методик относится методика Прудникова В.И. [10], положительной особенностью которой является подробный качественный анализ ДЗ, а также классификация задолженности в зависимости от целей оценки и характеристик дебитора (отметим, что схожая классификация приводится и у Зимина В.С. в [7]). Элементы коэффициентного подхода использованы в положении Центрального Банка РФ [4] при установлении «размера расчетного резерва в процентах от суммы основного долга по ссуде».

**2. Методика Финансовой академии** (указано наиболее распространенное в оценочном сообществе название данной методики) впервые была опубликована в [12], в электронном виде доступна в [16]. Она основана на умножении номинальной стоимости ДЗ на кумулятивный коэффициент или совокупность коэффициентов, характеризующих обесценение задолженности из-за действия различных факторов: финансового состояния дебитора, обеспечения задолженности, влияния деловой репутации дебитора, временной характеристики задолженности и прочих факторов (например, «перспективность региона предприятия-должника»). Поправка на временную характеристику задолженности имеет расчетное обоснование в виде дисконтирования по безрисковой ставке, остальные коэффициенты обосновываются экспертно: «должно быть принято допущение о том, каков верхний предел и с учетом этого выведена скидка ...» [16]. Расчеты выполняются по следующей формуле:

$$C = C_B \times \varphi = C_B \times \frac{1}{(1 + i_B)^t} \times [k_1 \times d_1 + k_2 \times d_2 + \dots + k_j \times d_j] \quad (2),$$

где:  $\varphi$  – кумулятивный коэффициент уменьшения, доли ед.;  
 $i_B$  – ставка дисконтирования, соответствующая безрисковым вложениям, доли ед.;  
 $k_{1-j}$  – коэффициенты, характеризующие обесценение задолженности по различным факторам, доли ед.;  
 $d_{1-j}$  – веса коэффициентов  $k_{1-j}$ , доли ед.

К недостаткам модели следует отнести отсутствие полноценного методического обоснования структуры факторов, влияющих на стоимость ДЗ, а также коэффициентов и их весов. Таким образом, *использование набора экспертных параметров приводит к утяжелению расчетной модели относительно коэффициентной методики, при этом рост достоверности получаемых результатов сомнителен*.

**3. Методика Национальной коллегии оценщиков [17]** рыночную стоимость ДЗ предлагает определять по всем трем подходам к оценке – табл. 1.

*Таблица 1. Основные положения методики Национальной коллегии оценщиков*

Подход к оценке	Предлагаемый способ расчета	Комментарий
Затратный	Умножение балансовой стоимости ДЗ на коэффициент, зависящий от периода просрочки задолженности. Пороговым значением периода просрочки является 4 месяца: при меньшем значении величина коэффициента принимается равной 1, при большей – 0 (нулю).	«Полярность» расчетов – рыночную стоимость ДЗ предлагается принимать равной либо номинальной величине, либо нулю. Основным недостатком является отсутствие учета следующих факторов: <ul style="list-style-type: none"> <li>• периода времени с даты оценки до предполагаемой даты погашения задолженности в ситуации, когда просрочка платежей отсутствует, однако поступление ожидается через значительный интервал времени;</li> <li>• срока исковой давности по возврату просроченной дебиторской задолженности (даже по истечении 4 месяцев просрочки задолженность или ее часть возможно истребовать через суд).</li> </ul>
Сравнительный	Сравнение ДЗ с аналогичной задолженностью сопоставимых предприятий. В качестве сопоставимого предприятия рекомендуется брать кредиторов дебитора анализируемого предприятия, поскольку среди них больше потенциальных покупателей оцениваемой ДЗ.	Сама рекомендация проведения расчетов по сравнительному подходу к оценке, безусловно, является положительным фактом. Однако методика не конкретизирует виды основных корректировок, а также дает трудно реализуемую на практике рекомендацию относительно выбора компаний-аналогов.
Доходный	Предлагается обнуление дебиторской задолженности, если величина коэффициента восстановления платежеспособности меньше единицы. Величина данного коэффициента определяется как функция коэффициентов текущей ликвидности на начало и конец периода, а также его нормативного значения. Если величина коэффициента восстановления платежеспособности больше единицы – ДЗ дисконтируется по ставке рефинансирования, с учетом суммы начисленной пени. Период погашения определяется как сумма периода оборачиваемости кредиторской задолженности должника и времени, прошедшего с момента образования права требования до даты оценки.	«Дискретность» результатов расчета в зависимости от коэффициента платежеспособности. Величина данного коэффициента определяется как функция от нормативных значений финансовых коэффициентов, которые не только не учитывают специфику конкретного предприятия или отрасли, но даже и макроэкономическую динамику рынка. Кроме того, дисконтирование по ставке рефинансирования не позволяет учесть все риски, присущие конкретной ДЗ.

**4. Методика Круглова М.В.** [8] основана на достаточно интересной модели погашения ДЗ по бартерной схеме, в которой кроме изменения стоимости денег во времени учитываются разного рода налоговые составляющие и затраты на реализацию товара:

$$C = \frac{C_B \times [(1 - D) \times (1 - \frac{HA}{1 + НДС}) \times (1 - НП) - НП + \frac{D \times НП}{1 + НДС}] - ЗР \times (1 - НП)}{(1 + i)^t - НП} \quad (3),$$

где:  $D$  – дисконт на реализацию товара, отражающий превышение отпускных цен на товары и материалы предприятий-дебиторов в счет долга над ценами, сложившимися на рынке, доли ед.;  
 $HA$  – ставка налога на пользование автодорог, доли ед.;  
 $НДС$  – ставка налога на добавленную стоимость, доли ед.;  
 $НП$  – ставка налога на прибыль, доли ед.;  
 $ЗР$  – затраты на реализацию товара, полученного в зачет ДЗ, ден.ед.;  
 $t$  – суммарный период времени с даты оценки до даты получения товара и от даты получения товара до даты получения денег, пер. времени.

