

## ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

### НОРМАТИВНО-ДОХОДНЫЙ МЕТОД ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ И РЫНОЧНОЙ ЦЕНЫ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

Ревуцкий Л.Д., к. т. н., с. н. с., консультант по вопросам управленческого аудита и оценки производственной мощности, уровня экономического развития и стоимости предприятий

#### 1. ПОНЯТИЙНЫЙ И ТЕРМИНОЛОГИЧЕСКИЙ АППАРАТ

##### 1.1. Рыночная стоимость и рыночная цена предприятия и других бизнес-объектов

Далее по тексту слова «предприятия и другие бизнес-объекты» для краткости заменены одним словом «предприятия».

Обзор Большого, Малого и Современного экономических словарей, а также научной и учебной литературы по оценке предприятий и бизнеса 2002–2005 гг. выпуска по понятиям и терминам «стоимость» и «цена» позволяет установить, что стоимость предмета есть выраженная в деньгах ценность этого предмета, а цена предмета есть денежное выражение его стоимости.

Более развернутое понятие рыночной стоимости предмета оценки, которое приведено в действующих отечественных и международных стандартах оценки, а также в Законе РФ «Об оценочной деятельности» гласит: «рыночная стоимость объекта оценки - это 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...» При этом ценой объекта называется денежная сумма, уплаченная за этот объект. Встречается также определение рыночной стоимости оцениваемого объекта как общей курсовой стоимости всего пакета эмитированных под него акций.

В результате простого анализа приведенных выше понятий и определений нетрудно прийти к логическому заключению, что стоимость – это цена, а цена – это стоимость оцениваемого предмета. При этом в качестве общего основания для определения стоимости и цены предмета положена его ценность. Суть понятий ценности объекта рассмотрения, разумности действий и необходимой информированности для сторон, участвующих в процессе отчуждения собственности и передачи ее в другие руки, в имеющихся документах и литературе не раскрывается и может иметь множество толкований, в том числе и противоречивых.

Из существующих сегодня теорий познания закономерностей окружающего мира, из теории принятия решений известно, что неоднозначность, нечеткость рассматриваемых понятий, расплывчатость используемых терминов, путаница в приписываемом им смысле не да-

ют возможность осуществлять корректную постановку задач, связанных с применением этих понятий, и добиваться их успешного решения, обеспечивающего получение соответствующего технического, технологического, экономического и социального эффекта.

На самом деле между понятиями рыночной стоимости и рыночной цены предприятия имеются принципиальные различия, обуславливающие возможность их строгого разграничения.

По мнению автора, рыночная стоимость вещи, предмета или объекта и, в частности, предприятия, рассматриваемых в качестве рыночного товара, – это экономическая категория, являющаяся отражением всесторонне обоснованного представления изготовителя-производителя, создателя-строителя или владельца-собственника, т.е. инициаторов оценки либо нанятого ими профессионального оценщика этого товара о денежной мере его общехозяйственной ценности, значимости и общественной полезности. Заказ на оценку предприятия иногда может исходить и от его потенциального покупателя.

Рыночная стоимость предприятия – это результат стандартизированной или же индивидуально разработанной, регламентированной или произвольно для отдельных конкретных случаев установленной процедуры количественной оценки его ценности, осуществляемой владельцем этого вида собственности либо уполномоченными им лицами или независимым профессиональным оценщиком предприятий, специально и официально выбранным для этой цели.

Рыночную стоимость предприятия определяют методом капитализации денежной меры его стоимостеобразующего параметра с учетом всех известных видов износа этого класса объектов бизнеса. Стоимостеобразующий параметр предприятия является основополагающей характеристикой его народнохозяйственной и социальной ценности.

Для предприятий стоимостеобразующий параметр определяется интегральной денежной мерой их нормативной доходности (прибыльности, рентабельности), экономической и социальной значимости, уникальности, инновационности и интеллектуализации выпускаемой продукции, выполняемых работ и оказываемых услуг.

Методы и примеры определения стоимостеобразующих параметров и, в частности, нормативной балансовой прибыли или же нормативного чистого дохода рентабельно работающих предприятий представлены в монографиях [1, 2].

Капитализацию установленного стоимостеобразующего параметра предприятия производят путем умножения его на научно, экономически и социально обоснованную величину мультипликатора (капитализатора) этого параметра, с помощью которого учитывается рыночная конъюнктура, сложившаяся на рассматриваемый текущий момент календарного времени и ближайшую перспективу. Капитализированный стоимостеобразующий параметр для окончательного преобразования его в экономически обоснованную оценку рыночной стоимости рассматриваемого предприятия корректируют на величину показателя интегрального износа последнего, основу которого составляют перемножаемые дискретные индикаторы

физического, морального, функционального и экономического износа этого конкретного производственного объекта. При этом теоретически более непроработанным представляется вопрос о необходимости учета показателя эксплуатационного износа предприятия, с помощью которого рыночную стоимость последнего можно приближать к нулю.

После установления рыночной стоимости предприятия его владелец или продавец рассматривают возможности и пределы допустимого для них снижения ее величины в процессе предстоящего рыночного торга с потенциальными покупателями.

*Рыночная цена предприятия* – это конечный результат рыночного торга, торговой сделки (сделки купли-продажи), компромисса (договоренности) между продавцом и покупателем этого производственно-имущественного комплекса. С философской точки зрения цена предприятия является мерилом его ценности, а следовательно, и стоимости, каковой она представляется конкретному покупателю с учетом его реальных финансовых возможностей.

Таким образом, рыночная цена предприятия – это денежная мера его стоимости, установленная покупателем этого вида собственности при согласии ее владельца в процессе торговой сделки, т.е. это окончательная денежная сумма, уплаченная владельцу предприятия за отчуждение его собственности в пользу покупателя, осуществленное на открытом рынке в условиях неограниченной рыночной конкуренции.

В свою очередь, покупатель предприятия после установления для себя нормальной (желательной) цены, т.е. оптимальной для него денежной суммы, которую он готов безоговорочно без рыночного торга заплатить за продаваемое предприятие, определяет потолок – предел возможного для него превышения этой суммы в процессе рыночного торга с владельцем производственной собственности.

В исключительных случаях, если стоит вопрос о купле-продаже дорогостоящего предприятия (стоимостью, например, в миллионы у.е.), покупатель может прибегнуть к услугам независимого профессионального оценщика предприятий или специального аудитора подобных оценок, для того чтобы убедиться в разумности, справедливости и обоснованности рыночной стоимости объекта продажи, объявленной его владельцем или продавцом.

Нетрудно заметить, что стоимостная оценка продаваемого предприятия со стороны покупателя носит более поверхностный, эмоциональный характер, чем со стороны продавца. Здесь огромную роль играют сила желания приобрести продаваемый объект, интуитивные ожидания приемлемой рентабельности его работы и финансовые возможности приобретателя.

Приведенные выше соображения показывают, что существуют по крайней мере четыре характерных параметра рыночной стоимости предприятия, которые явно или же скрытно рассматриваются в процессе торговых сделок с этими видами собственности и используются для определения цены конкретной рыночной сделки:

- нормальная (номинальная) рыночная стоимость предприятия с позиций продавца;
- минимально возможная рыночная стоимость предприятия с позиций продавца;
- нормальная (номинальная) рыночная стоимость предприятия с позиций покупателя;

- максимально возможная рыночная стоимость предприятия с позиций покупателя.

Если минимально возможная стоимость предприятия, установленная продавцом, не перекрывается максимально возможной стоимостью этого объекта, установленной покупателем, то в таких случаях рыночный торг становится беспредметным, безрезультатным и сменой собственника не грозит. В такого рода ситуациях продавец вынужден улучшать свой товар, ограничивать число имеющихся обременений, искать нового покупателя (новых покупателей) либо снижать планку его объявляемой рыночной стоимости или увеличивать возможный дисконт с уже объявленной ее величины.

В тех случаях, когда оценки рыночной стоимости продаваемого предприятия владельцем и потенциальным покупателем полностью совпадают, совпавшая оценка, после оформления сделки и уплаты покупателем соответствующей денежной суммы владельцу, является рыночной ценой предприятия, которая фиксируется в соответствующих финансовых и регистрационных документах о его покупке. Случаи, когда при продаже предприятий в торгах нет необходимости, встречаются редко.

Торг необходим и уместен лишь в ситуациях, когда номинальные значения рыночных стоимостей продаваемого предприятия с позиций собственника и покупателя не совпадают, но предельно допускаемые отклонения этих стоимостей с обеих сторон участников сделки от соответствующих номиналов образуют некоторое общее поле их местонахождения (расположения). В пределах этого поля и находится возможное значение договорной рыночной цены рассматриваемого предприятия.

Различные условия и варианты возможного рыночного поведения продавца и покупателя предприятия, стремящихся установить взаимовыгодную рыночную цену продаваемого объекта собственности, приведены на рис. 1.1.

Рыночную цену предприятия (*Ц<sub>рп</sub>*) можно рассматривать как произведение его рыночной стоимости (*С<sub>рп</sub>*) на некоторый коэффициент трансформации (преобразования) рыночной стоимости в рыночную цену рассматриваемого объекта (*К<sub>1тп</sub>*).

Таким образом

$$Ц_{рп} = С_{рп} * К_{1тп}$$

Случаи, когда *К<sub>1тп</sub>* меньше единицы, являются свидетельствами рыночной переоцененности этих объектов со стороны владельцев. Случаи, когда *К<sub>1тп</sub>* больше единицы, являются свидетельствами их рыночной недооцененности владельцами, а случаи, когда *К<sub>1тп</sub>* = 1,0, являются свидетельствами полного совпадения (равенства) числовых значений рыночной стоимости и рыночной цены предприятия.

Рыночная цена предприятия может быть принята равной нулю, когда торг объективно оказывается невозможным из-за отсутствия покупателя, который бы устроил продавца (здесь формально *К<sub>5тп</sub>* = 0).

Отсюда вывод: стоимость предмета продажи, в том числе и предприятия, в отдельных случаях может быть сколь угодно высокой, а цена – нулевой.

Природа своеобразных особенностей методов определения рыночной стоимости и рыночной цены предприятия, как правило, проистекает из уникальности, оригинальности, единственности в своем роде, неповторимости и неповторяемости этой разновидности товара, для реализации которого не существу-

ет оптовой торговли, общепринятых директивных торговых наценок и скидок, возможности перемещения в пространстве и времени и т.д. Поэтому стоимостеобразование и ценообразование применительно к предприятиям – процедуры совершенно разные.

Как следует из приведенных выше соображений, для непродаваемого и продаваемого, но не проданного предприятия показателя рыночной цены не существует. В то же время по этим предприятиям может быть установлено множество показателей разновидностей их стоимости: стоимость для целей налогообложения, страхования, залога, эмиссии акций; инвестиционная, балансовая, ликвидационная, формально рыночная, справедливая рыночная, обоснованная рыночная и др.

Принципиальное, бесспорное и очевидное различие между рыночной стоимостью и рыночной ценой предприятия и многих других категорий объектов собственности состоит в том, что рыночная стоимость оцениваемого объекта, как правило, является расчетным показателем, а его рыночная цена – реальным конечным результатом договоренности, торга, компромисса между продавцом и покупателем этой собственности.

Помимо всего прочего, рыночная стоимость предприятия отличается от его рыночной цены первоочередностью установления и обоснования. С другой стороны, рыночная цена предприятия по договоренности между продавцом и покупателем либо по желанию одного из них по каким-то соображениям может становиться коммерческой тайной. Скрывать его рыночную стоимость, как правило, не имеет смысла.

Рыночная стоимость предприятия является одним из возможных проектов его рыночной цены.

Объективно получается, что курс показателя рыночной стоимости предприятия, как правило, оказывается «плавающим в некотором коридоре», в то время, когда курс его рыночной цены является строго однозначным для каждой конкретной торговой сделки.

Величину допускаемого в процессе торговой сделки снижения продавцом ранее установленной рыночной стоимости предприятия концептуально-методически целесообразно увязывать с показателем его экономической неполноценности, характеризуемой величиной его эксплуатационного износа. Суть этого вида износа предприятия кратко изложена в работе [3]. Чем больше величина фактического эксплуатационного износа предмета продажи, тем больше может быть возможная скидка с его первоначально объявленной стоимости, и наоборот. При этом следует заранее устанавливать потолок скидки по этой причине, например, не более 10, 15 или 20%. Для решения этой задачи можно поступать и по-другому, применяя показатель уровня эксплуатационного износа для определения величины дисконта установленной рыночной стоимости предприятия не к полной величине этой стоимости, а, например, к ее половине или трети, в зависимости от реальной рыночной привлекательности продаваемого производственного объекта. Для получения большей точности вводимые ограничения на максимальную величину дисконта с рыночной стоимости предприятия или же на учитываемую в расчетах часть этой стоимости целесообразно определять методом экспертных оценок.

Ту или иную стоимостную уступку владельца-продавца предприятия его реальному покупателю, размеры которой устанавливаются в порядке учета эксплуатационного износа имеющихся в наличии производственных мощно-

стей можно рассматривать как денежную меру своеобразной формы материального и морального (экономического) самонаказания собственника производства и нанятой им управленческой команды за недостаточно эффективное управление своим предприятием, что прежде всего проявляется в неудовлетворительном использовании накопленных производственных ресурсов и имеющихся производственных возможностей.

Допускаемое в процессе рыночного торга снижение первоначальной рыночной стоимости предприятия, если оно увязывается с наблюдаемым эксплуатационным износом производства при фиксированных ограничениях влияния этого износа и по своей сути является расчетным, можно считать нормируемой величиной. Здесь уместно еще одно нетривиальное соображение. Приведенные выше рассуждения показывают, что максимально допускаемое для успешного завершения рыночного торга снижение стоимости продаваемого предприятия так или иначе поддается соответствующему расчету, а следовательно, и нормированию, тогда как ни при каких условиях размеры возможных уступок покупателя продавцу предприятия пронормировать нельзя, так как кроме эмоций и толщины кошелька покупателя, нормобразующего расчетного параметра, за который можно было бы зацепиться при решении такой задачи, как представляется, в природе не существует.

Оценки рыночной стоимости дорогостоящих средних и крупных предприятий, концернов, консорциумов, холдингов, корпораций, национальных и транснациональных финансово-промышленных групп имеют, помимо всего прочего, огромное социальное значение и часто тем или иным образом в открытую глубоко или поверхностно малозаметно затрагивают интересы государства и общества. Есть все основания полагать, что для сравнительно серьезных торговых сделок с предприятиями (например, стоимостью от 1,0 млн. у.е. и выше), особенно, если в их капитале участвует государство или регионы, целесообразно создать институт (коллегию, ассоциацию, гильдию) независимых профессиональных аудиторов - экспертов, которые специализировались бы на аудите оценок рыночной стоимости и рыночных цен предприятий с целью всестороннего, контроля достоверности, допустимости, обоснованности, справедливости полученных результатов. При этом аудиту должны подлежать оценки, полученные самими владельцами предприятий, а также установленные независимыми профессиональными оценщиками объектов производственной собственности.

