

3.5. КАЧЕСТВО ОЦЕНОК СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ МЕТОДАМИ ДОХОДНОГО ПОДХОДА (мифы и реальность)

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

Рассмотрены достоинства и недостатки существующих и предлагаемого методов доходного подхода к определению стоимости предприятий. Утверждается, что нормативно-доходный подход к решению такой задачи прогрессивен, так как учитывает практически все основные стоимостеобразующие элементы оцениваемой стоимости, а именно: стоимости материальных и нематериальных активов непосредственно самого предприятия, а также земельного участка, на котором оно находится, если он выкуплен у государства. При этом неадекватные, порой мифические экономико-математические модели предприятия, с помощью которых определяют неизвестно какую, обычно договорную стоимость, заменяются моделью, представляющей достоверный экономический портрет оцениваемого объекта и позволяющей существенно повысить уровень обоснованности результатов оценочной работы.

Научно, экономически, юридически и социально обоснованная (настоящая, действительная, реальная, объективная) рыночная стоимость предприятия состоит из двух, соответствующим образом обосновываемых, слагаемых: рыночной стоимости непосредственно самого предприятия с учетом нематериальных активов и инфраструктуры, если таковая имеется, а также рыночной стоимости земельного участка, на котором оно расположено и который ему принадлежит на правах земельной собственности. Далее по тексту прилагательное «рыночная» к слову «стоимость» для краткости употребляться не будет. Первое слагаемое (производственную, нематериальную и инфраструктурную собственность предприятия) обычно называют его имуществом. Второе слагаемое, если рассматриваемый земельный участок не арендован, а приватизирован, также является имуществом предприятия, но теоретически, методически и на практике при определении величины этих слагаемых целесообразно оценивать их отдельно. В зависимости от того, что представляет собой предприятие, какова структура капитала и имущества последнего, при определении его стоимости оно может рассматриваться как:

- имущественный комплекс;
- имущественно-земельный комплекс;
- земельно-имущественный комплекс производственного, сервисного, торгового или иного назначения.

В первом случае земельный участок предприятия, имущество самого предприятия и имущество его инфраструктуры, если все это рассматривается как единое целое, в сумме образуют его единый имущественный комплекс. Если же эти виды имущества при оценивании их стоимости рассматривают отдельно, то предприятие, для большей точности идентификации, классифицируют как имущественно-земельный комплекс, когда первое слагаемое его стоимости по величине превышает второе, и как земельно-имущественный комплекс – в противоположном случае. Как односложный имущественный комплекс может рассматриваться предприятие, организованное на арендованном земельном участке. Предприятие, находящееся на собственном земельном уча-

стке, может рассматриваться как своеобразное улучшение или же обременение последнего и, наоборот, когда это более точно отображает действительность, земельный участок может являться улучшением либо обременением предприятия, последнее бывает крайне редко.

В связи с тем, что вопросы определения стоимости земельных участков урбанизированных поселений, земель сельскохозяйственного назначения, лесного фонда, земель под предприятиями и т.д. в настоящее время теоретически и практически глубоко проработаны и опубликованы [1-5], уделять им особое внимание в данной статье нет необходимости.

Из приведенных выше соображений можно сделать следующее заключение: экономически обоснованной и справедливой может считаться только такая оценка стоимости предприятия, которая включает в себя оценки стоимости всех видов стоимостеобразующего имущества, которыми оно располагает. При этом разные виды имущества предприятия могут быть оценены разными методами оценочных работ.

Для определения стоимости отечественных предприятий сегодня традиционно используют три основных методических подхода: затратный, доходный и сравнительный (рыночный).

Ниже пойдет речь только о доходном подходе и его разновидностях применительно к определению лишь той части полной (общей) стоимости предприятия, которая напрямую зависит от получаемого дохода. В приводимых далее по тексту формулах эта часть стоимости предприятия обозначается как Осп. Внимательное и непредвзятое ознакомление с доходным подходом к определению стоимости предприятий в его современном виде, размышления на эту тему, вызывают глубокую озабоченность чрезвычайно низким уровнем теоретической и практической обоснованности, справедливости, адекватности (одним словом – качеством) получаемых на его основе оценок, неограниченными возможностями манипулирования, мистификации, мифологизации результатов работы оценщика при таком подходе как в сторону занижения, что встречается чаще, так и в сторону завышения. И то, и другое, как правило, делается в порядке коррупции в интересах заказчика оценочных работ за дополнительную плату, получившую собственное название – «откат».