В случае погашения дебиторской задолженности реальными деньгами предложенная в методике модель вырождается до простого дисконтирования денежных потоков. В ставке дисконтирования, по мнению автора методики, учитываются только безрисковая ставка и ставка за риск операции, представленные в номинальном выражении, поскольку сумма ДЗ не корректируется на темп инфляции. При этом отсутствуют четкие рекомендации по обоснованию периода дисконтирования и величины ставки дисконтирования, например, в части «риска операции».

Данная модель может являться актуальной при управлении стоимостью компании, но ее полезность для Оценщика невелика, поскольку бартерная схема погашения в настоящее время является крайне редкой, с уникальными параметрами для каждого конкретного случая. Кроме того, модель описывает хоть и распространенную, но далеко не преобладающую схему транспортировки товара *только* автотранспортом.

**5. Методика Юдинцева С.П.** [19] основана на сценарном прогнозе и предназначена для ситуаций, когда собственник ДЗ еще не определился в своих намерениях по способу взыскания данной задолженности, то есть когда возможны альтернативные варианты развития событий (без инициирования арбитражных судов, инициирование конкурсного производства, инициирование внешнего управления, анализ в качестве колл-опциона).

К недостаткам данной методики следует отнести достаточно схематичное описание используемых оценочных процедур (по сути – простое дисконтирование без обоснования величины ставки дисконта и упоминание про «виртуальную» для российского рынка модель Блэка-Шоулза без анализа специфики применительно к конкретному виду объекта оценки).

**6. Методика Козыря Ю.В.** [14] предполагает дисконтирование номинальной стоимости ДЗ, при этом величина ставки дисконтирования определяется следующим образом:

- для задолженности, в возврате которой сомнения отсутствуют – в диапазоне от ставки по депозиту до ставки по кредиторской задолженности;
- для задолженности, погашение которой сомнительно – по следующей формуле:

$$i = \frac{i_f + kp_d + \frac{i_M}{\delta^2} \times \text{cov}(kp_d, i_E)}{1 - kp_d - \frac{i_M}{\delta^2} \times \text{cov}(kp_d, i_E)} \quad (4),$$

где:  $i_f$  – безрисковая ставка дисконтирования, доли ед.;  
 $i_M$  – премия за рыночный риск, доли ед.;  
 $i_E$  – текущая доходность рынка, доли ед.;  
 $kp_d$  – математическое ожидание уровня возможных потерь (средние потери при наступлении дефолта), доли ед.;  
 $\delta^2$  – дисперсия рыночной доходности (доходность рыночного индекса).

Отрицательным моментом методики является перегрузка расчетного аппарата величинами статистической природы, определение которых в реальной оценочной практике затруднено как отсутствием необходимой исходной информации, так и трудоемкостью, превышающей обычный бюджет аналогичных оценочных работ.

Для соблюдения репрезентативности опишем еще одну точку зрения на рассматриваемую проблему. Существует мнение, что ДЗ не должна подвергаться процедуре дисконтирования для учета распределенности во времени денежных потоков. В качестве обоснования приводится следующий аргумент. При постоплате товаров и услуг (схема оплаты, предусматривающая возникновение ДЗ) все потенциальные риски, а также снижение стоимости за счет инфляционной составляющей уже учтены в величине самой ДЗ. Эта величина больше, чем сумма денежных средств, уплачиваемых за товар/услугу в момент их оказания или передачи (условно – предоплате).

Несостоятельность данной точки зрения может быть проиллюстрирована следующей цепочкой рассуждения:

*постоплата товаров и услуг → дополнительные риски, связанные с обесценением денег и возможной неоплатой → продавец компенсирует указанные риски за счет повышения ДЗ относительно стоимости товаров и услуг по предоплате → «завышая» величину ДЗ, продавец рассчитывает получить ту же стоимость товаров и услуг, как и по предоплате → распределенность во времени потоков ДЗ и вероятность неоплаты должны быть учтены через дисконтирование.*

Следует подчеркнуть, что приведенную выше критику существующих методик нужно воспринимать с учетом времени их появления: некоторые из них были разработаны около 10 лет назад. Научный потенциал оценочного сообщества в последние годы динамично прирастает, последующие разработки базируются на проверенных и наиболее эффективных наработках предыдущих исследований.

В качестве основных выводов по результатам анализа существующих методик оценки ДЗ отметим следующее:

1. Общепризнанная методика (совокупность методик) по оценке ДЗ отсутствует, что значительно затрудняет оценочную практику. Например, при экспертизе отчетов об оценке возникают ситуации, когда разные специалисты считают необходимым использовать для оценки конкретной ДЗ различные методики, результаты расчетов по которым существенно отличаются.

2. Значительная часть методик оперирует нормативными или неактуальными статистическими показателями, которые не позволяют учесть специфику конкретной ДЗ, а также рыночную конъюнктуру на дату оценки.

3. Подавляющее число методик использует экспертное мнение для обоснования существенных параметров расчета, при этом рекомендации по обоснованию и оформлению экспертного мнения для использования в реальных отчетах об оценке отсутствуют. Это снижает практическую значимость таких методик.