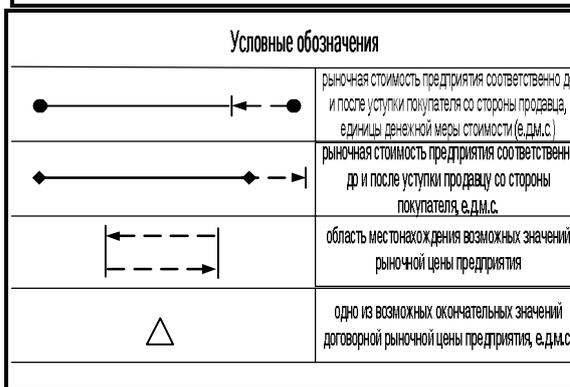
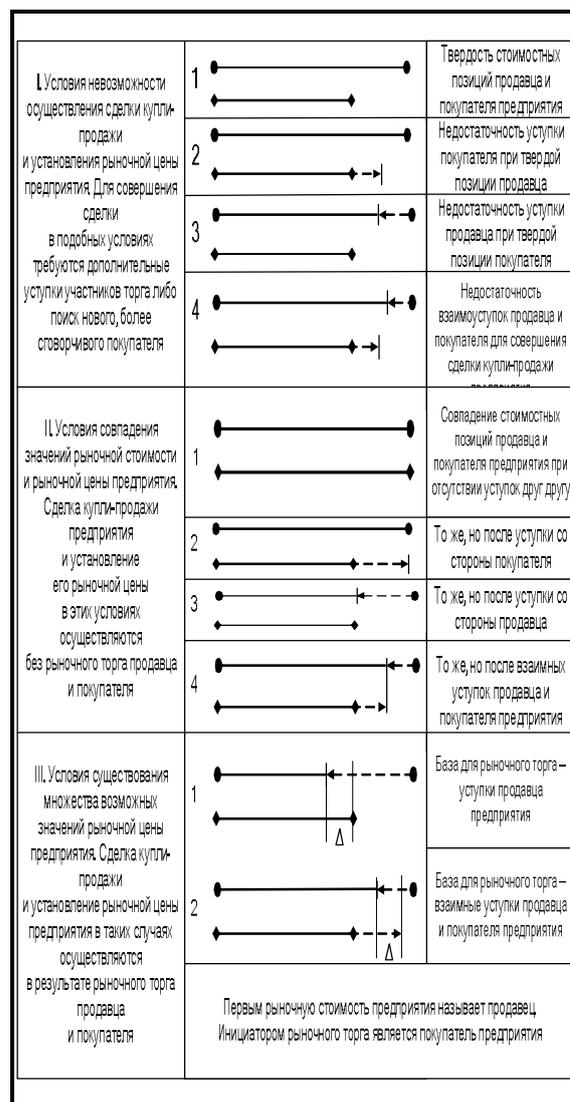
Практика проведения и результаты такого аудита будут способствовать постепенному искоренению недобросовестных и недоброкачественных оценок стоимости предприятий, случаев откровенного мошенничества или сговора с выплатой соответствующего отката при проведении оценочных работ, приведут к сокращению числа фиктивных и преднамеренных банкротств предприятий.

Ниже в виде табл. 1 рассмотрено влияние основных технико-экономических показателей, а также некоторых факторов внутренней и внешней среды предприятия на его рыночную стоимость и рыночную цену. Приведенные оценки являются предположительными, ориентировочными, заслуживающими соответствующего обсуждения и принятия либо неприятия за основу.

Таблица 1

**ВЛИЯНИЕ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ**

Наименование основных технико-экономических показателей предприятия и некоторых факторов его существования	Характеристика влияния: влияет (+), не влияет (-)	
	Рыночная стоимость предприятия	Рыночная цена предприятия
Номинальная производственная мощность и номинальная продуктивность	+	+
Фактический объем производства продукции, валового дохода и балансовой прибыли, достигнутый уровень экономического развития	-	- (+)
Капиталоемкость, энергоемкость и материалоемкость производственного потенциала	+	+
Наличие или отсутствие известного брэнда	+	+
Площадь, месторасположение и уровень улучшений занимаемого земельного участка	+	+
Емкость рынка для продукции, работ и услуг	+	+
Наличие конкурентов	-	+
Возраст (срок службы)	+	+
Виды износа:		
физический	+	+
моральный	+	+
функциональный	-	+
эксплуатационный	-	+
экономический	+	+
Величина банковской ставки рефинансирования	+	-
Уровень инфляции денежных средств	+	-
Факторы внешней среды предприятия:		
политические	-	-
идеологические	-	-
социальные	-	+
общезкономические	-(+)	+
экологические	-	-(+)
Уровень материальной обеспеченности:		
владельца-продавца предприятия	-	+
покупателя	-	+
Срочность сделки купли-продажи:		
по инициативе продавца	+	+
по инициативе покупателя	-	+
Существование практики аудита результатов оценки рыночной стоимости и окончательной рыночной цены предприятия	+	-(+) (в исключительных случаях, если есть подозрения в демпинговости или же очевидной завышенности установленной рыночной цены)



**Рис. 1. Возможные варианты рыночного поведения участников сделок купли-продажи предприятий**

В силу особой специфичности предприятий как товара для их продажи часто прибегают к аукционной или конкурсной (тендерной) формам торговых сделок. Главное в этом процессе – наличие потенциальных или реальных покупателей. Проще и более выгодно для участников сделок купли-продажи предприятий, когда торг между продавцом и покупателем производственной собственности

проходит напрямую – без посредников, которым всегда нужно платить, и платить немало.

Строгое разграничение понятий и показателей рыночной стоимости и рыночной цены предприятий позволяет рационально дифференцировать методические приемы научного, экономического и социального обоснования и определения величины этих показателей, что в конечном итоге обеспечит возможность установления не формальной, зачастую ошибочной, а обоснованной и справедливой рыночной стоимости объектов оценки, при определении которой будут учитываться финансово-экономические интересы, как продавца, так и покупателя такого рода товаров. При этом в убытке не окажутся государство и общество.

## 1.2. Стоимость, оценка, капитализация и вероятная цена предприятия

В русском языке понятие «стоимость» применительно к предприятиям и другим бизнес-объектам традиционно обозначается четырьмя терминами: собственно «стоимость», «оценка», «капитализация» и «цена», которые зачастую используют как синонимы. Однако при более пристальном внимании между ними обнаруживаются различия и, на наш взгляд, весьма существенные. Игнорирование этих различий приводит к искажению устанавливаемой и легитимизируемой рыночной стоимости оцениваемого экономического объекта.

Журналисты некоторых массовых газет (в частности, «Известий») в случаях, когда говорится о стоимости чего-либо, например, акций, часто изобретают весьма сомнительные словосочетания: оценочная стоимость, реальная оценочная стоимость и т.п. Терминологически нечетко, некорректно выражая суть того, о чем идет речь, они засоряют русский язык. Пользоваться такими словосочетаниями не следует.

В одной из наших предыдущих работ [4] были разведены понятия стоимости и цены предприятия, показана сущность принципиальных различий между ними. В данной статье предпринята попытка развести понятия «стоимости», «оценки» и «капитализации» предприятия. Во всех случаях речь ведется о рыночных значениях этих показателей, но слово «рыночная», во избежание частых повторов, при их упоминании, как правило, сознательно опускается, так же как словосочетание «предприятие и другие бизнес-объекты» заменяется одним словом - «предприятие».

Существующие предприятия укрупненно можно разделить на три категории: государственные, публичные (акционерные) и частные. Многие государственные предприятия в интересах государства и общества постепенно передаются в акционерную либо частную собственность. По всем упомянутым категориям предприятий рано или поздно возникает проблема определения их рыночной стоимости (приватизация, повторная продажа, смена собственника, деления, слияния и поглощения компаний, обмен собственностью и т.д.).

В упомянутой опубликованной ранее статье указывалось, что стоимость предприятия – это денежная мера его экономической ценности, значимости, социальной полезности и качества этого хозяйственного объекта. Экономическая ценность и общественная полезность предприятия заключается в его способности производить строго определяемый

объем пользующихся спросом товарной продукции, работ и услуг, принося при этом соответствующие доход и прибыль тем, кому оно принадлежит. Фактическая рентабельность производства продукции, работ и услуг за вычетом индекса годовой инфляции денежных средств должна обеспечивать неуклонное экономическое развитие масштабов производственной деятельности предприятия и рост оплаты труда всех категорий его работников. Получаемой прибыли должно также хватать на создание, наполнение и пополнение социального пакета для трудящихся на предприятии.

Под качеством предприятия имеется в виду фактический уровень его физического, морального, экономического и в какой-то степени эксплуатационного износа. Первые три вида износов зависят от срока эксплуатации и специфичности производственной деятельности предприятия, последний – от профессионализма и работоспособности его управленческой команды, а также от рыночной конъюнктуры. Более углубленный анализ понятия «стоимость» применительно к предприятиям и того объективного свойства этих объектов, которое оно отображает (капиталоемкость, ценность экономического ресурса) показывает необходимость и целесообразность различения трех ее разновидностей:

- действительная (реальная, истинная, объективная, настоящая, имманентная) стоимость предприятия;
- авторизованная (субъективная) стоимость предприятия;
- капитализированная (биржевая, бумажная) стоимость предприятий, существующих в виде акционерных обществ.

Самым проблемным из этих показателей для количественного определения является первый. Действительная стоимость предприятия – это внутренне и внешне присущая ему объективная всеобъемлющая ценность, которая с философской точки зрения сравнима с истиной в первой инстанции. Движение к ее достижению может быть бесконечно долгим, а будет ли она достигнута и когда – никому не известно. Другой вопрос, а нужно ли ее определять? И тем не менее, стремление к установлению реальной стоимости оцениваемого предприятия, максимально возможному приближению к ней – дело чести и совести любого специалиста в этой области оценочной деятельности и прежде всего – его владельца.

Действительная стоимость предприятия – это убедительно обоснованная, справедливая, не вызывающая сомнений наиболее вероятная стоимость оцениваемого объекта.

Действительная стоимость предприятия представляет собой сумму двух слагаемых: действительной стоимости всех имеющихся в наличии производственных ресурсов этого предприятия и действительной стоимости его земельного участка. основополагающей интегральной характеристикой производственных ресурсов предприятия является цепочка взаимосвязанных нормативных значений показателей его производственной мощности, товаропроизводительности, доходопроизводительности и прибылепроизводительности. Научно обоснованная капитализация (мультипликация) последнего из этих показателей с учетом фактического интегрального износа производственных ресурсов рассматриваемого предприятия позволяет установить его действительную стоимость. Интегральный износ объединяет объективные последствия фи-

зического, морального и экономического износа производственных ресурсов оцениваемого предприятия. Учет физического износа дает возможность исключить из номинальной (без поправок на интегральный износ) действительной стоимости этих ресурсов денежные средства, которые в процессе эксплуатации предприятия возвратились его собственнику в виде амортизационных (и реновационных) отчислений, предусматриваемых в составе себестоимости выпускаемой продукции, выполняемых работ и оказываемых услуг. С помощью учета морального и экономического износа производственных ресурсов предприятия из показателя их номинальной действительной стоимости вычитаются невосполнимые потери той части этих ресурсов, возобновление либо модернизация которых экономически нецелесообразны.

На действительную стоимость занимаемого предприятием земельного участка оказывают существенное влияние его месторасположение, размеры, конфигурация, наличие подъездных путей и близость к центральным транспортным магистралям, а также наличие и качество инфраструктурных коммуникаций: энергоснабжения, теплоснабжения, газификации, наличие холодной и горячей воды, канализации, телефонизации, надежного ограждения и т.д.

По мнению автора, наиболее приближены к действительной стоимости предприятия результаты специального статистического эксперимента, суть которого будет изложена ниже, оценки, получаемые по формулам типа приведенных в статье [5], а также оценки, которые определяют при использовании затратного подхода в варианте установления нормативно-сметной стоимости замещающего предприятия аналогичного типоразмера с теми же корректирующими коэффициентами, принятыми для оцениваемого объекта и на том же земельном участке.

Наиболее широкое применение в настоящее время получили показатели авторизованной стоимости предприятий. Под авторизованной стоимостью экономического объекта понимается его стоимость, установленная и узаконенная по специальному заказу того или иного клиента независимым профессиональным оценщиком производственной собственности за соответствующую (по договору) оплату его труда. По своей физической сути авторизованная стоимость предприятия является одним из проектов, одним из возможных значений (вариантов) его рыночной стоимости. Насколько авторизованная стоимость бизнес-объекта приближается к его имманентной стоимости, сказать затруднительно. Сколько будет нанято независимых оценщиков для выполнения одной и той же задачи, столько будет получено значений авторизованных стоимостей оцениваемого объекта, и отличаться они будут друг от друга скорее всего существенно, а иногда и в разы. Есть здравый смысл авторизованную стоимость предприятия для краткости называть его оценкой. При этом следует сознавать, что термином «оценка» обычно обозначают как оценочное действие (например, оценка стоимости бизнеса), так и конечный результат оценочной деятельности (например, оценка предприятия). При замене словом «оценка» словосочетания «авторизованная стоимость» имеется в виду второе значение этого слова – результат оценочных процедур, осуществляемых независимым специалистом-оценщиком.

Допускается также употребление вместо слова «оценка» словосочетания «оценка стоимости» в том же понимании.

Для того чтобы раз и навсегда покончить с двусмысленностью термина «оценка» (процесс получения оценки и результат этого процесса), следовало бы этот термин в смысле процесса заменить на другой специальный термин, более подходящий в этих случаях. На наш взгляд, таким термином является термин «оценивание». Пример применения этого термина: оценивание стоимости или просто оценивание предприятия либо бизнеса.

Таким образом установлено, что термины «оценка», «оценка стоимости» и «авторизованная стоимость» применительно к предприятиям могут быть признаны синонимами. По своей природе они представляют одно из множества возможных значений объективной рыночной стоимости предприятия. При этом каждый квалифицированный оценщик бизнеса выдает «на гора» и легитимизирует свою персонифицированную (индивидуальную) оценку обследуемого предприятия. Насколько она будет отличаться и будет ли отличаться от его истинной стоимости, знать может только бог.

Легитимизация оценки предприятия состоит в том, что отчет о ее проведении и полученный результат заверяются печатью оценочной фирмы, в которой работает оценщик, или же персональной печатью лицензированного независимого оценщика. После легитимизации оценка предприятия может быть использована в торговых сделках для определения его рыночной цены или для других целей.

В настоящее время оценку предприятий и их действительную стоимость без всяких на то оснований, неосознанно приравнивают друг к другу, считая их равноценными, равновеликими, принимая их за одно и то же, что никоим образом не соответствует действительности. В условиях, когда сколько оценщиков, столько и оценок, вероятность серьезной ошибочности такого приравнивания весьма велика.

Оценки предприятия бывают профессиональными, экспертными и дилетантскими. В первом случае они являются результатом довольно продолжительной работы квалифицированных, соответствующим образом подготовленных, аттестованных и лицензированных специалистов-оценщиков; во втором – преимущественно результатом интуитивного, но на базе соответствующих накопленных знаний, предположения лиц, в той или иной степени знающих о состоянии рынка производственных имущественно-земельных комплексов. Естественно, что на предположение много времени и труда не требуется. И тем не менее, в качестве экспертов по вопросам стоимости предприятий целесообразно использовать топ-менеджеров оцениваемого и аналогичных предприятий, аудиторов-аналитиков и экспертов по отчетам об оценивании предприятий, а также ведущих специалистов специализированных фирм, занимающихся продажей и перепродажей бизнес-объектов. Дилетантские оценки предприятия выдаются неправильно выбранными экспертами – не специалистами в этом деле, людьми, которые считают себя специалистами, но таковыми не являются; личностями, не являющимися участниками рынка производственной недвижимости, специалистами по оценке других видов собственности и т.д.

Помимо прочего, оценки предприятий бывают предполагаемыми и расчетными. Примеры предполагаемых оценок – экспертные оценки и оценки, появляющиеся в результате соответствующих мозговых атак; расчетных оценок – оценки профессиональных оценщиков. В свою очередь, расчетные оценки предприятий могут быть проектными, нормативными, планируемыми, прогнозируемыми и оперативными (текущими рыночными). Все зависит от того, какими исходными данными пользуется оценщик при определении требующейся оценки.