При доходном подходе сегодня, как правило, используют два метода определения стоимости предприятий. В тех случаях, когда предприятия имеют разработанные и утвержденные бизнес-планы работы на те или иные периоды календарного времени до ожидаемого конца срока их использования по назначению, либо когда оценщик уверен в своих прогнозах развития предприятия на ближайшие 3-5 лет, в существующих учебниках и научной литературе по оценочной деятельности рекомендуется применять и применяется на практике метод дисконтирования соответствующих ожидаемых (прогнозируемых) годовых доходов.

При отсутствии у оцениваемых предприятий таких бизнес-планов в случаях стабильности ожидаемых доходов в указанных публикациях предлагается использовать и практически используется метод прямой капитализации доходов этих предприятий, полученных преимущественно за последний полный отчетный год их работы либо усредненных за несколько последних лет.

Существующий теоретический посыл доходного подхода, состоящий в том, что стоимость предприятия в

основном определяется только на базе ожидаемых будущих доходов, которые оцениваемый объект может принести до окончания срока его жизнедеятельности [6], на наш взгляд, является принципиально ошибочным, так как при таком подходе игнорируется тот очевидный факт, что предприятие является имущественным комплексом, что оно обычно не витает в воздухе, а стоит на дорогостоящей земле и, кроме того, величину его стоимости в значительной степени образуют те нематериальные активы, которые в современных системах бухгалтерского учета и отчетности предприятий не оцениваются. Анализ общеизвестных случаев продажи конкретных предприятий и компаний в нашей стране и за рубежом, и, в частности, тех, которые относятся к объектам высоких технологий, показывает, что их рыночная цена, за счет стоимости имевшейся у них земельной и латентной нематериальной собственности намного, иногда в десятки раз, превышала их бухгалтерскую балансовую стоимость, подсчитанную затратным методом, либо методами доходного подхода.

Наибольшее число недостатков-неопределенностей при использовании его для определения стоимости предприятий безусловно имеет метод дисконтирования доходов:

- главный недостаток состоит в том, что невозможно достоверно прогнозировать будущее, к тому же сверхвысокая чувствительность метода к изменениям параметров модели предприятия;
- отсутствует однозначное представление о том, какими конкретными капитализируемыми доходами должен заниматься оценщик (совокупными доходами, чистыми доходами с учетом или же без учета той или иной доли амортизационных средств, прибылью до уплаты или же после уплаты налогов и процентов и т.д.);
- сегодня в условиях рыночной и, особенно, переходной экономики часто бывает неизвестно, что будет завтра. Прогнозировать доходы на те или иные по продолжительности отдельные периоды календарного времени, как минимум на пять лет вперед, – это примерно то же самое, что «строить воздушные замки» (метафора не принадлежит автору, она заимствована из литературных источников по оценочной деятельности), или что одно и то же – «писать вилами по воде»;
- для прогнозов будущих доходов за базу обычно принимают фактический доход за последний отчетный год и фактические доходы за ряд предыдущих годовых периодов времени, а они, в силу, например, неудовлетворительного уровня менеджмента на предприятии, могут во много раз, и даже на порядок, отличаться от возможного для него в нормальных условиях организации производства и труда при наличии квалифицированной управленческой команды (при определении стоимости предприятия по величинам фактических годовых доходов на самом деле оценивают не рассматриваемое предприятие, а совсем другое, гипотетическое, нормативный годовой доход которого, равен соответствующему фактическому доходу оцениваемого предприятия, то есть, если фактический средний годовой доход рассматриваемого предприятия составляет 5 млн. руб., а нормативный – 50 млн. руб., то оценщик оценивает предприятие, по своим размерам в 10 раз меньшее и соответственно намного более дешёвое, чем указанное в заказе на оценочную работу);
- крайне неуместными, не отвечающими реалиям жизни, представляются научные рекомендации и практика расчётов стоимости реверсии в постпрогнозные периоды времени применительно к отечественным предприятиям (научнообразные математические игры со случайными цифрами которые, иногда дорого обходятся отдельным участникам торговых сделок, дискредитируют профессию и работу оценщика;
- в переходных экономиках инфляционные процессы крайне нестабильны, не исключены кризисы и дефолты, поэтому прогнозы уровней инфляции для ожидаемых доходов предприятия на 5 и более лет вперед ненадежны;
- отдельной проблемой является определение ставок дисконтирования будущих доходов. Для этой цели разработаны и используются примерно 15 методов, если не больше. В конечном итоге побеждает метод экспертных оценок совокупного риска невыхода на прогнозируемые доходы при повседневной экономической деятельности предприятий. По известным литературным источникам сейчас эта ставка находится в пределах от 20 до 30-35% (в зависимости от того, какие доходы дисконтируются), но со временем может быть снижена до 20-25%. Интересно отметить, что фактическая ставка дисконтирования сегодня в 3,5-5,5 раз отличается от величины безрисковой ставки капитализации доходов. При таком положении оценка текущей стоимости предприятия оказывается равной сумме годовых значений прогнозируемой для него фактической прибыли за вычетом налогов и процентов всего лишь за 3,5 и 4 года работы этого предприятия в будущем, что вряд ли соответствует его действительной стоимости;
- при использовании метода дисконтирования доходов полностью игнорируется принцип учёта возможностей наилучшего использования оцениваемой производственной собственности;
- результаты оценки стоимости предприятия, полученной методом дисконтирования доходов, не учитывают его интегральный (физический, моральный и экономический) износ, а также ряд других факторов, влияющих на величину оценки части его стоимости, зависящей от получаемого дохода;
- неуместна предполагаемая необходимость учёта стоимости реверсии предприятия в постпрогнозный период.