4. Ранние методики отличались простотой экономико-математического аппарата и, по сути, сводились к дисконтированию денежных потоков. Последующие методики имеют более сложный аппарат, содержащий значительное число показателей, определяемых экспертно. **Усложнение аппарата вместе с ростом количества экспертных оценок не привело к повышению точности и обоснованности расчетов, а лишь усилило субъективизм.**

В качестве дополнительной проблемы отметим, что зачастую Оценщик не располагает информацией, необходимой для реализации сложных расчетных моделей, поскольку, например, оценка ДЗ выполняется в рамках оценки бизнеса (более подробно классификация ДЗ в зависимости от целей оценки представлена в [10], [14]). Таким образом, в соответствии с законом Парето и принципом существенности (п.4 ФСО №3), *нецелесообразно (да и на практике невозможно)* проводить глубокий анализ финансового состояния дебитора, анализ соответствующих сегментов рынка и выполнять аналогичные комплексные расчеты – например, анализ влияния деловой репутации дебитора на обесценивание ДЗ [12].

Проведенный анализ свидетельствует о потребности в консолидированном подходе к оценке ДЗ, построенном на анализе документов и информации, которые доступны в реальной оценочной практике.

## **II. Обоснование консолидированного подхода**

Предлагаемая далее методика основывается на следующих исходных положениях.

1. Существующее состояние рынка ДЗ и его недостаточная информационная прозрачность в абсолютном большинстве случаев не позволяют реализовать сравнительный подход к оценке стоимости ДЗ. Таким образом, полноценное (неиндикативное) применение сравнительного подхода следует признать редким исключением, учитывать которое в настоящей статье не рассматривается. Отметим, что при наличии достаточной и достоверной информации целесообразность применения сравнительного подхода к оценке под сомнение не ставится.

2. Дебиторская задолженность является активом с уменьшающейся полезностью: при прочих равных условиях чем дальше от даты оценки отстоит дата погашения задолженности, тем меньше ее стоимость. Возможны ситуации, когда ДЗ приобретает третьей стороной для оказания давления на дебитора. Следовательно, теоретически, «рыночная стоимость» ДЗ может быть выше балансовой (вид стоимости написан в кавычках, поскольку в описанном примере не соблюдаются все условия, предъявляемые к рыночной стоимости). Указанные уникальные ситуации в настоящей статье не рассматриваются.

3. По определению (ст.3 [1]) при оценке рыночной стоимости моделируется поведение типичного покупателя на соответствующем сегменте рынка.

Рассмотрим две ситуации: ДЗ со 100% вероятностью погашения точно в установленный срок и ДЗ с вероятностью погашения, отличной от 100%.

**Первая ситуация** представляет собой простую оценочную задачу по дисконтированию денежного потока, вызванного возвратом ДЗ (определение текущей стоимости будущих денежных потоков). В настоящей работе предполагается, что ДЗ будет погашена единым платежом, при возврате ДЗ несколькими платежами следует выполнить дисконтирование каждого из потоков.

Существует позиция, что при 100% вероятности погашения ДЗ ставка дисконтирования должна быть принята на уровне номинальной безрисковой ставки [8] или ставки рефинансирования [17]. Но это идет в разрез с поведением типичного субъекта рынка, которое моделируется при определении рыночной стоимости. Обоснование ошибочности указанных позиций выполняется аналогично и рассмотрено на примере номинальной безрисковой ставки.

Основными факторами, влияющими на изменение стоимости денег во времени, являются риск (совокупность рисков), инфляция и упущенная выгода. Использование номинальной безрисковой ставки позволяет учесть только два первых из трех указанных факторов. Экономической сущностью упущенной выгоды является доход (снижение затрат), который мог быть получен при развитии событий по другому, «нормальному» сценарию. Применительно к оценке ДЗ таким сценарием является отсутствие задолженности на дату оценки – наличие соответствующей суммы средств на счету кредитора с возможностью свободного использования. В общем виде, наиболее распространены следующие варианты использования свободных денежных средств хозяйствующими субъектами:

- использование в своей текущей финансово-хозяйственной деятельности, в том числе, ее расширении – ставка дисконтирования соответствует ставке дисконтирования финансово-хозяйственной деятельности предприятия или его соответствующей бизнес-линии;
- размещение на срочном банковском депозите – ставка дисконтирования соответствует доходности банковских депозитов;
- обслуживание имеющихся обязательств (выплата процентов по кредитам, возврат основного тела кредита и пр.) – ставка дисконтирования соответствует стоимости привлечения заемного финансирования.

Как было отмечено выше, настоящая методика предназначена для использования в условиях дефицита информации, когда у Оценщика отсутствуют данные, необходимые для полноценного анализа предприятий дебитора и кредитора, а значит и для обоснования ставки дисконтирования, соответствующей их финансово-хозяйственной деятельности. Таким образом, реальными для анализа вариантами являются два – размещение на банковском депозите и погашение имеющихся обязательств.

В данном случае наиболее логичной является позиция Козыря Ю.В., состоящая в том, что величина ставки дисконтирования ДЗ находится в диапазоне от доходности банковских депозитов до стоимости привлечения заемных средств (с соответствующими сроками размещения/привлечения). Упрощенный вид формулы расчета ставки дисконтирования:

$$i = \frac{i_D + i_K}{2} \quad (5),$$

где:  $i_D$  – доходность по депозитам с сопоставимым сроком и объемом, доли ед.;  
 $i_K$  – стоимость привлечения кредитов с сопоставимым сроком и объемом, доли ед.