Оценки предприятий могут быть обоснованными, справедливыми и формальными. Подробному рассмотрению этого вопроса посвящен подраздел 1.3.

Кроме того, оценки предприятия бывают индивидуальными (персональными) и коллективными, когда, например, его материальные и нематериальные активы, а также земельный участок оценивают разные специалисты-оценщики.

Характерные свойства оценок предприятий, принимаемых за их действительную стоимость: они могут быть авторизованными и неавторизованными, индивидуальными или же коллективными и не могут быть формальными, необоснованными и несправедливыми.

Для акционерных обществ, акции которых котируются на фондовой бирже, действительная стоимость этих бизнес-структур считается равной биржевой (бумажной) стоимости таких компаний. В качестве синонима бумажной стоимости публичных акционерных обществ почти всегда используется термин «капитализация». Показатели капитализации акционерных компаний также без достаточных на то оснований приравниваются к показателям их действительной рыночной стоимости. Бумажная капитализация АО, подверженная существенному влиянию международных, страновых, политических, социальных, психологических, личностных и других факторов (рисков), не может объективно отражать реальную стоимость таких экономических объектов. Свежим примером кричащего несоответствия капитализации оценкам и действительной стоимости предприятия, обусловленного политикой государственных органов, является ЮКОС. На примере этой компании отчетливо видно, что фондовая биржа представляет собой своеобразное казино, в котором ставками служат акции. Стоимость акций – дело случая (выигрыша или проигрыша их владельца). При этом капитализация компании служит предметом биржевых манипуляций и спекуляций той или иной интенсивности. Интенсивность такого рода действий, масштабы их последствий резко возрастают, когда в них вмешивается государство.

Капитализация АО зависит от рыночной конъюнктуры и практически не зависит от персональных способностей того, кто ее оценивает. Меняется ситуация, меняется и капитализация. Таким образом, капитализация, оценка и истинная стоимость предприятия – вещи совершенно разные.

Сравнительный подход к оценке предприятия также малопригоден для определения близкой к действительности стоимости оцениваемых предприятий, так как дает лишь авторизованные оценки рассматриваемых объектов, в условиях заметной сомнительности соответствия предприятия, выбранного в качестве аналога, предприятию, стоимость которого требуется определить.

Теоретически разовая оценка или текущая капитализация предприятия могут быть равны его действительной стоимости. Однако вероятность таких совпадений ничтожно мала. Возникает вопрос: в каких случаях можно ограничиться одной-единственной оценкой (показателем авторизованной обоснованной стоимости) предприятия, а в каких целесообразно, затратив дополнительную сумму денежных средств, получить показатель его действительной стоимости методом специально проведенного статистического эксперимента. Разумеется, если есть основания полагать, что разница между действительной стоимостью и полученной обычным путем оценкой предприятия значительно превышает дополнительные расходы на определение первой, то определять именно ее имеет полный экономический смысл. Когда предполагаемая разница между действительной и авторизованной стоимостями предприятия несущественна, достаточно располагать только одной легитимизированной оценкой этого объекта. В особых случаях для крупных публичных компаний показатель их предполагаемой действительной стоимости первоначально следует определять стандартным методом экспертных оценок и в качестве экспертов использовать владельцев и топ-менеджеров предприятий, ответственных работников посреднических фирм, занимающихся продажей и перепродажей предприятий, а также дружественных компании оценщиков бизнеса и аудиторов-экспертов результатов оценки производственной и земельной собственности. В таких случаях использование профессиональных оценщиков желательно, но не обязательно. По результатам, получаемым этим методом, принимается окончательное решение устанавливать действительную стоимость компании методом специального статистического эксперимента или же обойтись без этой процедуры. Все возникающие сомнения по поводу целесообразности проведения статистического эксперимента для определения действительной стоимости предприятия должны решаться по результатам соответствующего экономического расчета.

Иногда вместо метода экспертных оценок для решения вопроса о целесообразности проведения статистических исследований вероятной стоимости предприятия целесообразно использовать требующий меньших затрат времени метод «мозговой атаки» компетентных лиц.

Как правило, потребность в определении имманентной стоимости предприятия методом статистического эксперимента может возникать:

- для крупных публичных компаний (корпораций, финансово-промышленных групп, консорциумов, крупных холдингов, больших торговых сетей и т.д.);
- для научно-исследовательских целей;
- для учебных целей, включая разработку кейсов.

Суть такого эксперимента состоит в том, что задача оценки данной компании на платной основе ставится перед фокус-группой независимых профессиональных оценщиков (лучший вариант группы – 12 - 15 чел.). Полученные от них легитимизированные оценки рассматриваемой компании подвергаются стандартному статистическому анализу: устанавливаются закон распределения, математическое ожидание, среднеквадратическое отклонение и границы разброса представленных оценок. По нашему мнению, математическое ожидание фокус-выборки профессиональных оценок в наибольшей степени приближается к отражению дей-

ствительной стоимости оцениваемой компании. Величина математического ожидания оценок также неоднородна, в определенной степени она зависит от объема выборки. Однако возможные отклонения этих величин друг от друга будут незначительны, и ими можно пренебречь.

Если по оценкам компании, представленным квалифицированными оценщиками, нельзя установить закон распределения и математическое ожидание этих оценок, тогда за ее действительную стоимость принимается среднеарифметическое значение полученных оценок.

Стоимость предприятия, полученная методом статистического эксперимента, авторизованной не является.

Следует иметь в виду, что статистический анализ «липовых», недоброкачественных оценок компании приведет к получению такой же «липовой», неизвестно какой ее «действительной» стоимости. Поэтому особый интерес представляет экспертиза (аудит-анализ) методов получения хотя бы крайних (максимальных и минимальных) оценок компании в случаях, когда они значительно, может быть даже в несколько раз, отличаются друг от друга. Диапазон разброса этих значений свидетельствует о степени свободы, индивидуальных особенностях и творческих возможностях оценщика при выборе и подготовке к расчету необходимых исходных данных для оценки компании, о достигнутом уровне стандартизации (регламентации) процедур, технологии оценочной деятельности для бизнес-объектов, а также о реальной частоте воспроизводства оценок, близких к действительной стоимости компании. Очевидные ошибки в расчете крайних оценок должны быть выявлены и исправлены. Есть основания предполагать, что чем выше будет уровень стандартизации хотя бы основополагающих процедур получения оценок предприятия (например, выбора и установления величины стоимостеобразующего параметра, определения значений мультипликатора этого параметра, коэффициента интегрального износа рассматриваемого объекта, оценки занимаемого им земельного участка), тем меньшим окажется разброс авторизованных оценок предприятия и тем выше будет уровень их воспроизводства у разных оценщиков.

Перед тем как организовывать статистический эксперимент для получения величины действительной стоимости предприятия, необходимо принять меры, направленные на минимизацию дополнительных расходов на выполнение этой работы. К наиболее важным из этих мер следует отнести подготовку и передачу оценщикам всех необходимых им исходных данных и привлечение к этой работе только независимых самостоятельных профессиональных оценщиков, услуги которых будут гораздо дешевле услуг оценочных фирм.

Для более значительного удешевления такого эксперимента целесообразно проводить его поэтапно, шаг за шагом. На первом этапе к первой полученной профессиональной и легитимизированной оценке предприятия, если она обоснованно вызывает сомнения в достоверности и прошла экспертизу на вероятность несоответствия действительности, добавляют еще две. Если крайние оценки из трех имеющихся отличаются друг от друга менее, чем на 15% – эксперимент завершается. При этом важно, чтобы указанное условие распространялось не только на общие оценки

предприятия, но и на их структурные составляющие: оценки его имущества и оценки его земельного участка. Когда крайние из полученных первых трех оценок и их составляющие в отдельности различаются между собой более чем на 15%, дополнительно в порядке перехода ко второму этапу эксперимента заказывают еще две профессиональные оценки – общих или только по той составляющей, для которой это условие соблюдается. В тех случаях, когда большая оценка из двух последних дополнительных не превышает большую из первых трех оценок более, чем на 15%, а меньшая не оказывается меньше минимальной оценки, полученной на первом этапе, также на 15% – эксперимент прекращается. При несоблюдении этих условий, т.е. при выходе одной или двух оценок второго этапа из указанных выше рамок, заказывается еще одна – шестая профессиональная оценка третьего этапа эксперимента, которая сравнивается с предыдущими по тем же принципам, и т.д. Максимальное число таких оценок не должно и, как правило, не будет превышать число 12.

Граничное отклонение в 15% выбрано равным размеру разумно допускаемой скидки с установленной действительной стоимости предприятия при определении его минимально возможной цены в процессе торговой сделки по его купле-продаже.

Статистические эксперименты подобного рода, помимо того, что они дают возможность решать конкретные задачи установления действительной стоимости оцениваемых предприятий, имеют научно-познавательное прикладное значение, так как позволяют количественно характеризовать достигнутый уровень совершенства существующих, широко применяемых сегодня на практике методов оценки производственных имущественно-земельных комплексов и степень воспроизводимости профессиональных оценок предприятий, в случаях проведения таких экспериментов.

Выдавая заказы на оценку стоимости предприятия профессиональным оценщикам и опрашивая обычных экспертов следует просить их выдавать как общий результат оценочной работы, так и его состав по структурным элементам: стоимость непосредственно предприятия и стоимость его земельного участка в отдельности. То же самое должно быть сделано при экспертном статистическом определении общей действительной стоимости предприятия.

Еще один из возможных сравнительно недорогих способов получения реалистичных оценок предприятий состоит в том, что заказчик такой оценки обращается с заказом не к независимому индивидуальному оценщику бизнеса, а к крупной многопрофильной оценочной фирме, в которой наиболее квалифицированные и опытные оценщики специализированы не только по отдельным видам оценочной деятельности (жилая и нежилая недвижимость, земельная собственность, бизнес, банки, страховые общества, транспорт, машины и оборудование, недра и т.д.), но и на выполнении самых ответственных элементов оценочных работ по каждому виду заказываемых оценок.

Например, один оценщик формирует стоимостеобразующий параметр предприятия, при необходимости используя труд специалиста по оценке интеллектуальной собственности; другой – занимается определением величины мультипликатора (капитализатора) стоимостеобразующего параметра оцениваемого предпри-

ятия, третий – специализируется на оценке физического, морального и экономического износа рассматриваемого производственного объекта; четвертый – оценивает земельную собственность данного предприятия, пятый – составляет развернутый отчет о проведенной работе всеми ее участниками. Проверку (аудит, экспертизу) адекватности использованных узкими специалистами методов оценки различных элементов стоимости специфическим особенностям обследованного предприятия, качества всего объема выполненных работ, утверждение и легитимизацию полученной оценки осуществляет один из руководителей этой оценочной фирмы.

Указанный выше способ оценки крупных предприятий, по нашему мнению, обеспечивает повышение уровня объективности, обоснованности и справедливости получаемых результатов, вызывает большее доверие к ним как у заказчика оценки (обычно собственника), так и у потенциального покупателя рассматриваемого производственного имущественно-земельного комплекса.

В особых случаях, когда требуется установить действительную стоимость общественно значимых, преимущественно государственных компаний-гигантов, можно использовать еще два пути решения такой задачи:

- привлечь для выполнения этой работы одну из шестерки самых крупных аудиторских компаний мира, например, КПМГ или же «Эрнст энд Янг». Международная репутация этих фирм, доверие к ним государств и представителей бизнес-элиты приравнивает к действительной стоимости оцениваемой компании любую оценку, которую устанавливает и утверждает эта фирма. Однако следует учитывать тот факт, что мелкая фирма может обмануть по мелкому, а крупная фирма, если она обманывает, то делает это по-крупному (примеры «Энрона» и «Пермалата»);
- объявить открытый или же закрытый конкурс среди отечественных и зарубежных оценочных фирм и независимых индивидуальных оценщиков на наиболее качественное выполнение этой работы. Для этой цели должно быть выбрано самое авторитетное жюри и назначены соответствующие премии победителям конкурса. Использование такого пути предпочтительно для оценки самых крупных государственных компаний перед предстоящей приватизацией. Примеры таких компаний: железные дороги, электростанции, телекоммуникационные монополии, авиакомпания и т.п.

Приведенные в этой статье методические подходы к определению действительной стоимости предприятий построены на правдоподобном предположении о том, что статистические и коллективные оценки производственно-земельной собственности, как правило, достоверней, точнее их единственной субъективной оценки. После того как будет установлена и легитимизирована денежная мера действительной стоимости предприятия либо оценка этого предприятия, принимаемая за его действительную рыночную стоимость (*Сп*), появляется возможность прогнозирования вероятной рыночной цены этого объекта (*Цп*). Есть основания полагать, что скорее всего значения *Цп* будут равными или же близкими к разности *Сп - 0,5Дм*. При этом вероятные границы разброса значений *Цп* будут лежать в пределах от *Сп - 0,75Дм* до *Сп - 0,25Дм* либо, в крайнем случае, - от *Сп - Дм* до *Сп - 0,5Дм*. В указанных соотношениях величина *Дм* характеризует максимально допустимую с точки зрения собственника предприятия скидку с рыночной стоимости последнего,

которая обычно не превышает 15%. При несогласии конкретного покупателя с такой ценовой политикой продавца торговая сделка, как правило, не заключается, и продавец ищет другого покупателя либо идет на дальнейшие ценовые уступки.

### 1.3. Обоснованная, справедливая и формальная оценки предприятия и других бизнес-объектов

Подготовка этого раздела стала возможной только после написания и опубликования наших предыдущих работ по близким вопросам [4, 5, 6].

Для повышения экономической и социальной эффективности оценочной деятельности в стране, получения как можно более объективных, достоверных оценок рыночной стоимости оцениваемых предметов и, в частности, предприятий и других бизнес-объектов (в дальнейшем для обозначения тех и других используется одно слово – предприятие) целесообразно различать три разновидности этих оценок: *обоснованную, справедливую и формальную*.

Под *обоснованной оценкой* рыночной стоимости оцениваемого объекта понимается научно и экономически, теоретически и практически аргументированная расчетная величина этой оценки.

Ниже перечислены принципиально необходимые и достаточные условия получения именно обоснованной оценки рыночной стоимости предприятия:

- всесторонняя обоснованность выбираемого стоимостеобразующего показателя (параметра) предприятия;
- тщательное обоснование величины мультипликатора выбранного стоимостеобразующего параметра для конкретного объекта оценки;
- обоснованность величины суммарного физического, морального и особенно экономического износа рассматриваемого объекта;
- обоснованность максимально допустимого дисконта с установленной номинальной оценки рыночной стоимости предприятия для повышения потенциальной результативности предстоящих торговых сделок при его продаже. С помощью этого дисконта устанавливают обоснованную рекомендуемую и минимально допустимую величину рыночной цены предприятия, до которой при необходимости можно опускаться в процессе торга заинтересованных сторон.

Точно так же обоснованной должна быть оценка рыночной стоимости земельного участка, занимаемого предприятием: стоимостеобразующего показателя земельной собственности, мультипликатора этого показателя, а также величины коэффициента всех имеющих место улучшений и ухудшений (обременений) рассматриваемого участка земли.

Несоблюдение хотя бы одного из указанных условий лишает полученную оценку статуса обоснованной.

Помимо условий, перечисленных выше, не менее важно, чтобы выбранный методический подход к получению обоснованной оценки рыночной стоимости того или иного предприятия полностью соответствовал физическому и экономическому состоянию оцениваемого предприятия, целям и плану последующего использования результатов проводимой оценки.

Новое, ни дня не работавшее предприятие, предприятие с незавершенным строительством, производство, подлежащее полному репрофилированию, ликвидируемое предприятие не могут оцениваться доходным

методом. В таких случаях обычно используют имущественный (затратный) подход.