Предприятия при использовании этого метода для определения их стоимости фактически приравниваются к ценным бумагам типа облигаций, что несправедливо, неправомечно и глубоко ошибочно.

Концептуальная формула для определения оценки текущей стоимости предприятия (Осп) методом дисконтирования доходов в общем виде выглядит следующим образом:

$$Осп = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + K_{D_i})^i},$$

где

D_i – поток капитализируемого дохода предприятия в i -ом периоде календарного времени;

K_{D_i} – ставка (коэффициент) дисконтирования потока D_i ;

n – число рассматриваемых периодов календарного времени (лет) работы предприятия.

Считается, что метод дисконтирования доходов при оценивании стоимости предприятий целесообразно применять в следующих случаях:

- при ожидании, что будущие доходы будут существенно отличаться от текущих;
- при наличии экономических обоснований оценок размеров ожидаемых в будущем доходов;
- оцениваемый объект находится в стадии строительства или же только что построен;
- если оценивается крупный многофункциональный коммерческий объект (гостиницы, пароходы, крупные предприятия и т.д.);
- потоки доходов и расходов оцениваемого объекта носят сезонный характер.

Есть основания полагать, что этому методу приписываются достоинства и возможности, которые у него отсутствуют. Где найти предприятия, соответствующие

перечисленным условиям? Можно ли определить этим методом стоимость гостиниц, пароходов и других подобных объектов, если они должным образом не загружены? Такие вопросы можно продолжить. Налицо беспочвенная фетишизация рассматриваемого метода для задач, которые при его использовании корректно не решаются. Ни в коем случае нельзя методологически приравнять гостиницы, пароходы, комбинаты и т.д. к ценным бумагам типа облигаций, что всегда делается при использовании этого метода для определения стоимости предприятий.

Использование метода дисконтирования денежных потоков для определения стоимости предприятий сегодня, безусловно, устраивает оценщиков такого вида имущества, так как этот метод позволяет выходить на любую по величине предварительно заданную (договорную) оценку стоимости объектов производственной собственности, соответствующую конъюнктурным, конкретным требованиям заказчика оценочной деятельности (продавца, покупателя предприятия, представителей того или другого). Такая ситуация приводит к повышению вероятности возможных в будущем судебных разбирательств по поводу соответствия цены проданного предприятия его реальной стоимости и признания ряда ранее свершившихся торговых сделок недействительными.

Аналогичные недостатки-неопределенности характерны и для метода прямой капитализации дохода предприятия, применяемого для определения зависящей от доходов части его стоимости, правда, за исключением двух наиболее одиозных моментов: при этом методе отпадает необходимость использования сомнительных прогнозов потоков будущих годовых доходов предприятия и ожидаемых уровней их инфляции, а также стоимости реверсии. Все остальные недостатки, естественно, остаются. Степень достоверности получаемых ставок капитализации и дисконтирования капитализируемых доходов примерно одинакова.

Общий вид концептуальной формулы для получения оценки рассматриваемой части стоимости предприятия (Осп) методом прямой капитализации капитализируемого дохода:

$$Осп = Дкк / Кк,$$

где

Дкк – среднегодовое фактическое за ряд последних лет либо фактическое за последний отчетный год значение капитализируемого дохода предприятия;

Кк – ставка (коэффициент) капитализации дохода **Дкк**.