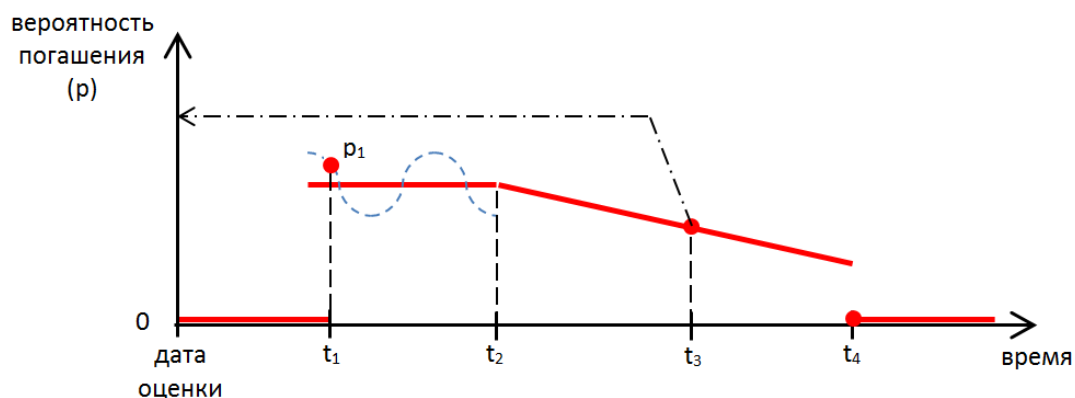
Отметим, что при прочих равных условиях, рост доли заемного капитала предприятия приводит к повышению вероятности направления свободных денежных средств (упущенная выгода от ДЗ) на обслуживание заемного финансирования. В выражении (5) целесообразно учесть структуру капитала предприятия:

$$i = i_D \times d_C + i_K \times d_Z \quad (6),$$

где:  $d_C$  – доля собственных средств, доли ед.;  
 $d_Z$  – доля заемных средств, доли ед.

Как было отмечено, при оценке рыночной стоимости моделируется поведение типичного субъекта на рынке – расчеты должны основываться на «типичной для рынка структуре капитала». Определение указанной величины на практике затруднено, поскольку доля заемного капитала у различных предприятий может находиться в диапазоне от нуля и до единицы (стремиться к единице). Следовательно, выражение (6) при соответствующих допущениях будет вырождаться в выражение (5). С другой стороны, при оценке стоимости ДЗ в рамках оценки действующего бизнеса можно говорить о том, что определяется полезность ДЗ для конкретного предприятия. В данной ситуации применение выражения (6) может быть оправдано.

**Вторая ситуация** включает первую с дополнительным учетом вероятности возврата ДЗ. Она непосредственно связана с состоянием всей общественно-экономической системы. Для характеристики состояния (совокупности показателей) общественно-экономических систем *вынужденно используются экспертные характеристики вероятностной природы* (например, см. работу Нобелевского лауреата Пригожина И.Р. по теории систем [9]). Таким образом, обоснование вероятности возврата ДЗ без использования экспертных оценок невозможно в принципе. Проиллюстрируем тезис (рис. 1):



**Рис. 1. Схематичная графическая модель вероятности возврата задолженности**

В соответствии с условиями договора погашение ДЗ ожидается на дату  $t_1$ . В период времени  $0 - t_1$  *вероятность возврата задолженности  $v$  равна нулю*, поскольку, действуя, прежде всего, в собственных интересах, дебитор не заинтересован в возврате задолженности ранее установленного срока, до которого соответствующие денежные



средства могут быть использованы в его интересах. В момент времени  $t_1$  вероятность погашения равна  $p_1$ . В период времени  $t_1 - t_2$  вероятность изменяется (на рис.1 данное изменение схематично показано в виде синусоиды). Период  $t_1 - t_2$  соответствует разумному интервалу времени, в течение которого возврату ДЗ препятствуют различные *технические факторы несистемного характера* (например, необходимость выставления счета на оплату, ошибка в реквизитах при совершении платежа), за которыми не стоит финансовая несостоятельность дебитора или его принципиальное решение о затягивании сроков возврата. В интервале времени  $t_2 - t_4$  начинают действовать описанные выше системные факторы, что приводит к поступательному снижению вероятности возврата. В момент времени  $t_4$ , который соответствует истечению срока исковой давности (3 года в соответствии со ст. 196 Гражданского Кодекса) наблюдается скачкообразное снижение вероятности до нулевого уровня. Обратим внимание, что известны единичные случаи возврата дебиторской задолженности даже после истечения срока исковой давности – можно говорить, что в момент времени  $t_4$  вероятность снижается до *около нулевого* значения с тенденцией к дальнейшему уменьшению. Однако, исходя из фундаментального принципа существенности, этими бесконечно малыми величинами можно пренебречь.

Отметим, что если в какой-то из моментов времени вероятность возврата составляет 100%, то это приводит к ситуации первой. В случае, если в момент времени  $t_3$  кредитор обращается в суд за взысканием задолженности, и суд принимает решение в его пользу, график возвращается в начальное состояние (на рисунке данная ситуация отражена штрихпунктирной линией). Отметим, что на рисунке всему судебному процессу соответствует точка на оси времени  $t_3$ , при том, что фактически судебный процесс может быть достаточно растянут во времени. Происходит соответствующая пролонгация периода  $t_3 - t_4$ .

При создании максимально точной ЭММ количество периодов времени будет *стремиться к бесконечности* (в реальной оценочной практике период дисконтирования округляется до кварталов-месяцев или, реже, до дней):

$$C = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{C_B}{(1+i)^{t_j}} \times p_j \quad (7).$$

В соответствии с положениями теории вероятности при увеличении горизонта прогнозирования точность прогнозирования неминуемо снижается. Кроме того, исходя из принципа существенности, можно пренебречь значениями функции на значительном горизонте прогнозирования.

Обоснуем данный аналитический тезис с помощью следующего выражения:

$$\lim_{j \rightarrow \infty} \frac{C_B}{(1+i)^{t_j}} \times p_j \quad (8).$$

При  $j \rightarrow \infty$  данная дробь является бесконечно малой функцией.  $P_j$  является локально ограниченной функцией, поскольку отражает вероятность, и ее область значений лежит в диапазоне  $[0;1]$ . По свойству бесконечно малых функций произведение бесконечно малой функции на локально ограниченную также является бесконечно малой функцией, а, следовательно, ее предел при заданном стремлении  $j$  равен нулю.