И, напротив, для оценки работающего, приносящего доход предприятия используют только доходный подход, который позволяет учитывать не только материальные активы, но и накопленный за все время его существования интеллектуальный капитал. В некоторых случаях для определения обоснованной оценки рыночной стоимости предприятия целесообразно использовать методические подходы, основанные на гипотетическом замещении оцениваемого предприятия аналогичным новым предприятием по сметной стоимости его строительства и запуска в эксплуатацию, а также на оценке потенциальной доходопроизводительности рассматриваемого предприятия в случае, когда весь объем работ, который оно может производить, будет выполняться на стороне с соответствующей оплатой сделанного заказа.

Проведенные исследования показали, что непосредственно для действующего предприятия обоснованным стоимостеобразующим показателем является его номинальная нормативная продуктивность в стоимостном выражении, а еще лучше – нормативный чистый доход либо нормативная балансовая прибыль с обоснованными значениями соответствующих мультипликаторов.

Стоимостеобразующим показателем земельного участка предприятия является кадастровая оценка этого участка, по которой определяют сначала нормативный земельный налог с этого вида собственности, а затем и соответствующий этому налогу обоснованный мультипликатор его величины.

Обоснованная оценка рыночной стоимости предприятия – это обязательно научная, расчетная, максимально стандартизированная, прозрачная оценка, отличающаяся потенциально повышенной воспроизводимостью у разных профессиональных оценщиков.

Следует подчеркнуть, что обоснованными могут быть только профессиональные оценки стоимости предприятий и их земельных участков, однако не всякие профессиональные оценки этих видов собственности бывают обоснованными. Поверхностные оценки производственно-земельных комплексов, объявляемые владельцами такой собственности, отдельными чиновниками, так или иначе контролирующими ее возможное движение, другими непрофессионалами, независимо от рода их основной деятельности и занимаемой должности, обоснованными признавать нельзя.

Основными синонимами к слову «обоснованная», применительно к оценке рыночной стоимости предприятия, с той или иной степенью приближения служат термины: объективная, нормальная, нормированная, действительная, реальная, настоящая, истинная, аргументированная, бесспорная, приемлемая, не вызывающая сомнений, достоверная, правильная, корректная и т.д.

Естественному стремлению добросовестного профессионального оценщика к установлению как можно более обоснованной (достоверной) оценки рыночной стоимости предприятия (компании, фирмы) объективно не способствует привнесение с Запада и не без задних мыслей принятое за истину многими отечественными специалистами-оценщиками ложное утверждение, согласно которому определение стоимости компаний частично является наукой и частично – искусством [7]. В какой пропорции в этом деле замешаны наука и

искусство, не указывается. Влияние искусства на результаты оценочной деятельности контролю не поддается, поэтому такая философия создает самые благоприятные условия для появления нечистоплотных, шарлатанистых (прикормленных, придворных, карманных) оценщиков, готовых за соответствующую мзду необоснованно занижать либо завышать значения стоимости оцениваемых предприятий в угоду нечестным заказчикам их оценивания, которые всегда найдутся среди владельцев или покупателей производственно-земельной собственности.

По нашему твердому убеждению при определении обоснованных оценок рыночной стоимости предприятий для искусства места не находится. Это наука, и только наука. Именно при научном подходе можно проверять адекватность методов, технологии и отдельных процедур получения обоснованных оценок стоимости предприятия и качества использованных при этом исходных данных специфическим физическим и экономическим особенностям каждого конкретного оцениваемого производственно-земельного объекта, обеспечивая при этом всесторонний контроль и должную воспроизводимость получаемых результатов.

Наука и искусство иногда требуются при установлении договорной рыночной цены предприятия. Научная часть этой работы выполняется предварительно до предстоящего рыночного торга обычно сразу же после определения обоснованной оценки рыночной стоимости предприятия и заключается главным образом в следующем:

- подбор и статистический анализ цен состоявшихся продаж предприятий-аналогов;
- оценка основных рисков в производственной, экономической, финансовой и социальной деятельности рассматриваемого предприятия, включая риски его внутренней и внешней среды;
- определение достигнутого уровня производственного и коммерческого развития, а также эксплуатационного износа предприятия;
- установление рекомендуемой первоначальной цены продажи и ценовых пределов, нижней и при соответствующих условиях верхней цены продажи данного объекта. Эта работа выполняется оценщиком непосредственно в процессе оценивания рыночной стоимости предприятия и оплачивается как неотъемлемая часть заказа на его оценку.

Роль искусства обычно проявляется в ходе рыночного торга на уровне прямого общения владельца и приобретателя предприятия и состоит главным образом в умении каждого из них убедительно торговаться, в максимально возможной твердости и одновременно в гибкости занимаемых позиций, в допустимой уступчивости участников торговой сделки, в четком представлении о реальной стоимости продаваемого объекта и ценовых порогов прекращения торга, в степени выявления и учета уровня подготовленности к торгу и психологических особенностей торгового партнера. Очень важно для владельца предприятия называть покупателю всесторонне обдуманную, правильно сбалансированную первоначальную цену его продажи, обеспечивающую успешное завершение торговой сделки. При этом основная задача продавца предприятия состоит в том, чтобы всеми возможными способами и средствами, проявляя максимум искусства ведения торга, добиваться такой договорной цены продажи своей собственности, которая была бы не ниже обоснованной оценки ее рыночной стоимости. Большим успехом про-

давца предприятия можно считать случай, когда ему в ходе ведения рыночного торга удается добиться того или иного превышения окончательной цены продажи над установленной объективной стоимостью продаваемой собственности. Если выполнить эти задачи продавцу предприятия не удается ему приходится соглашаться на поэтапное дисконтирование реальной стоимости своей собственности для трансформации ее в договорную цену продаваемого объекта.

У приобретателя предприятия задачи прямо противоположные. Искусством ведения торга он должен сделать так, чтобы цена покупки предприятия ни при каких условиях не превышала обоснованную оценку его рыночной стоимости и по возможности была как можно ниже ее. Покупатель, если он достаточно опытен как участник торговых сделок, обязан умело нащупать пределы уступчивости своего контрагента и результаты такого искусства максимально использовать в своих интересах.

С учетом приведенных выше соображений и наших предыдущих публикаций в журналах «Вопросы оценки» за 2003 – 2004 г. можно сделать несколько нетривиальных на сегодняшний день выводов:

- по результатам статистического анализа цен продажи предприятий-аналогов оцениваемому объекту нельзя установить величину обоснованной оценки рыночной стоимости этого объекта. Статистический анализ этих цен позволяет определить лишь один из возможных проектов рекомендуемой договорной цены рассматриваемого предприятия. Анализ формальных цен даст такой же формальный результат;
- в результате статистического анализа обоснованных оценок рыночной стоимости предприятий-аналогов рассматриваемому предприятию можно установить одно из возможных значений реальной стоимости последнего, но нельзя определить эффективную цену его продажи;
- сравнительный метод оценивания рыночной стоимости предприятий по всей вероятности будущего не имеет, так как не поддается достаточному научному обоснованию и не выдерживает серьезной критики;
- вся работа профессионала-оценщика предприятий (обоснованная оценка рыночной стоимости, рекомендуемой цены продажи и допустимых границ ее разброса) опирается на научный подход. Мастерство продавца и покупателя, проявляемое в ходе рыночной сделки при выработке окончательной договорной цены рассматриваемого предприятия, – это единственный процесс, где в той или иной степени может присутствовать искусство;
- рыночную стоимость предприятия оценивают, а первоначальную цену его продажи устанавливают (назначают) и называют. Окончательная договорная цена такого предмета продажи, как предприятие – это плод настойчивой и терпеливой совместной работы его продавца и покупателя, участвующих в процессе осуществления торговой сделки;
- если однозначно признавать, что определение обоснованной рыночной стоимости предприятия – это дело науки и только науки, то один и тот же оценщик - профессионал не может и не должен оценивать конкретное предприятие с позиций разных методических подходов, а затем занимаясь конструированием окончательной оценки на базе оценок, полученных разными способами. Выбранный метод определения реальной стоимости предприятия должен быть научным и экономически обоснованным и не требовать дублирования другими методами. Результатом конструирования конечной оценки стоимости предприятия с использованием его оценок, полученных разными методами, всегда будет необоснованная, формальная, произвольно сфабрикованная, случайная, некорректная величина этого показателя.

В той же публикации [7] приведены русская и французская поговорки, на наш взгляд, достойные краткого обсуждения:

- на каждом рынке есть два дурака: один просит слишком много, другой – слишком мало (известен вариант, отличающийся от первого: один по «потолочной» цене продает, другой по этой цене покупает);
- среди покупателей дураков больше, чем среди продавцов.

Замечено также, что покупать всегда легче, чем продавать. Кому дано определять, что значит слишком много и слишком мало? А сколько нужно просить, чтобы было не много и не мало, где находится «золотая середина»? Получается так, что умников на рынках предприятий сегодня нет, а появятся ли они там когда-нибудь, если не изменится нынешняя философия и методология их оценивания – большой вопрос. Тем более, что многие современные оценщики по целому ряду причин, в том числе и по уровню знаний, приобретенных в процессе обучения и практической подготовки к оценочной деятельности, являются скорее ремесленниками, чем мастерами в своем деле. На данном этапе развития научного обеспечения оценочной деятельности применительно к предприятиям на рынках их продажи просить за них следует цену, совпадающую или близкую по величине к профессионально обоснованной и легитимизированной оценке их рыночной стоимости. Чем больше будет в стране квалифицированных оценщиков предприятий, способных выдавать обоснованные оценки их стоимости, тем меньше будет дураков на рынках продажи этих объектов. Покупатели предприятий обычно не глупее, а чаще гораздо умнее продавцов этого вида собственности, так как последнее слово в определении окончательной цены торговой сделки всегда остается за ними, и они сделают все возможное, а иногда и невозможное для минимизации уплачиваемой продавцу суммы. Покупать предприятия легче, чем продавать, потому что нормальный покупатель идейно и психологически уже настроен на ожидаемую покупку, старается набрать как можно больше информации о реальной рыночной стоимости выбранного для приобретения объекта и его аналогов, располагает твердым знанием своих финансовых возможностей и ценовых пределов тех уступок, которые он может допустить при заключении торговой сделки.

С философской точки зрения термин «справедливость» представляет собой категорию морально-правового сознания людей, проявляющегося в процессах их взаимоотношений. Как указывается в толковых словарях русского языка, прилагательное «справедливая» употребляется в смыслах: беспристрастная, соответствующая истине, действительно положению дел, правдивая, правильная, верная, законная, честная и т.д.

**Применительно к оценкам рыночной стоимости предприятий термин «справедливая»** означает тот факт, что заинтересованные участники торговой сделки при смене их собственника либо непосредственно профессионально квалифицированный оценщик в процессе определения такой оценки действуют разумно, осознанно, честно, законно, располагая всей необходимой для решения подобной задачи информацией, и при этом не испытывают никакого влияния и давления извне и изнутри. В Между-

народных стандартах оценки 2003 года, изданных Российским обществом оценщиков, отмечается, что справедливая стоимость не является синонимом рыночной стоимости оцениваемых объектов.

Проще говоря, справедливая оценка рыночной стоимости предприятия не должна быть преднамеренно завышенной или заниженной. Для несправедливой оценки стоимости предприятий характерны заведомая ложность, фиктивность, мистификация, профанация, злонамеренное (умышленное) искажение результата оценочной работы в угоду лиц, так или иначе заинтересованных в благополучном для них исходе торговой сделки и готовых соответствующим образом оплатить грязную услугу нанятого оценщика. Иногда действия оценщиков, выдающих откровенно несправедливые оценки тех или иных предприятий, могут попадать в разряд административных правонарушений и в отдельных случаях рассцениваться как уголовные преступления коррупционного характера.

В редких случаях оценки стоимости предприятий могут оказываться несправедливыми вследствие добросовестных заблуждений оценщиков. Выявить такие факты чрезвычайно сложно. Тщательный аудит, настойчивая экспертиза, дублирование оценок, когда это возможно, – могут способствовать выявлению и сокращению числа подобных случаев.

Необходимыми и достаточными условиями получения справедливых оценок рыночной стоимости предприятий являются справедливость используемых в соответствующих расчетах значений стоимостеобразующих параметров объектов оценки, мультипликаторов этих параметров, показателей интегрального износа оцениваемого имущества, стоимости земельного участка каждого предприятия. При этом справедливыми должны быть значения всех исходных данных, используемых для расчета перечисленных выше показателей, не говоря уже о методическом подходе к решению такого рода задач.

Любое отклонение от соблюдения этих условий делает получаемую оценку предприятия несправедливой.

Следует подчеркнуть, что обоснованная оценка рыночной стоимости предприятия во всех без исключения случаях является справедливой. Однако, справедливая оценка предприятия может быть как обоснованной, так и необоснованной.

**Необоснованные, недостаточно обоснованные и несправедливые оценки рыночной стоимости предприятий безусловно и однозначно являются формальными.** Следует со всей откровенностью признать, что прогнозирование будущих денежных потоков предприятия и динамики инфляции, дисконтирование ожидаемых доходов или прибылей, – процедуры очевидно формальные, и результаты этих процедур так же формальны.

Широко используемые в настоящее время имущественный (затратный), доходный и сравнительный методические подходы к оцениванию рыночной стоимости предприятий дают возможность устанавливать только формальные оценки стоимости производственных имущественно-земельных комплексов. Формальными оказываются также оценки предприятий, получаемые путем соответствующего комбинирования

результатов, установленных разными методическими приемами.

Формальные оценки могут быть расчетными и нерасчетными, например, экспертными, интуитивными, эвристическими. Определением таких оценок могут заниматься как профессиональные, так и непрофессиональные оценщики, в частности, собственники либо потенциальные приобретатели предприятий. И тем не менее, формальные оценки могут быть юридически несправедливыми либо справедливыми, хотя и необоснованными.

С формальностью оценок стоимости предприятий и бизнеса в настоящее время приходится мириться из-за объективного отставания теории и практики оценочной деятельности от современных потребностей экономики страны.

Понадобится большая и долгая теоретическая и практическая работа, направленная на обеспечение постепенного перехода от формальных к обоснованным оценкам рыночной стоимости предприятий. Существенное значение на этом пути будет играть дальнейшая стандартизация методологии оценочной деятельности.

На сегодняшний день, к сожалению, еще не разработан тот всеми признанный «каршин», с помощью которого можно было бы однозначно определять действительную или хотя бы обоснованную рыночную стоимость предприятий. Когда будет создано такое «мерило», в будущем неизвестно. В силу этого обстоятельства формальная или обоснованная оценка стоимости предприятий всегда будет носить на себе отпечаток индивидуальности установившего ее оценщика и иметь тот или иной уровень корректности.

В сообществе оценщиков, так же как среди других категорий работников умственного труда, всегда находятся продвинутые мастера своего дела (прогрессисты, передовики оценочной деятельности) и традиционалисты-консерваторы. Специалисты-оценщики предприятий первой группы встречаются крайне редко. Консерваторов-оценщиков – подавляющее большинство. Принципиальное различие между ними состоит в том, что продвинутый оценщик способен выдавать обоснованные оценки рыночной стоимости предприятий. Он – самоучка, систематически занимается самообразованием для повышения уровня профессионализма, пытается, и иногда успешно, развивать и совершенствовать общепринятые методы оценивания производственно-земельной собственности, изредка может предложить что-то новенькое. Консерваторы выдают только формальные оценки предприятий, которые обычно не выдерживают конструктивной критики и всегда могут быть оспорены одним или всеми участниками торговой сделки, включая посредников. При большом желании формальную оценку предприятия можно оспорить в суде.