Формально по рекомендуемой формуле метода прямой капитализации доходов предприятия получается, что если по каким-то причинам оно временно, например, в течение последнего года не работало, то его стоимость **Осп** при нулевом доходе также равна нулю. Очевидный нонсенс, но иногда им пользуются.

Предполагается, что этот метод наиболее эффективен для объектов, имеющих стабильные годовые доходы (т.е., когда ожидается, что будущие доходы предприятия будут примерно равны текущим или темпы их возможного роста могут быть достоверно просчитаны), а также для предприятий с однозначно определенной и стабильной арендной платой на многие годы вперед (а где такие взять, учитывая что в настоящее время ставки аренды меняются ежегодно?).

Считается, что метод прямой капитализации доходов отличается простотой расчетов и отражает сложив-

шуюся рыночную конъюнктуру. Однако этот метод не рекомендуется применять при отсутствии надежной информации о результатах достаточного количества уже совершившихся аналогичных рыночных сделок. Таким образом получается, что для оценивания стоимости предприятий, каждый случай продажи которых обычно уникален, применять этот метод нельзя.

Более подробно области применения, а также вероятные достоинства и недостатки того и другого методов доходного подхода к определению стоимости недвижимости и в том числе предприятий, перечислены в лекциях С.В. Грибовского [7].

Рассмотренные выше методы доходного подхода к оцениванию стоимости предприятий концептуально и в практическом плане не состоятельны, потому что не позволяют даже удовлетворительно решать задачи, для которых они разработаны. В основу этих методов положены такие элементарные экономико-математические модели, которые не отражают самые важные стоимостеобразующие показатели и характеристики оцениваемого предприятия, например, его производственные возможности и структуру. Для метода дисконтирования доходов используемая модель предприятия представляет собой малочисленный ряд (5-10 цифр) ожидаемых в будущем фактических значений дисконтируемых доходов (при высокой степени неопределенности какими они будут на самом деле). Цифры такого ряда по сути являются плодом фантазии разработчиков бизнес-плана либо оценщика оцениваемого предприятия, и они, безусловно, устраивают его руководящую верхушку – заказчика оценочной работы и наёмного оценщика независимо от того, насколько они объективны и отвечают интересам государства и общества. Экономико-математическая модель предприятия для метода прямой капитализации дохода вообще состоит из одной цифры фактически полученного годового капитализируемого дохода за последний полный отчетный год либо являющейся среднеарифметической величиной таких доходов за несколько последних лет.

Таким образом получается, что использование рассмотренных методов определения стоимости предприятий является элементарной игрой в цифры, которая к оцениваемым конкретным хозяйственным объектам отношения не имеет, но результат подобной игры всегда известен заранее.

При использовании фактических значений ожидаемых доходов или фактического значения капитализируемого дохода для определения стоимости оцениваемых предприятий оценивают не реальную стоимость предприятия, а стоимость, которая напрямую увязывается с уровнем профессиональной состоятельности и эффективности работы его управленческой команды. Если производственные и доходопроизводительные возможности какого-то конкретного предприятия используются всего лишь на 10%, то это не означает, что оценка его стоимости должна быть в десять раз ниже той, которая была бы при нормальной загрузке его на полную мощность. Про такое предприятие можно сказать, что уровень профессионализма, качество его управленческой команды, а следовательно, и эффективность управления его производственной деятельностью на порядок ниже, чем требуется в рассматриваемом случае, но это обстоятельство не должно оказывать существенного влияния на величину его стоимости. Управленческая команда может быть заменена более эффективной, размеры получаемых пред-

приятием доходов могут существенно вырасти, в то время как его имущественно-земельный комплекс и стоимость останутся без изменений.

Учитывая изложенные выше соображения, нетрудно прийти к выводу, что достоинства, приписываемые существующим методам доходного подхода к получению оценок стоимости предприятий, при достигнутом уровне их теоретической проработки и накопленного опыта применения этих методов в практике оценочной деятельности, являются мифом, а сами расчетные оценки при всех попытках как-то наукообразить способы их определения иначе как мифическими не назовешь. И эта «лженаука» и мифология не столь безобидны, как кажется на первый взгляд. Трудно поверить, что разработчики, преподаватели, предприниматели, профессиональные оценщики, эксплуатирующие эту «науку», не понимают что делают, не видят ее принципиальные недостатки. Первоочередная в настоящее время задача оценщика предприятий – как можно больше угодить интересам заказчика, какими бы они не были, чтобы не потерять этот заказ, проще всего решается путем использования именно нынешнего доходного подхода и его методов решения таких задач. Получение научно, экономически и социально обоснованных оценок действительной стоимости предприятий на данный момент времени – проблема второго плана. Тем более, что практика рассмотрения спорных оценок предприятий в арбитражных судах нашей страны пока малозначительна и в обозримом будущем вряд ли получит необходимое распространение.