Таким образом, практическая реализация выражения (7) не только затруднена, но и нецелесообразна. Возможно выполнить следующее «огрубление» ЭММ:

$$C = \frac{C_B}{(1+i)^T} \times p \quad (9),$$

где:  $T$  – период времени с даты оценки до наиболее вероятной даты возврата ДЗ, пер. времени;  
 $p$  – интегральный показатель вероятности возврата, доли ед.

Следует согласиться с позицией Национальной коллегии оценщиков [17] о необходимости учета штрафов и пеней, связанных с задержкой возврата ДЗ, суммарная величина которых в ряде случаев может быть весьма существенна. Законодательными основаниями для учета штрафов и пеней являются положения ст. 295 Гражданского Кодекса, а также положения договора, в соответствии с которым возникла ДЗ. Начисленные штрафы и пени с позиции экономической сущности представляют собой +ДЗ и могут рассматриваться в качестве самостоятельной ДЗ (потока в погашение ДЗ) – их рыночная стоимость также определяется по выражению (9).

Для характеристики интегрального показателя вероятности возврата предлагается использовать модифицированную шкалу Харрингтона – табл.2 [5]. Данное решение обусловлено следующими причинами:

- во-первых, данная шкала является общепризнанным инструментом перевода качественных характеристик вероятностного свойства в количественные;
- во-вторых, градация шкалы (пять делений) позволяет соблюсти равновесие между точностью оценки параметров и обоснованностью данной оценки (при увеличении числа делений растет сложность описания и обоснования различий между ними);
- в-третьих, существует давняя практика применения шкалы Харрингтона в оценочной деятельности, например, для обоснования величины отдельных премий за риск в составе рисков составляющей ставки дисконтирования, определяемой методом кумулятивного построения.

**Таблица 2. Шкала Харрингтона**

Качественная характеристика вероятности	Количественная характеристика вероятности, %
Очень высокая	80-100
Высокая	63-80
Средняя	37-63
Низкая	20-37
Очень низкая	0-20

Для характеристики интегрального коэффициента вероятности возврата выполним модификацию шкалы Харрингтона (табл. 3). Модификация включала следующие шаги:

- добавление характеристики ДЗ в общепринятой терминологии [4];
- «огрубление» (усреднение и округление) диапазонов количественных оценок и их перевод в доли единицы;
- добавление вероятностей-экстремумов в размере 0% и 100%.

**Таблица 3. Модифицированная шкала Харрингтона**

Характеристика задолженности	Качественная характеристика вероятности возврата	Интегральный показатель вероятности возврата, доли ед.
Абсолютно надежная	Абсолютная	1,0
Сомнительная	Очень высокая	0,9
	Высокая	0,7
Проблемная	Средняя	0,5
	Низкая	0,3
	Очень низкая	0,1
Безнадежная	Нулевая	0,0

Видно, что предлагаемая модель расчета базируется на фундаменте существующих методик [14], [17], опирается на теоретические основы [9], [11] и описывается выражением (10) совместно с табл. 3:

$$C = \frac{C_B}{(1 + [i_D \times d_C + i_K \times d_3])^T} \times p \quad (10).$$

С теоретической точки зрения, в условиях стабильного рынка при наличии всей необходимой для проведения расчетов информации сравнительный подход к оценке ДЗ способен обеспечить большую достоверность результатов, а также проверяемость самих расчетов. С этой позиции можно говорить, что предложенная выше модель расчета является своеобразной «эрзац-методикой» (от нем. Ersatz – неполноценный заменитель чего-либо), предназначенной для ситуаций, когда невозможно корректное применение более точных моделей.

### III. Рекомендации по практическому применению результатов анализа

Приведем примеры источников информации для проведения расчетов по предложенной выше модели расчетов.

**Таблица 4. Примеры источников информации**

Параметр	Источник
Номинальная стоимость ДЗ	Бухгалтерский баланс, первичные документы по ДЗ (договоры, исполнение которых привело к образованию ДЗ), данные бухгалтерской сверки
Штрафы и пени	Бухгалтерский баланс (строка 24602 формы №2) или выписка по счету 99
Доходность банковских депозитов, стоимость привлечения заемного финансирования	Бюллетень банковской статистики Центрального банка России ( <a href="http://cbr.ru/publ/main.asp?Prtid=BBS">http://cbr.ru/publ/main.asp?Prtid=BBS</a> )
Структура капитала	Бухгалтерский баланс, отчет эмитента.
Вероятность возврата дебиторской задолженности	Данные заказчика, самостоятельный анализ Оценщика.

Пунктом 14 [3] установлено, что «в отчете об оценке должно содержаться обоснование выбора примененных оценщиком методов оценки в рамках затратного, сравнительного и доходного подходов». Для обоснования необходимости использования экспертного, а не расчетного, метода определения вероятности возврата можно сослаться на указанную выше позицию Нобелевского лауреата Пригожина И.Р. [9].

Экспертное обоснование вероятности возврата задолженности должно быть оформлено в соответствии с требованиями законодательства, где, в частности, отмечено следующее: «если в качестве информации, существенной для определения стоимости объекта оценки, используется экспертное суждение оценщика или привлеченного оценщиком специалиста (эксперта), для характеристик, значение которых оценивается таким образом, должны быть описаны условия, при которых указанные характеристики могут достигать тех или иных значений» (п. 19 [2]).