Если аргументированно упрекать консерваторов-оценщиков предприятий в слабости, шаткости их позиций, недоброкачественности результатов их повседневной работы, то со многим они согласятся и, тем не менее, ответят, что все делают правильно, так, как их учили на специальных курсах и в институтах, где доценты и профессора преподавали им дисциплину оценивания предприятий и бизнеса и выда-

ли соответствующий диплом государственного образца об успешном окончании учебы. И в этом тоже есть своя правда.

Существующие стандарты (программы) образования в области оценочной деятельности и, в частности, по вопросам оценивания предприятий и бизнеса, откровенно слабы, зачастую разработаны и утверждены недостаточно компетентными людьми в этом деле, во многом устарели и требуют срочной доработки, введения всего нового, прогрессивного в этом вопросе, разработанного в последнее время. Прежде всего переподготовку должны пройти преподаватели методов и практики оценивания предприятий.

Желательно наладить самое широкое регулярное обсуждение публикуемых и предварительно предлагаемых новаций научными работниками и преподавателями рассматриваемой дисциплины.

Хочется надеяться, что в будущем доля обоснованных оценок рыночной стоимости предприятий будет неизбежно возрастать, а формальных оценок — снижаться.

## 2. МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД И ФОРМУЛЫ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ И РЫНОЧНОЙ ЦЕНЫ ПРЕДПРИЯТИЯ

### 2.1. Еще один методологический подход к оценке стартовой рыночной стоимости предприятия

Как известно, в мировой практике оценки рыночной стоимости предприятий и бизнеса в настоящее время используют три основных методологических подхода: имущественный (затратный), доходный и сравнительный. Отечественные оценщики обычно применяют затратный и доходный подходы и их разновидности, так как статистическая база для использования перспективного сравнительного подхода к оценке предприятий в нашей стране еще не создана, и когда она появится — неизвестно.

Системные недостатки затратного и доходного подходов к оценке рыночной стоимости предприятий и бизнеса для теоретиков и практиков, занимающихся решением этих задач, тайны не представляют. Осовременивание разновременных затрат и износа производственных основных фондов (ПОФ) в долгосрочной ретроспективе при имущественном (затратном) подходе приводит к весьма неопределенным результатам оценки предаукционной стоимости предприятий и бизнеса. Такие же, но еще более неопределенные результаты оценки хозяйственных объектов, дает прогнозирование на период в 5—10 и более лет практически непредсказуемых показателей чистого операционного дохода, балансовой или чистой прибыли, дивидендов и т.п. и установление соответствующих коэффициентов их капитализации или обратных величин этих коэффициентов (стоимостных мультипликаторов) при доходном подходе с учетом дисконтирования денежных потоков и инфляционных процессов. И это делается в то время, когда планы (программы) производства продукции, работ и услуг на предприятиях обычно разрабатывают на месяц, квартал или полугодие, и в редких случаях — на год. Самая распростра-

ненная шутка менеджеров: "Неизвестно даже, что будет завтра".

Принципиальное следствие неопределенности оценок рыночной стоимости предприятий при затратном и доходном подходах: неприемлемый с точки зрения здравого смысла разброс оценок стоимости конкретной хозяйственной единицы, получаемых разными оценщиками (иногда они могут отличаться на порядок и более). Также весьма значительной может быть разница в оценках стоимости одного и того же бизнес-объекта, получаемых при затратном и доходном подходах. Задача выбора между ними рекомендуемой (окончательной) стартовой оценки рыночной стоимости предприятия объективных обоснований, как правило, не имеет.

Таким образом, при затратном и доходном подходах к оценке рыночной стоимости предприятий и бизнеса сегодня неизбежно возникает практически неразрешимая проблема обеспечения рациональной воспроизводимости (повторяемости) и объективности результатов оценочной деятельности профессиональных оценочных фирм и частных (индивидуальных) оценщиков-профессионалов.

Основной причиной невозможности оценок стартовой рыночной стоимости предприятий является отсутствие прочного фундамента, надежного якоря, твердого стержня, на базе которых такую оценку можно было бы получить. Подобная база представляется нам в виде предлагаемого расчетного показателя номинальной нормативной производственной мощности (производственного потенциала) предприятия — интегральной, объективной, достаточно однозначной и воспроизводимой характеристики его производственных ресурсов.

Методологический подход к оценке рыночной стоимости предприятия, базирующийся на использовании такого основополагающего показателя его производственных возможностей, как потенциальная производственная мощность, первоначально можно назвать нормативно-доходным, нормативно-расчетным либо нормативно-учетным. В перспективе, если понадобится, эти определения могут быть изменены или уточнены.

Предлагаемая нами формула для расчета стартовой рыночной стоимости предприятия  $C_n$  в условных денежных единицах (например, в рублях по состоянию на момент определения ее оценки) выглядит следующим образом:

$$C_n = (N_{сп} - \Delta N_{сп}) * K_{уке(с)} - I_{ф} * K_{офи} - I_{м} * K_{оми} + C_{ос} + C_{зу} + (C_{нма} - I_{нма}) * K_{оснма} + (C_{др} - I_{др}) * K_{осдр} + (C_{су} - I_{фву}) * K_{оссу} \quad (2.1.1)$$

где

$N_{сп}$  — сертификационная (номинальная нормативная) производственная мощность предприятия, которая в обязательном порядке должна быть указана в его техническом паспорте, тыс. нормо-ч/год;

$\Delta N_{сп}$  — потеря (утрачиваемая часть) сертификационной производственной мощности предприятия в результате его старения, дезорганизации, деградации и изменений в специализации производства на дату оценки рыночной стоимости, тыс. нормо-ч/год;

$K_{уке(с)}$  — современный периоду оценки либо осовремененный ранее разработанный норматив удельных

капитальных вложений в строительство предприятия - носителя  $N_{сп}$ , например, в условных денежных единицах (у.д.е.) на 1000 нормо-ч/год сертификационной производственной мощности предприятия рассматриваемого назначения и типоразмера;

$I_{ф}$  – общая сумма начисленного физического износа ПОФ предприятия, указанная в его бухгалтерской отчетности по статьям амортизации этих фондов на момент определения величины  $C_n$ , у.д.е.;

$K_{офи}$  – коэффициент осовременивания разновременных значений слагаемых элементов показателя  $I_{ф}$ ;

$I_{м}$  – моральный износ наиболее сложных и дорогостоящих видов машин и другого технологического оборудования, составляющих активную часть ПОФ, по которым моральный износ имеет место и находит соответствующее отражение в бухгалтерской отчетности предприятия или поддается расчету по наработанным к настоящему времени методикам, у.д.е.;

$K_{оми}$  – коэффициент осовременивания разновременных значений слагаемых элементов показателя  $I_{м}$ ;

$C_{ос}$  – остаточная стоимость имеющихся оборотных средств предприятия, выступающих в виде ликвидной готовой продукции, оставшейся на складе предприятия, ликвидной части продукции незавершенного производства и запасов, имеющих спрос сырья, материалов и полуфабрикатов, у.д.е.;

$C_{зу}$  – нормативная (либо рыночная) стоимость земельного участка предприятия, у.д.е.;

$C_{нма}$  и  $I_{нма}$  – соответственно стоимость и износ нематериальных активов, числящихся в документах существующей бухгалтерской отчетности предприятия на дату оценки его рыночной стоимости, у.д.е.;

$K_{оснма}$  – коэффициент осовременивания разновременных затрат на приобретение учитываемых в бухгалтерской отчетности нематериальных активов и их износа;

$C_{др}$  и  $I_{др}$  – соответственно стоимость и износ нематериальных активов и, в частности, оценка деловой репутации фирмы, не получающих в настоящее время соответствующего отражения в существующей системе бухгалтерской отчетности предприятия, но оказывающих заметное влияние на показатели рентабельности его производственной деятельности, у.д.е.;

$K_{осдр}$  – коэффициент осовременивания стоимостей и износа нематериальных активов, обеспечивающих повышенный спрос на продукцию и услуги предприятия;

$C_{ви}$  и  $I_{фи}$  – соответственно стоимость и износ объектов непромышленной инфраструктуры (соцкультбыта) предприятия, если таковые имеются, у.д.е.;

$K_{осви}$  – коэффициент осовременивания стоимостей и износа объектов инфраструктуры предприятия, учитываемых в бухгалтерской отчетности в разные периоды времени его жизненного цикла.

Разность  $N_{сп} - \Delta N_{сп}$  представляет собой характеристику действительной нормативной производственной мощности рассматриваемого предприятия на дату оценки его стартовой рыночной стоимости.

Методология получения (расчета) значений  $N_{сп}$  предприятий подробно изложена в работах [1, 2].

Самая свернутая запись формулы для определения  $N_{сп}$  в нормо-часах в год:

$$N_{сп} = \Phi_{tce} \eta_{ce} n_n I_{ce} (1 - K_{rce}) K_{эce}, \quad (2.1.2)$$

где

$\Phi_{tce}$  – средневзвешенный нормативный годовой фонд времени работы всех структурных рабочих мест (СРМ) предприятия для выполнения основных операций его производственной деятельности, ч;

$\eta_{ce}$  – средневзвешенное значение нормативных коэффициентов эффективности использования рабочего времени СРМ для основных работ производственной деятельности предприятия;

$n_n$  – общее число СРМ предприятия, ед.;

$I_{ce}$  – средневзвешенное число персональных рабочих мест для основных производственных рабочих на одном СРМ предприятия, ед.;

$K_{rce}$  – средневзвешенное значение нормативного коэффициента резервирования производственной мощности предприятия для наиболее полного, своевременного и качественного удовлетворения рыночного спроса на его продукцию, работы и услуги, а также для устранения производственного брака и подготовки производства для выпуска новых улучшенных изделий;

$K_{эce}$  – средневзвешенное нормативное значение коэффициента уровня и масштаба производства на предприятии рассматриваемого назначения и типоразмера.

Для получения укрупненной оценки потерь нормативной производственной мощности предприятия в процессе его эксплуатации ( $\Delta N_{сп}$ ) можно использовать соотношение

$$\Delta N_c = N_c * \left( \frac{\Delta \Phi_{tce} + \frac{\Delta \eta_{ce}}{\eta_{ce}} + \frac{\Delta I_{ce}}{I_{ce}}}{\Phi_{tce} + \eta_{ce} + I_{ce}} + \frac{\Delta n_n}{n_n} + \frac{\Delta K_{rce}}{K_{rce}} + \frac{\Delta K_{эce}}{K_{эce}} \right) * K_{уос}, \quad (2.1.3)$$

где

$$K_{урce} = 1 - K_{rce};$$

$\Delta \Phi_{tce}; \Delta \eta_{ce}; \Delta n_n; \Delta I_{ce}; \Delta K_{урce}; \Delta K_{эce}$  – соответствующие изменения указанных нормативных значений этих показателей по мере старения предприятия к моменту определения его стартовой рыночной стоимости;

$K_{уос}$  – коэффициент учета отброшенных малозначительных членов приведенных в скобках соотношений, значение которого можно принять равным 1,03...1,05.

Произведение  $N_{сп} * K_{уос(c)}$  является характеристикой первоначальной нормативной расчетной стоимости предприятия сразу же **после** ввода его в эксплуатацию на полную производственную мощность.

Экономический износ предприятия к моменту определения его стартовой рыночной стоимости, основные причины которого представлены в работе [8], убедительно характеризуется произведением  $\Delta N_{сп} * K_{уос(c)}$ . Возможные методы оценивания морального износа машин приведены в работе [9].

Стоимость земельного участка, занимаемого предприятием, оценивают, используя действующие на местах ставки земельного налога или арендной платы за 1 м<sup>2</sup> площади земли, умножая их на соответствующие значения стоимостных мультипликаторов этих ставок. Установленный действующим законодательством разброс значений таких мульти-

пликаторов для разных регионов страны лежит в пределах от 5 до 30 для ставок земельного налога. Пересчет значений этих стоимостных мультипликаторов для ставок арендной платы за землю дает пределы разброса 1,25...7,5.

Для Москвы и Санкт-Петербурга рекомендованы максимальные значения мультипликаторов установленных ставок земельного налога или арендной платы за землю; для подавляющего большинства остальных регионов нашей страны принимают промежуточные значения мультипликаторов.

Разработкой справочников значений коэффициентов осовременивания разновременных затрат на создание и эксплуатацию ПОФ предприятий должны заниматься органы Госкомстатистики РФ.

Значения параметров формул для определения сертификационной производственной мощности предприятий, как правило, указываются в утвержденных нормативно-технической и проектной документациях. При отсутствии таких видов документации для отдельных типов предприятий эти параметры могут быть разработаны консалтинговыми фирмами по специальному заказу для каждого конкретного случая. Для массовых производств типа станций (центров) технического обслуживания и ремонта продукции, топливозаправочных станций, портовых, угледобывающих, нефтеперерабатывающих и ряда других типов предприятий разработкой нормативных значений показателей  $\Phi_{ti}$ ,  $\eta_i$ ,  $I_i$ ,  $K_{ri}$  и  $K_{si}$  могут заниматься специально создаваемые независимые институты и организации по типу независимых западных фирм, разрабатывающих, например, нормы времени выполнения основных работ для станций технического обслуживания легковых автомобилей, входящих в ассоциацию AAA (США).

Нормативы удельных капитальных вложений должны разрабатываться и осовремениваться отраслевыми проектными институтами народного хозяйства и обобщаться в специальных справочниках, издаваемых органами Госстроя РФ. Результаты такой работы по ряду наиболее распространенных предприятий указаны в публикации [10]. Определенные методологические затруднения может вызвать определение показателей  $C_{др}$  и  $I_{др}$ . Однако и эта задача с той или иной степенью точности может быть решена. Берется структура одного рубля годовой выручки предприятия по статьям себестоимости продукции (издержек производства) и прибыль — как финансового результата его производственной деятельности. Методами экспертных оценок или эвристических предположений устанавливается норма прибыли для предприятия этого назначения и типоразмера. Разницу между фактически полученной прибылью и нормой прибыли для рассматриваемого предприятия, если она имеет положительное значение, с определенной степенью допустимости можно рассматривать в качестве результата, обеспеченного деловой репутацией фирмы и ее интеллектуальным капиталом, не находящим достойного отражения в учетной политике и бухгалтерской отчетности предприятия.

Есть основания полагать, что многие оценщики сочтут предлагаемый нами подход к оценке стартовой рыночной стоимости предприятия разновидностью затратного. Принципиально оспаривать такое

мнение вряд ли целесообразно. Нетривиальными новациями в этом деле можно считать введение в практику оценивания стоимости предприятий, с одной стороны, показателей их номинальной нормативной производственной мощности и соответствующих им показателей нормативных удельных капитальных вложений, а с другой — понятия и показателя экономического износа хозяйственного объекта. И те, и другие показатели в определенной степени цементируют получаемые оценки, значительно повышая уровень объективности и воспроизводимости результатов оценочной деятельности специалистов-профессионалов. При этом снижается вероятность неконтролируемого влияния участников купли-продажи бизнес-объектов на величину оценок их стоимости, которые иногда диктуют свои необоснованные требования к оценщикам в процессе оформления сравнительно дорогостоящих и достаточно высокорентабельных договоров на определение рыночной стоимости предприятий.

Представляется необходимым максимально возможное регламентирование методологии оценки рыночной стоимости предприятий, особенно в части создания, согласования и утверждения специальных справочников значений, требующихся для этой процедуры нормативных исходных данных. В число таких данных в первую очередь должны быть включены параметры для определения величин  $N_{сн}$  и  $K_{ув(с)}$ , коэффициенты осовременивания разновременных затрат и доходов, ставки земельного налога и арендной платы за землю, а также стоимостные мультипликаторы к ним в региональном разрезе и для страны в целом.