Какие же утверждения преподавателей, теоретиков и практиков оценочной деятельности в нашей стране применительно к предприятиям и доходному подходу к их оцениванию являются устойчивыми но, к сожалению, вредоносными мифами?

1. Существующие в настоящее время методы доходного подхода к определению стоимости предприятий вполне пригодны для решения задач подобного рода, дают возможность получать результаты, отражающие реальную картину действительности и позволяют фиксировать оценки, устраивающие все заинтересованные стороны: заказчика оценки, продавца и покупателя предприятия, оценщика, общество и государство.
2. Объективную оценку стоимости предприятия можно определять не учитывая структуру и стоимость имеющегося у него комплекса имущества.
3. Для оценки стоимости предприятия достаточно располагать фактическими текущими значениями той части его доходов, которая выбрана для их прямой капитализации, или ожидаемыми на основе фактических данных будущими доходами, подвергаемыми дисконтированию.
4. Ставки дисконтирования будущих доходов и прямой капитализации их текущих значений поддаются строгому экономико-математическому обоснованию и расчету.
5. Оценки стоимости предприятий, получаемые существующими методами доходного подхода, включают в себя долю, порожденную имеющимися у них нематериальными активами.
6. Обоснованная оценка стоимости предприятия находится где-то между ее значениями, получаемыми методами доходного, затратного и рыночного подходов к решению таких задач.

В условиях незавершенной приватизации государственных предприятий, а иногда и при повторных продажах наблюдается явная тенденция к существенному занижению действительной стоимости приватизируемых и перепродаваемых предприятий. По разным причинам задерживается начало процесса нормальной массовой оценки и последующей продажи урбанизи-

рованных, сельскохозяйственных и других земельных угодий отечества.

Экономические и социальные последствия такой недооценки более чем серьезны:

- искусственно занижаются размеры национального богатства страны;
- недополучение из-за границы крайне необходимых народному хозяйству инвестиций, задерживается приход в страну передовых технологий производства товаров и продуктов массового потребления, самых последних достижений научно-технического прогресса в мире;
- высокая инфляция денежных средств;
- замедленные темпы экономического развития и экономического роста народного хозяйства;
- низкий уровень благосостояния нашего народа;
- невыход из рядов стран третьего мира при наличии объективных возможностей для преодоления отставания в развитии и перехода в группу наиболее развитых стран мира.

Практике занижения оценок стоимости приватизируемых, продаваемых впервые либо перепродаваемых предприятий, в значительной степени способствуют перечисленные выше недостатки используемые оценщиками этих объектов рекомендуемых сегодня методов доходного подхода к определению их стоимости. Грубая недооценка стоимости средних и особенно крупных предприятий рано или поздно может привести к признанию итогов приватизации таких предприятий или торговых сделок по их купле-продаже недействительными с последующей переоценкой тех цен, по которым они были проданы другим владельцам. Примером такого случая является Криворожский металлургический комбинат «Криворожсталь» на Украине, новая пересмотренная цена которого оказалась во много раз выше первоначальной цены его продажи.

Методы доходного подхода к определению стоимости всех видов недвижимости разрабатывались в те времена, когда земля считалась общенародной собственностью и поэтому не оценивалась и не продавалась. Несметное богатство страны не имело стоимости и не участвовало в хозяйственном обороте, что, в прежние годы и сегодня, остается одной из самых главных причин нашей бедности, серьезного экономического отставания от многих других стран мира, в которых не было такого отношения к земельному вопросу.

Несмотря на многочисленные и очень серьезные недостатки используемых сегодня методов доходного подхода к решению рассматриваемых в статье задач, сам по себе этот подход достаточно жизнеспособен особенно в некоторых узких областях знаний (например, при определении синергетического эффекта в случаях слияния предприятий, для бизнес-объектов, работающих на арендованных производственных площадях на взятом в лизинг оборудовании, в кратковременных прогнозах аналитиков финансовых рынков и т.д.), заслуживает существования, применения и непременно будет развиваться путем соответствующих доработок в направлении исправления тех недостатков, которые поддаются устранению.