Приведем вариант обоснования значений модифицированной шкалы Харрингтона («условия, при которых [экспертные] характеристики могут достигать тех или иных значений» в терминологии ФСО №1). Основные факторы, влияющие на вероятность возврата ДЗ, указаны в табл. 5 (использованы положения существующих методик оценки ДЗ с выполнением укрупнения/группировки факторов):

**Таблица 5. Группы факторов, влияющих на возврат дебиторской задолженности**

Группа факторов	Комментарий
Наличие и корректность оформления документов, подтверждающих факт ДЗ	<p>Возможны ситуации, когда:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• наличие задолженности вообще не признается дебитором;</li> <li>• имеются разночтения в параметрах задолженности (в сумме, графике возврата);</li> </ul> <p>При оценке существенной по величине ДЗ целесообразно использовать информацию из актов бухгалтерской сверки на дату, максимально приближенную к дате оценки. По возможности, в данных актах должны быть отражены не только факт наличия задолженности и ее сумма, но и график погашения.</p>
Финансовое состояние дебитора	Ухудшение финансового состояния дебитора (например, падение ликвидности баланса или рост доли заемных средств) снижает вероятность возврата ДЗ.
Состояние рынка, на котором ведет свою деятельность дебитор	Состояние и прогнозная динамика рынка самым непосредственным образом влияют на финансовое состояние дебитора, а значит и на вероятность возврата задолженности.
Субъективная воля дебитора	<p>Один из наиболее сложных для прогнозов параметров, предполагающий, что дебитор может принимать решения о возврате ДЗ, основываясь на своих субъективных, а не объективных предпосылках.</p> <p>Например, хорошие человеческие отношения между руководством компании кредитора и дебитора при прочих равных условиях повышают вероятность возврата ДЗ.</p>
Прочие, обычно менее существенные факторы	<p>Совокупность значительного числа факторов, влияние которых в реальной практике на вероятность возврата меньше влияния приведенных выше факторов. В качестве примера можно привести репутацию дебитора и кредитора.</p> <p>Обратим внимание, что на вероятность возврата ДЗ оказывает влияние не только репутация дебитора (как указано в [12]), но и репутация кредитора – в ситуации, когда на рынке присутствует информация о жестком поведении кредитора при задержке платежей (разъяснительная работа службы экономической безопасности, подача судебных исков), при прочих равных условиях, вероятность возврата выше.</p>

На практике, *невозможно привести универсальное обоснование делений шкалы*, которое будет соответствовать параметрам любой ДЗ, по следующим основным причинам:

- во-первых, каждый из факторов может «обнулить» стоимость ДЗ, например: вне зависимости от финансового состояния дебитора или состояния рынка при

отсутствии документов, подтверждающих наличие задолженности (и невозможности их восстановления), стоимость ДЗ будет равна нулю;

- во-вторых, может иметь место как разрозненное, так и совокупное влияние факторов (аддитивная или мультипликативная модели расчета интегрального показателя вероятности возврата).

В табл. 6 представлен один из вариантов обоснования делений шкалы.

**Таблица 6.** Вариант обоснований делений модифицированной шкалы Харрингтона

Качественная характеристика вероятности возврата	Описание
Абсолютная	К невозврату задолженности может привести только форс-мажор. Основания для прогноза невозврата отсутствуют.
Очень высокая	<ul style="list-style-type: none"> <li>• документы оформлены должным образом;</li> <li>• финансовое состояние дебитора стабильное, позволяющее вернуть ДЗ;</li> <li>• состояние и перспективы развития рынка, не вызывают опасения относительно снижения платежеспособности дебитора до даты возврата задолженности.</li> </ul> <p>В целом, существует незначительная вероятность негативного развития событий (невозврата задолженности).</p>
Высокая	Промежуточные значения
Средняя	
Низкая	
Очень низкая	<p>Дебитор не признает наличия задолженности. Имеющиеся документы позволяют прогнозировать вероятность признания наличия задолженности через суд как низкую.</p> <p style="text-align: center;">или</p> <p>Финансовое состояние дебитора не позволяет прогнозировать погашение задолженности даже в условиях процедуры банкротства.</p> <p style="text-align: center;">или</p> <p>Рынок, на котором осуществляет свою деятельность дебитор, находится в кризисном состоянии. На предполагаемую дату погашения задолженности прогнозируется существенное ухудшение финансового состояния дебитора.</p>
Нулевая	Компания-дебитор: ликвидирована, не выходит на связь, не значится по месту государственной регистрации. Отсутствуют документы, подтверждающие наличие ДЗ, вероятность восстановления данных документов отсутствует.

Пунктом 11 [3] установлено: «информация, предоставленная заказчиком (в том числе справки, таблицы, бухгалтерские балансы), должна быть подписана уполномоченным на то лицом и заверена в установленном порядке, и в таком случае она считается достоверной, если у оценщика нет оснований считать иначе». Оценочная практика показывает, что наиболее полная информация об объекте оценки чаще всего имеется у заказчика оценки, который часто является и обладателем прав на объект оценки. Применительно к оценке прав требования дебиторской задолженности это означает, что чаще всего наиболее точная экспертная оценка вероятности погашения задолженности может быть дана самим Заказчиком. Таким образом, для повышения устойчивости отчета об оценке – его способности выдерживать разного рода и проверки и экспертизы – рекомендуется использовать экспертные данные Заказчика о вероятности погашения

дебиторской задолженности (например, письмо, заверенное в установленном законом порядке).