## 2.2. Пути и возможные перспективы рационализации методов оценки рыночной стоимости предприятий и других бизнес-объектов

Есть основания полагать, что все разработанные и применяемые в настоящее время на практике методы определения рыночной стоимости предприятия (бизнеса) построены на использовании таких его стоимостеобразующих показателей, которые на самом деле таковыми не являются. При доходном подходе к определению рыночной стоимости предприятия для его капитализации используют фактические показатели его чистого дохода, фактической балансовой прибыли и т.д., которые по своей сути являются основой для получения оценки не самого предприятия, а достигнутой результативности работы и профессионализма его управленческой команды. Эти результаты сегодня в большинстве случаев оказываются неудовлетворительными, плачевными, что приводит к экономически неоправданному, несправедливому занижению действительной рыночной стоимости оцениваемого производственного объекта.

В случаях применения затратного (имущественного) подхода так или иначе оценивают бухгалтерскую (балансовую) стоимость имущественного комплекса предприятия (бизнеса), который может быть избыточным, нормальным либо недостаточным для реализации его производственных возможностей. При этом практически игнорируется стоимость социального предназначения предпринимательской идеи и миссии предприятия. Другими словами, при затратном подходе

де не учитывается нематериальный капитал предприятия, величина которого особенно для современных высокотехнологичных бизнес-объектов может в несколько раз превышать его материальный капитал. В затратном подходе при многолетнем учете разновременных капитальных затрат в условиях высокой инфляционности отечественной экономики «мухи» суммируются со «слонами», что при отсутствии своевременной и качественной системы переоценки основных активов производства дает цифры балансовой стоимости предприятия, отражающие неизвестно что.

Упомянутые недостатки доходного подхода по факту и затратного подхода по бухгалтерской отчетности являются принципиальными, резко ограничивающими возможную область их практического применения. Достаточно очевидно, что фактические значения дохода и прибыли, а также балансовая стоимость имеющегося имущества непропорциональны рыночной стоимости предприятия (бизнеса) и не должны использоваться в качестве стоимостеобразующих показателей этих объектов.

Не свободен от серьезных недостатков и сравнительный подход к оценке рыночной стоимости предприятий, особенно если в соответствующих сделках купли-продажи участвуют государство, политика, идеология или социум. Для таких ситуаций характерно появление демпинговых цен сделок. Например, в Восточной Германии не так давно огромный завод сельскохозяйственного машиностроения «ФОРШРИТТ» был продан всего за одну немецкую марку. Возможная опасность сравнительного подхода состоит в том, что иногда в качестве аналогов могут быть использованы искаженные в ту или другую сторону условные цены свершившихся торговых сделок, которые как крайности не должны приниматься в расчет.

Все рассмотренные выше методы объединяет одно обстоятельство. Разработчики этих методов глубоко не задумывались над тем, какие свойства предприятия делают его товаром, наделяют этот хозяйственный объект соответствующей рыночной стоимостью.

Проведенный первоначальный анализ вопроса показывает, что существуют по крайней мере два основополагающих стоимостеобразующих фактора для предприятий и других бизнес-объектов:

- юридически закрепленная, документально оформленная, номинальная нормированная продуктивность предприятия, стандартными (паспортными) показателями которой для целей оценки являются нормативность доходопроизводительности и нормативная прибылепроизводительность в стоимостных единицах измерения;
- размеры, место расположения, качество, улучшения и обременения земельного участка предприятия.

Таким образом, при определении рыночной стоимости предприятия наиболее целесообразно использовать стоимостные показатели нормативного дохода, либо нормативной прибыли. То есть вместо широко применяемого в настоящее время фактно-доходного подхода для определения обоснованной обычной стоимости предприятия следует использовать нормативно-доходный подход в основном на базе его нормативного чистого дохода или нормативной балансовой прибыли. При этом, как правило, отпадает надобность в использовании для этой цели оценок, получаемых с помощью других методических подходов и методов и последующего согласования весьма существенных различий в этих оценках.

Предприятие, в случае предстоящей продажи приобретающее свойства товара, может рассматриваться как предмет улучшения другого «спящего» товара – земельного участка, на котором оно расположено. И наоборот, земельный участок предприятия, в свою очередь, может рассматриваться как средство улучшения последнего как товара.

В перспективе вырисовывается возможность принципиальной унификации методического подхода к оцениванию обоснованной рыночной стоимости различных видов недвижимого и движимого имущества и, в частности, жилищной, промышленной (производственной) и земельной собственности.

Унификация может состоять в том, что для каждого вида недвижимости или движимости специально, научно обоснованно выбирается и рассчитывается некий стоимостеобразующий показатель, который впоследствии подвергается мультипликации. Например, для жилищной собственности в качестве стоимостеобразующего показателя может быть предложена полная себестоимость либо стоимость строительства соответствующих квартир под ключ, которая в той или иной степени учитывает такие важнейшие стоимостеобразующие факторы, как место расположения, качество строительства, внутреннее удобства и степень элитарности жилья. Помимо этого показателя, для рассматриваемых целей пригодна инвентаризационная стоимость жилья, запрашиваемая в соответствующем районном бюро технической инвентаризации жилищной собственности.

Для производственных предприятий и других бизнес-объектов в качестве таких показателей могут быть использованы стоимостные характеристики их производительной силы – нормативная (потенциальная) доходность по чистому доходу или потенциальная прибыльность по балансовой прибыли, а также экономический потенциал (нормативная добавленная стоимость или, другими словами, нормативная условно-конечная продукция) предприятия. Методы определения этих показателей подробно изложены в работах [1, 2].

По земельной собственности этими показателями могут быть нормативная или кадастровая стоимости (цены) земельных участков либо соответствующие ставки земельного налога.

Стоимостеобразующие показатели должны быть стабильными во времени, и это качество в полной мере характерно для стоимостных показателей нормативной продуктивности предприятия. Фактические показатели дохода и финансовые результаты работы предприятий (прибыль, убытки) стабильностью обычно не отличаются.

Стоимости земельной собственности, имущественного комплекса и показатели доходопроизводительности предприятия часто оказываются существенно несоизмеримыми друг другу. Высокие доходы и прибыли предприятия могут обеспечиваться на небольшом земельном участке, в недорогом имущественном комплексе и, наоборот, гора земельной территории и имущества способна рождать «мышь» дохода и «мизер» прибыли. В последнем случае задачу определения рыночной стоимости предприятия решать труднее.

После того, как такие показатели выбраны и рассчитаны или получены на стороне, для каждого конкретного оцениваемого объекта обоснованно устанавли-

ливают и рассчитывают значения в определенной степени типизированного, прецедентного или при отсутствии прецедентов предполагаемого мультипликатора. Значения такого мультипликатора могут быть получены методами экспертных оценок, эвристическими и другими методами.

Мультипликатор по своей физической сути является коэффициентом пересчета стоимостеобразующих характеристик оцениваемого имущества в показатели его рыночной стоимости. Перемножая показатель, подлежащий мультипликации, на величину установленного мультипликатора для каждого конкретного оцениваемого объекта, получают номинальное значение его рыночной стоимости. Затем числовое значение этого произведения приближают к реальной обоснованной и справедливой рыночной стоимости рассматриваемого объекта, вводя в него коэффициенты, учитывающие его физический, моральный и экономический (функционально-экономический) износ, если последний имеет место. Альтернативой перечисленным коэффициентам являются коэффициенты улучшения или ухудшения качества для объектов земельной собственности, благодаря присутствию на них предприятий.

Мультипликаторы нормативных значений разных видов дохода и прибыли предприятий (бизнеса) прямо пропорциональны друг другу. В их основе лежит мультипликатор того вида дохода или прибыли предприятия, который наиболее часто используют при оценке его стоимости. Если чаще, чем другие применяют показатель нормативного чистого дохода, его и принимают за единицу. Обозначим этот мультипликатор -  $M_{чд}$ . Когда для определения рыночной стоимости предприятия используют показатель его нормативной балансовой прибыли, то мультипликатор ее

$$M_{бп} = ЧД_{пн} / БП_{пн} * M_{чд}.$$

Если для мультипликации используют показатель экономического потенциала предприятия, то мультипликатор

$$M_{эп} = ЧД_{пн} / ЭП_{пн} * M_{чд},$$

где

$ЭП_{пн}$ ,  $ЧД_{пн}$  и  $БП_{пн}$  – соответственно экономический потенциал, нормативно чистый доход и нормативная балансовая прибыль предприятия за расчетный период календарного времени.

Очевидно, что  $ЧД_{пн}/БП_{пн} = К_{пд}$ , а  $ЭП_{пн}/ЧД_{пн} = К_{эд}$ , где  $К_{пд}$  и  $К_{эд}$  соответственно коэффициенты пересчета балансовой прибыли и экономического потенциала предприятия в его чистый доход. Например, при  $К_{пд} = 2,5$  и  $К_{эд} = 0,6$  -  $M_{бп} = 2,5 M_{чд}$ , а  $M_{эп} = 0,6 M_{чд}$ .

Сообщества оценщиков со временем должны уточнить стандарты оценочной деятельности, которые исключили бы множественность методических подходов к оценке рыночной стоимости одних и тех же объектов с последующим согласованием получаемых результатов, которые по величине могут отличаться в разы. Существующие стандарты оценки предоставляют оценщику недопустимо широкий простор для произвольного манипулирования окончательными результатами оценочных работ, сужают возможности эффективного контроля уровня достоверности однозначно установленной величины стоимости оцениваемого имущества, облегчают условия для возможного недобросовестного сговора между оценщиком и заказчи-

ком оценки, обеспечивающего получение результата, устраивающего последнего и откровенно убыточного для его контрагента - покупателя.

Если когда-нибудь будет реализован изложенный выше унифицированный методический подход к оценочной деятельности, основной задачей оценщиков станет определение объективных значений мультипликаторов и коэффициентов интегрального износа, характерных для каждого конкретного объекта оценки.

Область наиболее вероятного местонахождения значений обоснованной рыночной стоимости предприятий:

- нижняя граница – обоснованная рыночная стоимость земельного участка, занимаемого предприятием (в случаях, когда предприятие идет на слом и утилизацию всего того, что от него остается);
- верхняя граница – сумма номинальной рыночной стоимости самого предприятия и рыночной стоимости земельного участка, на котором оно расположено (в случаях, когда предприятие находится на начальной стадии своего жизненного цикла при полном отсутствии характерных для него видов износа). Для уникальных высокотехнологичных предприятий, расположенных в районах с высокой стоимостью земельных участков, верхняя планка рыночной стоимости предприятия может быть приподнята за счет возникновения синергетического эффекта.

Окончательно установленные значения обоснованной рыночной стоимости предприятия по мере возможности должны быть максимально объективными, однозначными и как можно более точно воспроизводимыми разными профессиональными оценщиками, независимо от их индивидуальных способностей и накопленного опыта работы по специальности.

### 2.3. Элементарные формулы для определения стоимости и рыночной цены предприятий и других бизнес-объектов

Научные публикации последних лет по вопросам оценки рыночной стоимости и рыночной цены действующих предприятий и других бизнес-объектов (в дальнейшем просто предприятий) нормативно-доходным методом [1, 2, 3, 4, 11, 12.] подготовили почву для разработки элементарных формул определения этих показателей для объектов рассматриваемого вида стоимости.

Ниже будут представлены три разновидности формул для определения рыночной стоимости и рыночной цены работающих предприятий при нормативно-доходном подходе к их оценке: концептуальная, принципиальная и развернутая по основным структурным элементам.

Концептуальные формулы решения поставленной задачи выглядят следующим образом:

$$Српо = Срп + Сзуп;$$

$$Српо = Спп * Мспп * (1 - Иуп) + Спзу * Мсзу * Ккзу; \quad (2.3.1)$$

$$Црп = Српо * Ктсц = (Срп + Сзуп) * Ктсц;$$

$$Црп = [ Спп * Мспп * (1 - Иуп) + Спзу * Мсзу * Ккзу ] * Ктсц, \quad (2.3.2)$$

где

$Српо$  и  $Црп$  – соответственно общая рыночная стоимость и рыночная цена предприятия;

**Срп** и **Сзул** – соответственно рыночные стоимости непосредственно самого предприятия и земельного участка предприятия;

**Спп** и **Слзу** – соответственно стоимостеобразующие параметры предприятия и принадлежащего ему земельного участка;

**Мспп** и **Мсуз** – соответственно мультипликаторы (капитализаторы) стоимостеобразующих параметров предприятия и его земельного участка;

**Иип** – интегральный показатель всех известных видов возможного износа предприятия, доли единицы;

**Ккзу** – коэффициент учета специфических особенностей земельного участка предприятия и его окружения;

**Ктсц** – коэффициент трансформации общей рыночной стоимости предприятия в его рыночную цену.

В качестве единиц измерения показателей **Српо** и **Црп** могут быть приняты условные денежные единицы (у.д.е.) либо другие измерители стоимости – рубли, евро, иены и т.д.

Принципиальные формулы отличаются от концептуальных большей степенью определенности и информативности, существенной, но не полной конкретизацией основных входящих в нее элементов.

Элементарные принципиальные формулы для определения **Српо** и **Црп** можно представить в следующем виде:

$$\text{Српо} = \text{Дпн} * \text{Мдпн} * (1 - \text{Ип}) + \text{Знп} * \text{Мзнп} * \text{Ккзу}, \quad (2.3.3)$$

$$\text{Црп} = \text{Српо} * \text{Ктс},$$

где

**Дпн** – нормативная доходопроизводительность предприятия, д.е. в год;

**Мдпн** – мультипликатор или же демумпликатор нормативной доходопроизводительности предприятия;

**Знп** – земельный налог предприятия, д.е. в год;

**Мзнп** – мультипликатор земельного налога предприятия.

Вместо такого стоимостеобразующего параметра предприятия как **Дпн** могут быть использованы другие наиболее известные структурные составляющие (элементы) этого показателя – нормативная добавленная стоимость (**Дсн**), нормативный чистый доход (**Дчн**), нормативная балансовая прибыль (**Пбн**) или нормативная чистая прибыль (**Пчн**). Как правило, в качестве стоимостеобразующего параметра предприятия наиболее часто используют показатель **Пбн**. Для него и определяют базовый мультипликатор **Мпбн**. Для каждого из остальных показателей структуры нормативной доходопроизводительности предприятия определяют собственный мультипликатор, а именно – **Мдсн**, **Мдчн** и **Мпчн**, значения которых прямо пропорциональны друг другу.

Простейшая рационализация формулы (2.3.3) дает следующий результат:

$$\text{Српо} = \text{Пбп} * \text{Мбпн} * (1 - \text{Ип}) + \text{Знп} * \text{Мзнп} * \text{Ккз}; \quad (2.3.4)$$

$$\text{Црп} = [\text{Српо} \Phi (2.3.4)] * \text{Ктсц}.$$

Основное отличие принципиальных формул для определения **Српо** и **Црп** от концептуальных состоит в первоначальной конкретизации стоимостеобразующих параметров самого предприятия и его земельного участка.

Еще большей информационной прозрачностью и конкретизацией структурных элементов отличаются от предыдущих разновидностей полуразвернутые и развернутые формулы для оценивания рыночной стоимости и рыночной цены предприятия нормативно - доходным методом.