Свободен от множества недостатков, свойственных изложенным выше, применяемым в настоящее время методам доходного подхода к определению стоимости предприятий предлагаемый нормативно-доходный метод решения рассматриваемых задач, подробно изложенный в публикации [8]. По терминологической аналогии метод дисконтирования доходов мог бы быть назван прогнозно-доходным, а метод прямой капитализации

дохода – фактно-доходным. Нормативно-доходный метод является усовершенствованным вариантом метода прямой капитализации капитализируемого дохода, суть рационализации которого, применительно к производственно-технической базе предприятия, состоит в замене фактического (текущего или же среднегодового) значения капитализируемого дохода нормативным значением этого дохода. Несмотря на кажущуюся элементарность, примитивность такого шага, существенно пересматривается экономико-математическая модель оцениваемого предприятия. Относительно случайная цифра капитализируемого текущего дохода, практически не зависящая от основополагающих паспортных технико-экономических характеристик оцениваемого предприятия, заменяется экономико-математической моделью этого предприятия, которая учитывает его производственные возможности в нормальных условиях производства и труда, а также структуру и стоимость стоимостеобразующих видов его имущества.

Краткое пояснение по вопросу о нормативах дохода предприятий, которые предлагается использовать при нормативно-доходном методе определения его стоимости. Предприятие по своей физической, экономической и социальной природе в философском плане может рассматриваться в трех ипостасях:

- как техническая система, которая может быть представлена в образе многоцелевого сборочного конвейера для производства продукции, товаров, работ и/или услуг;
- как трудовой коллектив людей разных профессий, объединенных для выполнения миссии предприятия в народном хозяйстве страны. Ключевыми фигурами такого коллектива являются основные производственные рабочие, для каждого из которых имеется персональное рабочее место;
- как товар, имеющий спрос и стоимость на соответствующем рынке предприятий.

С другой стороны, предприятие может быть представлено в виде гипотетической машины, на которой одновременно трудится нормативное для него количество основных производственных рабочих и, наоборот, в образе одного воображаемого основного производственного рабочего – эталона многостаночника, обеспечивающего нормальное функционирование такого условного числа машин, которое равно нормативной численности этих рабочих на предприятии.

Основополагающие закономерности, свойственные техническому средству (конвейеру, машине), рабочему человеку и товару в отдельности, во многом распространяются и на предприятие в целом, а также на его структурные подразделения, являющиеся своеобразными симбиозами указанных ипостасей.

Машина, человек и товар должны иметь и, как правило, имеют паспорт (для товара – сертификат), в котором указываются соответственно основные технико-экономические показатели для технического средства; производственные, трудовые, квалификационные характеристики – для рабочего человека и коммерческие, а также потребительские свойства для товара.

Главными показателями таких паспортов для техники является проектная или расчетная производительность (норма производительности); для производственного рабочего – нормы выработки, нормы времени, нормы обслуживания; для товара – нормы трудоемкости, материалоемкости, энергоемкости, затрат, стоимости и др. Нормы производительности техники и выработки для рабочих обычно устанавливают в натурально-вещественных единицах измерения, которые

при необходимости всегда могут быть указаны в стоимостном выражении.

По аналогии для каждого конкретного предприятия, его структурных подразделений и отдельных рабочих мест могут быть установлены нормативы продуктивности: товаропроизводительности, работопроизводительности и услугопроизводительности, а также соответствующие им нормативы доходопроизводительности (нормы выручки, объемов продаж), прибылепроизводительности, производительности по добавленной стоимости, чистому доходу и т.д. Именно, те или иные из перечисленных нормативов доходопроизводительности предприятия используются по усмотрению оценщика для капитализации с целью определения обоснованной и справедливой стоимости оцениваемого объекта нормативно-доходным методом.

Концептуальная формула для определения зависящей от дохода части стоимости предприятия, отражающая суть этого метода, приведена ниже:

$$Osp = NnpDn-ч Mkd(1 - Iu),$$

где

Nnp – нормативная номинальная производственная мощность (производственный потенциал) оцениваемого предприятия, норма-часы (н-ч)/год;

Dn-ч – фактическая (рыночная) доходопроизводительность этого предприятия в расчете на один нормо-час его работы по капитализируемому доходу, денежные единицы (д.е.)/н-ч;

Mkd – стоимостной мультипликатор (капитализатор) капитализируемого дохода предприятия, т.е. коэффициент пересчета этого дохода в номинальную стоимость предприятия, зависящую от его доходопроизводительности;

Iu – интегральный износ предприятия, характеризующий совокупность его физического, морального и экономического износа;

Наиболее развернутая формула для определения величины **Osp** нормативно-доходным методом приведена в работе [9].