Дополнительно обратим внимание, что пунктом 12 [3] установлено: «в случае, если в качестве информации, существенной для величины определяемой стоимости, используется экспертное мнение, в отчете об оценке должен быть проведен анализ данного значения на соответствие рыночным условиям, описанным в разделе анализа рынка». Для выполнения указанных требований, а также повышения общей доказуемости и обоснованности, *результаты расчетов необходимо сопоставлять с рыночными данными* (при наличии таковых) – статистической информацией о сделках с ДЗ, данными коллекторских агентств.

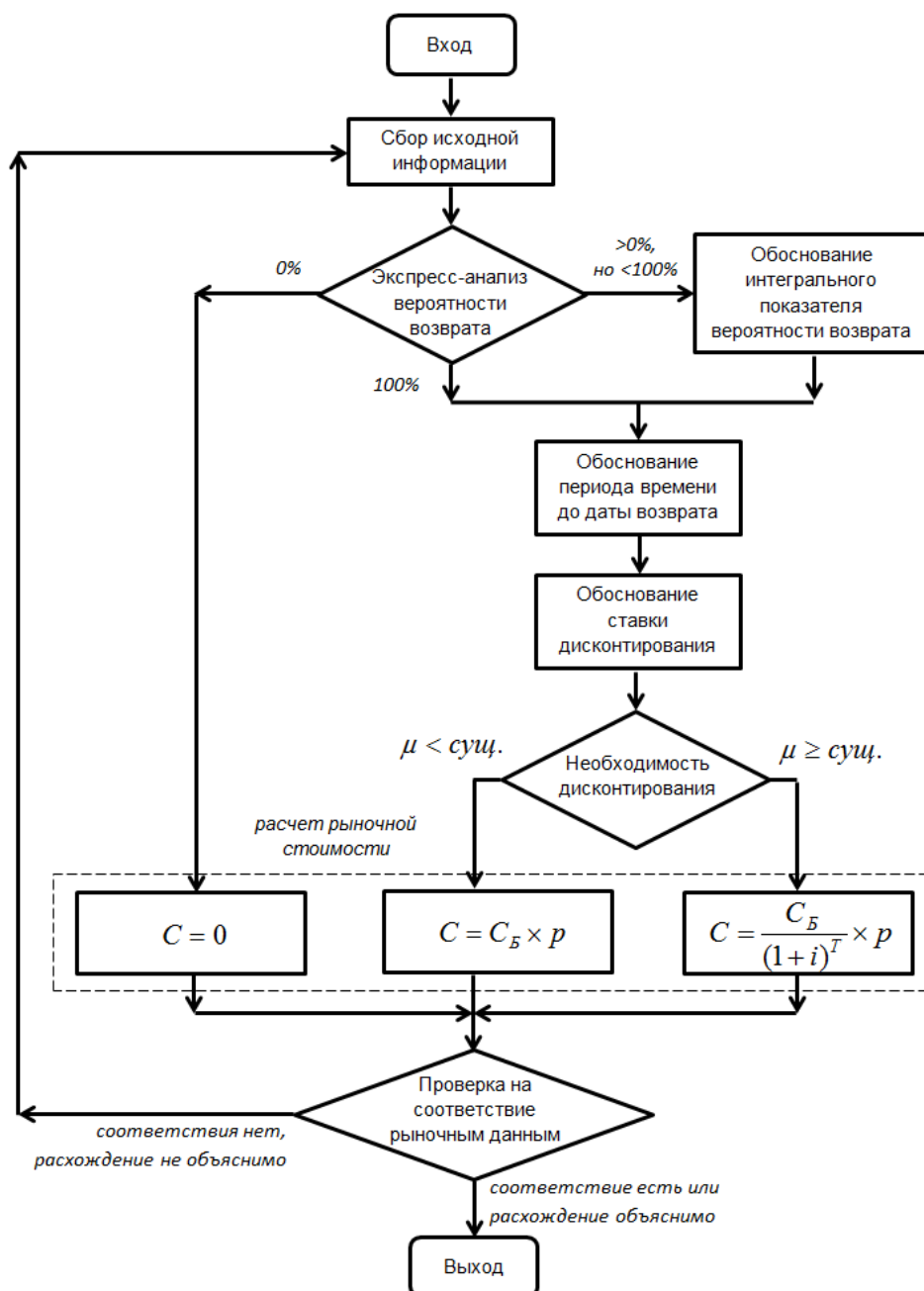
Практика экспертизы отчетов об оценке свидетельствует о том, что общепринятым подходом является дисконтирование номинальной стоимости ДЗ только тогда, когда период времени с даты оценки до даты погашения превышает один квартал (иногда – один месяц). В качестве аргумента отмечается несущественная величина дисконтного множителя  $\mu$  (по сути, показывает различие между дисконтированной и недисконтированной величинами). Не ставя под сомнение указанный тезис, отметим, что признание того или иного ценообразующего параметра существенным для стоимости конкретного объекта оценки относится к компетенции оценщика (более подробно см. [13]) и применительно к рассматриваемой задаче должно базироваться, в том числе, на анализе величины ставки дисконтирования. Поясним озвученную позицию: при ставке дисконтирования в размере 10% в год и периоде дисконтирования, равном одному кварталу, дисконтный множитель составит 0,976, а при ставке дисконтирования в размере 25% – уже 0,946.

Обобщенный алгоритм оценки ДЗ по предложенной модели расчета может быть проиллюстрирован блок-схемой, показанной на рис. 2.

Модуль «Проверка на соответствие рыночным данным» включает укрупненную проверку результатов расчета по предложенной модели на соответствие доступной разрозненной статистической и аналитической информации с рынка, в том числе, информации коллекторских агентств. Рассмотрим конкретный пример.