Полуразвернутые формулы для определения показателей **Српо** и **Црп** выглядят так:

$$\text{Српо} = \text{Нрп} * \text{Сн-ч} * \text{Кбп} * \text{Мбп} * (1 - \text{Иип}) + \text{Рзу} * \text{Кпр} * \text{Мзн} * \text{Ккзу}, \quad (2.3.5)$$

$$\text{Црп} = [\text{Српо} \Phi (2.3.5)] * \text{Ктсц},$$

где

**Нрп** – нормативная производственная мощность (производственный потенциал) предприятия, нормо - ч в год;

**Сн-ч** – стоимость одного нормо-часа или же удельный доходопроизводительный потенциал одного нормо-часа основной производственной деятельности предприятия, д.е. за один нормо-ч;

**Кбп** – нормативная доля балансовой прибыли в рыночной стоимости одного нормо-часа работы предприятия, доли единицы;

**Иип** – сумма всех известных разновидностей износа оцениваемого предприятия, доли единицы;

**Рзу** – размеры (площадь) земельного участка предприятия, кв. м, сотки, гектары;

**Кпр** – коэффициент пересчета размеров (площади) земельного участка предприятия в расчетную величину взимаемого с него земельного налога, д.е. на единицу площади этого участка за год;

**Мзн** – мультипликатор земельного налога, уплачиваемого предприятием за год;

**Ккз** – коэффициент корректирования расчетной рыночной стоимости земельного участка предприятия, учитывающий специфические особенности, улучшения и обременения этого участка.

Переход от полуразвернутой формулы для определения **Српо** к развернутой формуле особых затруднений не вызывает:

$$\begin{aligned} \text{Српо} = & t * n_{ср} * I_{св} * \Phi_{св} * \eta_{св} * \\ & * (1 - K_{рсв}) * K_{эсв} * \text{Сн-ч} * \text{Кбп} * \\ & * 1 + u / \lambda - u * \text{Курдк} * \\ & * [ 1 - (\text{Иф} + \text{Им} + \text{Иэ}) ] + \\ & + \text{Рзу} * \text{Кпр} * \text{Мзн} * \text{Ккзу}; \end{aligned} \quad (2.9)$$

$$\text{Црп} = [\text{Српо} \Phi (2.9)] * \text{Ктсц},$$

где

**t** – число наименований структурных рабочих мест (СРМ) предприятия для выполнения основных работ производственной деятельности, ед;

**n<sub>ср</sub>** – среднее число СРМ одного и того же наименования, ед;

**I<sub>св</sub>** – средневзвешенное число персональных рабочих мест (ПРМ) или же другими словами – основных производственных рабочих на одном СРМ предприятия, ед или чел.;

**Φ<sub>св</sub>** – средневзвешенный годовой фонд рабочего времени одного СРМ предприятия, ч;

**η** – средневзвешенное значение коэффициента эффективности использования рабочего времени СРМ предприятия;

**К<sub>рсв</sub>** – средневзвешенное значение коэффициента резервирования производственных возможностей СРМ предприятия;

$K_{эсв}$  – средневзвешенное значение коэффициента масштаба производства и уровня достижений научно-технического и социально-экономического прогресса на предприятии;

$\lambda$  – безрисковая ставка дохода на вложенный капитал, доли ед;

$u$  – индекс ежегодного темпа инфляции денежных средств в стране, доли ед;

$Kурдк$  – коэффициент уточнения расчетной доходности капитальных вложений с учетом факторов, не поддающихся точной количественной оценке;

$Иф$ ,  $Им$  и  $Иэ$  – показатели соответственно физического, морального и экономического износа предприятия, доли ед.

Произведение  $m * n_{ср}$  характеризует общее число СРМ для выполнения основных работ производственной деятельности предприятия, а произведение  $m * n_{ср} * I_{св}$  – показывает общее число ПРМ основных производственных рабочих предприятия. Произведение  $\Phi_{св} * K_{эсв}$  – фиксирует эффективное время работы одного СРМ предприятия в течение года.

В этой статье задача дальнейшего максимально возможного развертывания второго слагаемого рассматриваемой формулы, определяющего рыночную стоимость занимаемого предприятием земельного участка, не ставится, так как этот вопрос подробно раскрывается в утвержденной государством и повседневно используемой на практике методике определения рыночной стоимости земельной собственности. Также оставляется за рамками этой статьи задача определения значений коэффициента  $Kурдк$ , решение которой можно найти в соответствующей специальной литературе по этому вопросу.

У кого-то может возникнуть вопрос: являются ли рыночными стоимости и цены предприятий, определяемые по предлагаемым формулам? Ответ безусловно однозначен – да, являются. Абсолютно рыночным является входящий в рассматриваемые формулы показатель стоимости одного нормо-часа работы предприятия, значения которого устанавливаются и уточняются в режиме реального текущего календарного времени. Кроме того, рыночными являются значения безрисковой ставки банковского процента и уровня инфляции денежных средств, которые используют для определения величины мультипликатора балансовой прибыли предприятия. Эти показатели также контролируются в режиме реального времени.

Цена предприятия бесспорно является рыночной, так как ее величина определяется в результате рыночного торга продавца и покупателя этого вида собственности, независимо от того, в какой форме этот торг производился (непосредственное общение участников сделки купли-продажи, аукцион, тендер-конкурс и др.).

Есть смысл остановиться на значениях некоторых структурных элементов предлагаемых формул для определения показателей  $Срп$  и  $Црп$ . Диапазон изменения возможных значений показателя номинального годового фонда времени работы СРМ при двухсменном режиме их использования составляет 3 990 – 4 020 часов в год. Нормативный коэффициент эффективности использования рабочего времени СРМ, как правило, находится в пределах 0,85 – 0,98. Усредненная экспертная оценка величины этого показателя при отсутствии достаточной информации для его определения – 0,92. Для СРМ с преобладанием ручного труда и простейших средств технического и организационного оснащения принимают-

ся наибольшие значения корректирующего коэффициента; по высокооснащенным СРМ – наименьшие.

Для коэффициентов  $K_{рсв}$  характерны следующие величины: для малых предприятий – 0,8 ; для средних – 0,9 и для крупных – 0,95.

По средним и малым предприятиям при отсутствии достоверной информации значение показателя  $K_{эсв}$  берется равным 1,0 ; для малых предприятий с преобладанием ручного труда – 0,8 ; для крупных – 1,1 и сверхкрупных – 1,15.

В настоящее время безрисковую ставку банковского процента можно считать равной 0,10 – 0,12 , а темпы годовой инфляции денежных средств в стране – 0,10.

В тех случаях, когда текущая безрисковая ставка банковского процента превышает индекс годовой инфляции денежных средств, для определения мультипликатора балансовой прибыли предприятия используют именно эту ставку. Если же она меньше индекса инфляции, применяют действующую ставку рефинансирования денежных средств, установленную и поддерживаемую Центральным Банком России.

Моральный износ предприятия в целом определяется по тем группам структурных элементов активной части его производственных основных фондов, для которых он имеет место: сложная техника, машины, механизмы, дорогостоящее ведущее специализированное технологическое оборудование и т.п.

В книге [13] указывается, что в высокоразвитых странах приблизительная рыночная стоимость предприятия принимается равной объему продаж продукции, работ и услуг за 10 месяцев его работы. При этом получается, что мультипликатор объема продаж равен 0,833 т.е. имеет место демумультипликация годового объема продаж. Если считать, что рентабельность продукции у зарубежных компаний не превышает 10%, то мультипликатор их балансовой прибыли равен 8,33 – 8,5. В этой же публикации отмечается, что для многих российских предприятий коэффициент соотношения годового объема продаж и капитализации равен 7 – 8, т.е. объему продаж за 1,5 месяца работы предприятия. Таким образом по сравнению с зарубежными компаниями мера недооценки наших предприятий составляет 5 – 6 и более раз ( $Мдпн = 0,125$ ). В наших условиях при рентабельности продукции 20 – 25% демумультипликатор балансовой прибыли равен 0,50 – 0,625.

Коридор изменения возможных значений мультипликатора земельного налога в настоящее время установлен государством в пределах от 5,0 до 30,0. Стоимость земельного участка предприятия для первичного выкупа (приватизации) в настоящее время устанавливается и регулируется государством. При последующих переделах производственной собственности определять эту стоимость будет владелец предприятия.

Особого внимания заслуживает попытка разработки и предложения для практического использования одного из возможных методических подходов к определению и нормированию максимально-допустимой скидки с установленной рыночной стоимости предприятия для обеспечения процедуры рыночного торга в процессе купли-продажи предприятия и согласования с покупателем его рыночной цены. В качестве дисконтообразующего параметра предлагается использовать показатель его эксплуатационно-коммерческого износа (Иэк), с помощью которого устанавливается уровень фактически достигнутого коммерческого развития оцениваемого предприятия.

$Иэк = 1 - Опф/Оп,$  (2.3.7)

где

**Опф** и **Опн** – соответственно фактический и нормативный годовой объем продаж продукции, работ и услуг предприятия.

На величину этого показателя в обязательном порядке должно быть наложено верхнее ограничение. Если значение эксплуатационно-коммерческого износа предприятия не превышает 0,15 – 0,20 (достигнутый уровень коммерческого развития предприятия - 0,8 – 0,85), максимально возможная скидка устанавливается по фактической величине этого показателя. При больших значениях показателя **Иэк** искомая скидка оставляется без изменений на уровне 15 – 20%.

Например, если величина **Иэк** составляет 10% (достигнутый уровень коммерческого развития предприятия – 90%), максимально допустимая скидка с установленной рыночной стоимости непосредственно предприятия (и только его, без учета рыночной стоимости занимаемого им земельного участка) не должна превышать 10%. Когда **Иэк** = 45% (уровень коммерческого развития предприятия – 55%), максимально допустимая скидка с его расчетной рыночной стоимости не должна быть выше 15 – 20% от величины **Срп**.

Максимально-допустимое отклонение рыночной цены предприятия от его общей рыночной стоимости, как правило, не должно превышать 10 – 15% в сторону снижения, а в отдельных, крайне редких случаях ажиотажного спроса такое отклонение при тендерной (конкурсной) или же аукционной процедуре рыночного торга может весьма существенно, и даже в несколько раз, быть выше единицы (100%).

С другой стороны, как редчайшее исключение, окончательная цена предприятия может значительно, а иногда и в несколько раз быть ниже его рыночной стоимости: вынужденная срочность продажи при отсутствии реального спроса на продаваемый объект; давно назревшая необходимость смены собственника, особенно, если этот собственник – государство; неизбежная ликвидация бизнеса и т.д.

Для средних и крупных предприятий окончательные результаты оценки их общей рыночной стоимости необходимо в обязательном порядке подвергать независимому специализированному аудиту, а при отсутствии такового – независимой экспертизе, заключение которых вместе с протоколом устранения выявленных недостатков и ошибок должно прилагаться к отчету о проделанной оценочной работе.

Практическое использование разработанных и предлагаемых оценщикам простейших формул для определения общей и поэлементной рыночной стоимости действующего (работающего) предприятия при нормативно-доходном подходе позволяет повысить уровень унификации и регламентации процедуры решения этой задачи, обеспечить большую достоверность и воспроизводимость, меньший разброс получаемых оценки к стоимости и ценам бизнеса, чем это наблюдается сегодня, в зависимости от уровня профессионализма, опытности и добросовестности оценщика.

## 2.4. Учет финансовых обязательств и организационно-технического состояния предприятия при определении его рыночной стоимости и цены прекращения торга

Здесь речь пойдет об определении обоснованной оценки минимально возможной (допустимой) величины рыночной стоимости и равной ей в таком случае цены прекращения процесса продажи предприятия с учетом его финансовых обязательств и организационно-технического состояния. Эта работа обычно выполняется владельцем предприятия, его представителями или же наемным профессиональным оценщиком при установлении рыночной стоимости этого бизнес-объекта.

Такую оценку в учебной и научной литературе, а также в периодических изданиях и прессе обычно называют ценой отсечения (ценой прекращения или приостановления соответствующего рыночного торга) со стороны продавца. По цене, которая ниже цены отсечения, сделка купли-продажи предприятия не заключается. Она откладывается до тех пор, пока на горизонте не появится приобретатель, готовый заплатить за продаваемое предприятие денежную сумму, превышающую установленную цену отсечения.

Таким образом, цена отсечения, устанавливаемая владельцем предприятия, представляет собой нижнюю границу возможной компромиссной, договорной цены его продажи. На верхнюю границу рыночной цены предприятия его владелец, как бы он ни хотел, влияния не оказывает, и поэтому наука она практически не интересуется.

Цену отсечения со стороны покупателя, т. е. верхнее значение этой цены, устанавливает сам покупатель, в зависимости от своих финансовых возможностей, текущей рыночной конъюнктуры, личных мотивов и предпочтений, перспектив дальнейшего экономического развития либо последующей выгодной перепродажи предприятия и т.д. Основная цель его торговой позиции: сделать все, что только можно, чтобы в процессе рыночного торга ни при каких обстоятельствах не превысить эту цену и постараться добиться ее максимально возможного понижения вплоть до предела уступчивости продавца или другими словами – до установленной им цены отсечения.

Следует подчеркнуть, что все приведенные выше рассуждения и определения относятся только к продаваемому действующему предприятию, приобретатель которого не планирует переспециализацию (перепрофилирование) производства продукции либо слом (снос) этого предприятия для освобождения его земельного участка, например, с целью построить на нем супермаркет, казино, бильярдный клуб, кинотеатр либо организовать продовольственный и/или вещевой рынок и т.п. В подобных случаях цену отсечения определяют по другим критериям, которые в данной статье не рассматриваются.

Для учета финансовых обязательств и организационно-технического состояния предприятия используют соответствующим образом уточненную элементарную развернутую формулу для определения его рыночной стоимости, приведенную в публикации [5].

В рассматриваемом случае эта формула имеет вид:  
 $Црпм = Спом * Ктсц = Спом$  (при  $Ктсц = 1,0$ );

$$\begin{aligned} \text{Спом} = \text{Црпм} = \{ \text{тп}_{\text{ср}} * \text{I}_{\text{св}} * \Phi_{\text{св}} * \text{Кв}_{\text{св}} * (1 - \\ - \text{Кр}_{\text{св}}) * \text{Кз}_{\text{св}} \text{Дн-чКБп} (1 + \text{u/v} - \text{u}) * \text{Мбп} [1 - (\text{Иф} + \text{Им} + \\ + \text{Из}) * \text{Курдк} - [(\text{Зкр} - \text{Здт}) + \text{Звсрм}] \} + \\ + \text{Рзу} \text{КпрМзнКзу}, \end{aligned} \quad (2.4.1)$$

где

**Спом** и **Црпм** – соответственно минимально возможные рыночная стоимость и рыночная цена (цена отсечения торга) предприятия, тыс. д.е.;

**т** – число наименований структурных рабочих мест (СРМ) предприятия для выполнения основных работ производственной деятельности, ед.;

**т<sub>ср</sub>** – среднее число СРМ предприятия одного и того же наименования, ед.;

**I<sub>св</sub>** – средневзвешенное рациональное число персональных рабочих мест (ПРМ) или, другими словами, – основных производственных рабочих на одном СРМ предприятия, ед. или чел.;

**Φ<sub>св</sub>** – средневзвешенный нормативный годовой фонд рабочего времени одного СРМ предприятия, ч.;

**Кв<sub>св</sub>** – средневзвешенное нормативное значение коэффициента эффективности использования рабочего времени СРМ предприятия;

**Кр<sub>св</sub>** – средневзвешенное нормативное значение коэффициента резервирования производственных возможностей (производственной мощности) СРМ предприятия;

**Кз<sub>св</sub>** – средневзвешенное нормативное значение коэффициента масштаба производства и уровня достижений научно-технического и социально-экономического прогресса на предприятии;

**Дн-ч** – доходопроизводительность предприятия в расчете на один нормо-час его работы (стоимость одного нормо-часа), д.е.;

**КБп** – нормативная доля балансовой прибыли в рыночной стоимости одного нормо-часа работы предприятия, доли ед.;

**v** – текущая безрисковая ставка дохода на вложенный капитал, доли ед.;

**u** – индекс годового темпа инфляции денежных средств в стране на момент продажи предприятия, доли ед.;

**Мбпн** – мультипликатор (капитализатор или же коэффициент капитализации) нормативной балансовой прибыли предприятия;

**Курдк** – коэффициент уточнения расчетной доходности (прибыльности) капитальных вложений в предприятие с учетом факторов, не поддающихся точному количественному определению;

**Иф, Им** и **Из** – соответственно фактические относительные показатели физического, морального (функционального) и экономического износа предприятия, доли ед.;

**Зкр** и **Здт** – соответственно неурегулированные кредиторская и дебиторская задолженности предприятия (финансовые обязательства предприятия и его контрагентов и партнеров), тыс. д.е.;

**Звсрм** – нормативно-сметные затраты, необходимые для восстановления производственного потенциала необоснованно, преждевременно ликвидированных, разукрупненных, законсервированных и просто неэксплуатируемых СРМ предприятия, тыс. д.е.;

**Рзу** – размеры (площадь) земельного участка предприятия: квадратные метры, сотки, гектары;

**Кпр** – коэффициент пересчета размеров (площади) земельного участка предприятия в расчетную величину

взимаемого с него земельного налога, тыс. д.е. на единицу площади этого участка за год;

**Мзн** – мультипликатор (капитализатор, коэффициент капитализации) земельного налога, уплачиваемого предприятием за год;

**Ккзу** – коэффициент корректирования расчетной рыночной стоимости земельного участка предприятия, учитывающий специфические особенности, улучшения и обременения этого участка;

**д.е.** – денежные единицы.

Произведение **тп<sub>ср</sub>** характеризует общее число СРМ для выполнения основных работ по производству продукции, а произведение **тп<sub>ср</sub>\*I<sub>св</sub>** – общее нормативное число основных производственных рабочих предприятия. Произведение **Φ<sub>св</sub>\*Кв<sub>св</sub>** показывает средневзвешенное нормативное эффективное время работы одного СРМ предприятия в течение года.