Произведение двух первых членов последней формулы определяют величину нормативной доходопроизводительности предприятия **Dnp**.

Методы определения значений показателей **Nnp**, **Dnp** и **Dn-ч** наиболее полно представлены в монографиях [10, 11].

Рыночное значение показателя **Dn-ч** позволяет относить величину оценки **Osp** к ее рыночному значению.

Для получения оценки полной стоимости предприятия к величине показателя **Osp** в обязательном порядке прибавляют стоимость его земельного участка (если он приватизирован) либо стоимость права пользования и временного владения этим участком (в случаях, когда он арендован), стоимость объектов инфраструктуры (если таковые имеются), стоимость нефункционирующих производственных активов (если они есть), стоимость латентных нематериальных активов, которые в настоящее время не учитываются в действующих на предприятиях системах бухгалтерского учета и отчетности и не зависят от получаемых ими доходов (клиентелла, профессиональная пригодность и креативность персонала, прогрессивность системы управления предприятием и т.д.) и вычитают финансовые обязательства оцениваемого предприятия, определяемую с учетом дебиторской задолженности, а также сумму капитальных вложений необходимых для

обеспечения всесторонней и эффективной защиты окружающей предприятие среды.

Стоимость специфических нематериальных активов и ряда возможных других стоимостеобразующих факторов, характерных только для конкретного оцениваемого предприятия, целесообразно учитывать в виде абсолютной либо относительной разницы в суммах соответствующих премий и скидок к тем или иным наиболее подходящим стоимостеобразующим показателям (например, к величине **Осп**).

Отсюда напрашиваются по крайней мере два нетривиальных вывода:

1. Величина **Осп** в ряде конкретных случаев может быть меньше и даже существенно меньше суммы остальных слагаемых формулы для определения полной стоимости предприятий;
2. При заранее установленной заказчиком заниженной (либо завышенной) оценке полной стоимости оцениваемого предприятия согласившийся на легализацию такой оценки недобросовестный оценщик будет вынужден манипулировать не только величиной **Осп**, но и значениями других наиболее крупных слагаемых полной стоимости рассматриваемого объекта в сторону их занижения или завышения.

При отсутствии статистики по рыночным ценам земельных участков, аналогичных земельному участку рассматриваемого предприятия, определяют директивную стоимость этого участка. Ожидается, что она будет составлять 2,5% от кадастровой стоимости земли в целом по стране и 20% – для городов Москва и Санкт-Петербург, а также для городов с населением более трёх миллионов человек.

Предполагается введение длительного запрета на перепрофилирование предназначения земельного участка предприятия.

Уже сегодня следует задуматься и найти разумное решение задачи о том, что нужно будет делать, когда наступит время первой продажи предприятий, выкупивших у государства свои земельные участки по директивной сверхнизкой стоимости. При определении стоимости и продаже предприятий с такими дешево приобретенными земельными участками, эти участки будут оценивать как минимум по полной кадастровой оценке или по их текущей рыночной стоимости, если ее можно будет определить. Если все оставить как есть, владельцы этих предприятий задаром получат от государства крупное богатство, цена которого будет равна уточненной по всем имеющимся основаниям разнице между ценой первой продажи и директивной ценой выкупленного у государства земельного участка. В результате у нас появится еще один слой мини-олигархов, разбогатевших за счет государства и его налогоплательщиков, т.е. за счет бывшей общественной собственности, которая за все 70 лет советской власти ничего не стоила и не продавалась. При последующих повторных продажах (перепродажах) предприятий такие перекосы наблюдаться уже не будут.

Чтобы не допустить очередной несправедливости, в нашей стране обязательно должен быть разработан и принят специальный закон, согласно которому современная разница в оценке стоимости земельного участка в первый раз продаваемого предприятия и директивной ценой приобретения его у государства, должна изыматься у продавца такого предприятия и направляться в пользу (в бюджет) государства.

Как можно заметить, последней формулой для определения значений показателя **Осп** наиболее полно

учитываются все структурные стоимостеобразующие элементы рыночной стоимости предприятия и основополагающие факторы, влияющие на ее величину.