Рыночная стоимость задолженности группы физических лиц оценена на уровне 5% от номинальной стоимости. Аналитические данные коллекторских агентств показывают, что сопоставимые по основным параметрам виды задолженности приобретаются в диапазоне от 30 до 40% от номинальной стоимости. В описанной ситуации в отчете об оценке должно быть в явном виде указаны причины указанного расхождения показателей (например, оценивается просроченная задолженность, срок исковой давности по которой истекает в течение короткого периода времени после даты оценки). Непонимание причин расхождения является основанием для повторного сбора и анализа исходной информации по объекту оценки, а также проверки выполненных расчетов.

Обратим внимание, что методология укрупненной проверки результатов оценки стоимости, в целом, и экспертных оценок, в частности, заслуживает отдельного исследования.



**Рис. 2. Блок-схема применения предложенной модели расчета**

В заключение отметим, что эрзац-продукты всегда являются вынужденной заменой основного продукта в период его отсутствия или невозможности применения. В условиях недостатка информации применение описанной «эрзац-методики» может быть оправдано. В то же время, при наличии достаточной и достоверной информации для проведения более точных и обоснованных расчетов, например, по сравнительному подходу к оценке, полезность предложенной модели снижается.

В законодательстве закреплён *принцип независимости* Оценщика, в частности, в п.20 [1] указано, что Оценщик сам вправе выбирать (с обоснованием) конкретные подходы и методы оценки, исходя из доступной исходной информации, рыночных данных, специфики объекта оценки, а также своего профессионального опыта. Возможность выбора различных методик оценки ДЗ, каждая из которых обладает определенной спецификой, способствует закреплению указанного фундаментального принципа института оценки.

#### Использованные источники:

1. Федеральный закон Российской Федерации «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ.
2. Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)», утвержденный приказом Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации от 20.07.2007 г. № 256.
3. Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)», утвержденный приказом Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации от 20.07.2007 г. № 254.
4. Положение ЦБР от 26.03.2004 г. № 254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, по ссудной и приравненной к ней задолженности».
5. Адлер Ю.П., Маркова Е.В., Грановский Ю.В. Планирование эксперимента при поиске оптимальных условий. – М.: Наука, 1976. 279 с.
6. Болотских В.В. Методика расчета рыночной стоимости прав требования дебиторской задолженности – журнал «Имущественные отношения в РФ» 2004 г. № 2.
7. Зимин В.С. Оценка дебиторской задолженности // Журнал "Московский оценщик" №6 (19), декабрь 2002.
8. Круглов М.В. Методика оценки стоимости дебиторской задолженности — Вопросы оценки. 2000, №4.
9. Пригожин И., Стенгерс И. Порядок из хаоса. Новый диалог человека с природой./ Пер. с англ. - М.: УРСС, 2003.
10. Прудников В.И. Оценка стоимости дебиторской задолженности. – Челябинск: Челяб. Дом печати, 2000.
11. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2007.
12. Федотова М., Малышев О., Раева И. Оценка рискованных долговых обязательств на российских предприятиях. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001.
13. Ильин М.О. Использование понятия «существенность» для характеристики качественных параметров общественно-экономических систем при экспертизе отчетов об оценке [Электронный ресурс] // сайт maxosite.ru. URL: (дата обращения 29.01.2012 г.).
14. Козырь Ю.В. Оценка дебиторской задолженности [Электронный ресурс] // сайт Общероссийской общественной организации «Российское общество оценщиков». URL: [http://www.sroroo.ru/download.php?get\\_file=18C3E56D-C93B-4987-A37F-59739A16880E](http://www.sroroo.ru/download.php?get_file=18C3E56D-C93B-4987-A37F-59739A16880E) (дата обращения 13.12.2011 г.).
15. Коэффициентная методика оценки дебиторской задолженности [Электронный ресурс]// сайт ООО «Инновации Бизнес Консалтинг». URL: <http://www.inbico.ru/metodologiya/42-debitorskayazadolgnost/83-koefficientnayametodikaocenkidebitorskoizadolgnosti.html> (дата обращения 13.12.2011 г.).
16. Методика Финансовой академии [Электронный ресурс] // сайт ООО «Инновации Бизнес Консалтинг». URL: <http://www.inbico.ru/metodologiya/42-debitorskayazadolgnost/82-2010-11-01-20-35-10.html> (дата обращения 29.01.2012 г.).



17. Национальная коллегия оценщиков. Методика оценки дебиторской задолженности [Электронный ресурс] // сайт ООО «Инновации Бизнес Консалтинг». URL: <http://www.inbico.ru/metodologiya/42-debitorskayazadolgnost/81-metodikaocenkidebitorskoizadolgnostinko.htm> (дата обращения 13.12.2011 г.).
18. Сергеева Л.Л. Методы анализа и оценки дебиторской задолженности [Электронный ресурс] // сайт «Репетитор оценщика». URL: [http://dom-khv.ucoz.ru/sergeeva\\_11-debitorka.rar](http://dom-khv.ucoz.ru/sergeeva_11-debitorka.rar) (дата обращения 13.12.2011 г.).
19. Юдинцев С.П. Методика оценки дебиторской задолженности [Электронный ресурс] // сайт ООО «Инновации Бизнес Консалтинг». URL: <http://www.inbico.ru/metodologiya/42-debitorskayazadolgnost/84-ocenkadebitorskoizadolgnostimetodyoudinceva.html> (дата обращения 13.12.2011 г.).

*Декабрь 2011 года – октябрь 2013 года.*

*Выходные данные публикации:*

Ильин М.О. Методические проблемы оценки стоимости прав требования дебиторской задолженности. Стоимость собственности: оценка и управление: материалы пятой международной научно-методологической конференции [22 ноября 2013 г.]: сб. ст. / сост. И.В. Косорукова. – М.: Московский финансово-промышленный университет “Синергия”, 2013. – 416 с. (стр. 203 – 227).