Физический износ предприятия (**Иф**) предлагается определять по соотношению:

$$\text{Иф} = (\text{Ас} - \text{Зан}) / \text{Спн} = (\text{Аос} + \text{Знн}) / \text{Спн}, \quad (2.4.2)$$

где

**Ас** – осовремененная общая сумма начисленных амортизационных отчислений за весь срок службы предприятия от запуска его в эксплуатацию и до момента продажи, тыс. д.е.;

**Зан** – осовремененные затраты на капитальный ремонт и реновацию производственных основных фондов предприятия за весь срок его эксплуатации до момента продажи, тыс. д.е.;

**Аос** – осовремененный остаток амортизационных отчислений на счетах предприятия к моменту его продажи, тыс. д.е.;

**Знн** – осовремененный расход накопленных денежных средств амортизационных отчислений предприятия на цели, не связанные с ремонтом и обновлением производственных основных фондов предприятия за весь срок его существования до продажи, тыс. д.е.;

**Знн** – средства амортизационных отчислений, использованные не по прямому назначению;

**Спн** – номинальное значение обособленной оценки рыночной стоимости продаваемого предприятия, тыс. д.е. Определяется произведением первых двенадцати членов первого слагаемого приведенной выше формулы для установления нормативной величины **Спом(Црпм)**.

По своей экономической сущности разность **(Ас - Зан)** или же сумма **(Аос + Знн)** представляют собой часть начисленных амортизационных отчислений, которая была или будет использована как чистая прибыль предприятия, направленная, например, на пополнение оборотных средств, на премирование персонала или другие цели. Представляется, что при определении показателя **Иф** более корректно такую чистую прибыль (**Пчп**) пересчитывать в балансовую прибыль (**Пбп**), умножая указанные выше разность или же сумму на коэффициент пересчета, равный отношению **Пбп/Пчп**. В настоящее время этот коэффициент равен 1,13.

Таким образом, можно утверждать, что с помощью показателя **Иф** фактически учитывается та часть рыночной стоимости предприятия, которая уже возмещена (возвращена) его собственнику в процессе эксплуатации этого объекта за счет амортизационных отчислений, не использованных им по прямому назначению.

Разность **1 - Иф** является коэффициентом, учитывающим физический износ продаваемого предприятия при определении его рыночной стоимости.

Исходные данные для определения показателя *Иф*, в частности, первичные значения элементов *Ас*, *Аос*, *Зан* и *Знн* получают из регулярной годовой бухгалтерской отчетности предприятия. Осовременивание этих данных производят по известным общепринятым методикам.

Моральный износ предприятия (*Им*) сущностно характеризуется двумя явлениями: внешним (практически гипотетическим) и внутрипроизводственным (фактически имеющим место быть). На рынке периодически появляется новое прогрессивное технологическое оборудование и новая организационно-технологическая оснастка, которые обеспечивают значительное повышение производительности труда при производстве продукции, т.е. снижение основного оперативного времени на выпуск единицы продукта и снижение нормативных и сверхнормативных потерь рабочего времени при эксплуатации этих новинок. Потенциальная относительная экономия рабочего времени предприятия при замене устаревшего оборудования на новое, более эффективное, позволяет охарактеризовать эту часть морального износа предприятия. Следует особо заметить, что этот вид морального износа представляет интерес для владельца непродávаемого производственного предприятия. Для приобретателя в момент покупки предприятия внешний моральный износ активной части его производственных основных фондов, как правило, практического значения не имеет.

Внутрипроизводственные сверхнормативные потери основного рабочего времени предприятия обычно проявляются по мере увеличения срока его эксплуатации, по мере его старения. Со временем объективно возрастают затраты рабочего времени на техническое обслуживание, текущий и капитальный ремонт технологического оборудования и сложной оргтехоснастки, контроль размеров, допусков и посадок изготавливаемых изделий, а также на наладку и переналадку технологического оборудования на производство разных изделий.

Для определения величины показателя морального износа предприятия (*Им*) по причинам внутрипроизводственного характера используют отношение:

$$Им = Тср_{св} / Ф_{св}, \quad (2.4.3)$$

где

*Тср<sub>св</sub>* – средневзвешенные сверхнормативные потери рабочего времени на одном СРМ предприятия, обусловленные устареванием, т.е. повышенной изношенностью его оборудования и оснастки, часы в год;

*Ф<sub>св</sub>* – средневзвешенный годовой фонд рабочего времени одного СРМ предприятия, часы в год.

В последнем случае моральный износ предприятия скорее всего выступает в качестве показателя его функционального износа.

Сверхнормативные потери основного рабочего времени могут быть связаны со старением и износом элементов не только активной, но и пассивной части производственных основных фондов предприятия (неожиданные протечки кровли, обрушения, засоры в системах водопровода и канализации, нарушения в работе систем отопления, освещения, вентиляции и т.д.). В таких случаях к функциональной части морального износа предприятия добавляется соответствующая производственно-инфраструктурная часть этого вида износа, и ее также необходимо учитывать при определении показателя *Им*.

Сверхнормативные потери рабочего времени на СРМ для определения величины показателя *Им* устанавливают путем прямого хронометража процессов изготовления тех или иных видов продукции. Параллельно производят

уточнение соответствующих норм выработки для основных производственных рабочих предприятия, работающих на изношенном оборудовании и в производственных помещениях, не отвечающих современным требованиям.

Разность *1 - (Иф + Им)* – это коэффициент, учитывающий физический и моральный износы предприятия при определении оценки его рыночной стоимости.

Сущность и методы определения экономического износа предприятия изложены в статье [3] и в этом материале не повторяются.

Разность *1 - (Иф + Им + Из)* представляет собой несколько укрупненный коэффициент учета влияния всех основных видов износа предприятия на его рыночную стоимость в сторону ее снижения.

Легко заметить, что показателем *Иф* в том виде, в каком он рассчитывается для использования в формуле определения величины *Слом(Црпм)*, реально отражается не физический, а бухгалтерский (бумажный, условный) износ предприятия. Функцию выражения действительного физического износа предприятия в упомянутой формуле выполняет показатель *Им* со своими структурными составляющими, характеризующими функциональный износ активной и пассивной частей его производственных основных фондов, а также в определенной степени показатель *Из*.

Финансовые обязательства предприятия определяют разностью между неурегулированными перед его продажей кредиторской (*Зкр*) и дебиторской (*Здт*) задолженностями этого хозяйственного объекта.

Величину показателя *Зесрм* в первом приближении устанавливают путем составления перечня утраченного технологического оборудования и наиболее сложной оргтехоснастки СРМ предприятия, проставления после каждой позиции сметной стоимости приобретения и монтажа на прежнее место и последующего суммирования всех проставленных стоимостей. В отдельных случаях целесообразно оценивать реальную прибылепроизводительность утраченного производственного потенциала предприятия, условно приравняв ее к величине затрат *Зесрм* на его восстановление.

Цифровые значения большинства элементов приведенной выше формулы в виде границ их возможного разброса указаны в упомянутой ранее статье [5].

Возможные методы определения величины коэффициента *Курдк* и развертывание второго члена приведенной выше формулы для установления значений показателя *Слом = Црпм* оставлены вне рамок этой статьи. Передовые методы оценивания стоимости земельных участков урбанизированных поселений и сельской местности подробно излагаются в работах [14, 15, 16].

Для предприятия с выкупленным у государства земельным участком стоимость этого участка при последующей продаже предприятия может быть определена по современной цене его выкупа у государства (*Цвзо*), умноженной на коэффициент (*Ку-о*), учитывающий улучшения или же обременения рассматриваемой земельной собственности, имевшие место с момента ее приватизации и до момента продажи, а также на коэффициент (*Кук*), характеризующий уровень регламентированной государством предельно возможной наценки на номинальную величину его стоимости. Если улучшений и обременений земельного участка предприятия в рассматриваемый период календарного времени не было, коэффициент *Ку-о* принимается равным единице. При улучшениях земельной собственности предприятия его

величина превышает единицу, а в случаях обременений она становится меньше единицы.

Желательно, чтобы величина коэффициента Кук не превышала значений 1,10 – 1,15. С помощью этого коэффициента, в частности, учитывается доля нематериальных активов, связанных с правовой стороной оформления выкупа земельного участка предприятия у государства.

Таким образом получается, что стоимость земельного участка предприятия (*Сзул*), устанавливаемая перед первой сменой собственника бизнеса, определяется по формуле:

$$\text{Сзул} = \text{Цезо} * \text{Ку-о} * \text{Кук} \quad (2.4.4)$$

Осовременивание величины *Цезо* производят начиная с первого года после выкупа земельного участка под предприятием и до последнего года перед его продажей с учетом индекса инфляции денежных средств за каждый год прошедшего периода календарного времени.

Нетрудно заметить, что стоимость земельного участка предприятия *Сзул* не является рыночной, так как выкуп таких участков у государства производился или же производится не по рыночной, а по льготной для первой смены собственника цене, и соблюдение принципа справедливости требует, чтобы первые перепродажи этой собственности производились не по ее полной рыночной стоимости, а с учетом предоставленных государством льгот. Таким путем будет перекрыта возможность несправедливого, не заработанного собственным трудом, кровью и потом, аморального, откровенно спекулятивного, быстрого обогащения приватизатора земельного участка под предприятием при его перепродаже в данном конкретном случае за счет единовременного обналичивания льгот, предоставленных государством. В настоящее время обсуждается проект льготных цен на земельные участки производственных предприятий, в котором предлагается оценивать их 5% от кадастровой стоимости земли в целом по стране и 20% от такой стоимости в Москве и Санкт-Петербурге. Для предприятий, подлежащих слому (сносу) или же перепрофилированию, выкуп их земельных участков предусматривается производить по указанному выше нормативу плюс 80% от кадастровой стоимости этих участков. В свою очередь, бизнес просит государство утвердить вышеуказанные нормативы на уровне 1,5 – 2%, что позволит избежать полного разорения многих предприятий, и без того еле-еле сводящих концы с концами.

Учет невыполненных финансовых обязательств и фактического организационно-технического состояния продаваемого предприятия при определении его рыночной стоимости и вероятной рыночной цены, в случаях когда трехчлен *Зкр - Здт + Звсрм* намного больше нуля, является своеобразной формой умеренного материального (ценового) наказания владельца и управленческой команды рассматриваемого хозяйственного объекта за недостаточно высокий профессиональный уровень управления результативностью и эффективностью его работы, за допущенное существенное недоиспользование его производственного, производительного и коммерческого потенциала, что в первую очередь сказывалось и сказывается на величине получаемого дохода и прибыли и, как следствие, не может не отражаться на оценке текущей рыночной стоимости и возможной цены продажи этого предприятия.

Есть все основания полагать, что чем большим объемом объективной, правдивой информации об организационно-техническом, технологическом, финансово-экономическом, социальном и экологическом состоянии продаваемого предприятия, а также о рынках сбыта его продукции будет располагать профессиональный оценщик его рыночной стоимости, тем корректней, точнее будет установленная наиболее вероятная рыночная цена продажи этого предприятия и цена отсечения, прекращения процедуры рыночного торга при его продаже по решению продавца.

## Литература

1. Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия. – М., Перспектива, 1997. 128 с.
2. Ревуцкий Л.Д. Производственная мощьность, продуктивность и экономическая активность предприятия. Оценка, управленческий учет и контроль. – М., Перспектива, 2002. 240 с.
3. Ревуцкий Л.Д. Сущность экономического износа предприятия и упрощенные методы его оценки// « Вопросы оценки», № 4, 2003. С. 28 – 31.
4. Ревуцкий Л.Д. Рыночная стоимость и рыночная цена предприятия. // Вопросы оценки, № 1, 2004. С. 38-43.
5. Ревуцкий Л.Д. Элементарные формулы для определения рыночной стоимости и рыночной цены предприятий и других бизнес- объектов нормативно-доходным методом// «Вопросы оценки», № 2, 2004. С. 40-44.
6. Ревуцкий Л.Д. Стоимость, оценка, капитализация и вероятная цена предприятия// Вопросы оценки. № 3, 2004. С. 26-32.
7. Р. Рикертсен, Р. Гюнтер. Выкуп бизнеса менеджерами. Советы инсайдера. М.: Альпина Бизнес Букс. 2004. 404 с.
8. Селиванов А.И. Основы теории старения машин. М.: Машиностроение, 1971. 408 с.
9. Коллегаев Р.Н. Определение наивыгоднейших сроков службы машин. М.: Экономика, 1963. 227 с.
10. Пацкалев А.Ф., Копаев В.А. Нормативы удельных капитальных вложений в отраслях АПК: Справочник. М.: Агропромиздат, 1986. 415 с.
11. Ревуцкий Л.Д. Еще один методологический подход к оценке стартовой рыночной стоимости предприятия// «Вопросы оценки», № 1, 2002. С. 44 - 47.
12. Ревуцкий Л.Д. Пути и возможные перспективы рационализации методов оценки рыночной стоимости предприятий и других бизнес-объектов. М.: «Вопросы оценки», № 3, 2003. С. 44 - 48.
13. Дугельный А.П., Комаров В.Ф. Бюджетное управление предприятием. М., Дело, 2003. 432 с.
14. Прорвич В.А. и др. Оценка земель урбанизированных поселений. М.: Экономика, 2004. 776 с.
15. Прорвич В.А. и др. Атлас оценки земель Подольска. М.: Экономика, 2004. 544 с.
16. Носов С.И. Оценка земельных ресурсов для рентного регулирования землепользования. Вл.: ИД «Русская оценка», 2004. 302 с.

*Ревуцкий Леопольд Давыдович*