За представленными параметрами этой формулы ясно просматривается производственный, экономический, финансовый и социальный портрет оцениваемого предприятия, как имущественно-земельного комплекса со всеми имеющими место искажениями, вносимыми его интегральным (совокупным) износом, финансовыми обязательствами, возрастом и фактическим организационно-техническим и финансово-экономическим состоянием. Влияние на величину **Осп** размеров материальных и нематериальных активов реализуется и учитывается через показатель **Дн-ч**. Если с его помощью отражается удельная величина прибыли предприятия до вычета налогов и процентов, принимаемая в качестве капитализируемого дохода, то разницей между фактическим (рыночным) показателем размера этой прибыли и нормой прибыли для рассматриваемого типа предприятий характеризуют ту часть стоимости предприятия, которая получается за счет капитализации его учитываемых в бухгалтерской отчетности и латентных нематериальных активов.

Капитализация нормативного, а не фактического капитализируемого дохода предприятия позволяет исключить влияние на величину **Осп** существующего на момент проведения оценочных работ уровня профессиональной состоятельности (профпригодности) его управленческой команды, что повышает степень объективности получаемой оценки **Осп**.

Для определения значений показателя физического износа предприятия, **Иф**, предлагается использовать соотношение:

$$\text{Иф} = \text{Апн} - \text{Аин} / \text{Апо},$$

где

Апн – амортизационные средства, начисленные на момент проведения оценочных работ, тыс. д.е.;

Аин – амортизационные отчисления, к моменту оценочных работ использованные по прямому назначению, тыс. д.е.;

Апо – общая сумма амортизационных отчислений предприятия, ожидаемая за весь срок его службы, тыс. д.е.

Методы определения морального износа предприятий рассмотрены в работе [12], а экономического износа – в статье [13].

Следует заметить, что экономический износ предприятия может быть нефункциональным, частично функциональным и полностью функциональным, в зависимости от того, какого типа его структурные рабочие места (**СРМ**) оказались утраченными. Если были утрачены только некоторые универсальные **СРМ**, большая часть которых еще осталась, то в таком случае наблюдается не функциональный экономический износ предприятия. При утрате отдельных универсальных и специализированных **СРМ** имеет место частично функциональный износ, а при закрытии только специализированных **СРМ** – полностью функциональный экономический износ предприятия, особенно тогда, когда утраченные **СРМ** последнего типа были в единственном числе. Иногда в случаях возникновения полностью функционального экономического износа предприятия, связанные с ними потери продуктивности приходится компенсировать за счет выполнения выпавших видов работ и изготовления выпавшей но-

менклатуры деталей на стороне по существующим расценкам на эти работы.

При необходимости аналогичная градация по уровню функциональности может быть произведена для эксплуатационного и организационного износа предприятия.

Нормативно-доходный метод определения величины **Осп** пригоден для применения на любой стадии существования предприятия: в проекте, в только что построенном состоянии, на стадии освоения производственной мощности, в состоянии производственной, торговой или сервисной зрелости, на завершающем этапе своего жизненного цикла, перед репрофилированием или окончательной ликвидацией. При этом величина **Осп** никогда, ни при каких обстоятельствах не может иметь и не имеет нулевого значения. Как минимум, рыночная стоимость оцениваемого предприятия не может быть меньше разницы между стоимостью его земельного участка и сметными затратами на ликвидацию и утилизацию подлежащих слому его строительных конструкций и списанных машин, оборудования и организационно-технической и технологической оснастки в той стадии, когда сносимое предприятие становится обременением занимаемого им земельного участка.

Самым слабым местом в нормативно-доходном методе, так же как и в других методах доходного подхода к определению величины **Осп**, является установление обоснованной ставки капитализации капитализируемого дохода оцениваемого предприятия и обратной для нее величины – стоимостного мультипликатора этого дохода.

В настоящее время определение ставки капитализации и соответствующего ей мультипликатора для каждого конкретного предприятия производят как методом экспертных оценок, так и по результатам специального структурного анализа цен состоявшихся торговых сделок по продаже-покупке предприятий на рынке этих объектов. Как следует из известных литературных источников, в США объявляемую рыночную стоимость некоторых предприятий определяют путем приравнивания ее к десятимесячному объему фактических продаж его продукции, работ и/или услуг. В этих случаях стоимостной мультипликатор капитализируемого общего объема продаж у этих предприятий оказывается равным 0,833. Если предположить, что рентабельность продукции у рассматриваемых предприятий составляет в среднем 10%, то мультипликатор прибыли у них будет равным 8,33 при ставке капитализации – 0,12.

В нашей стране ставку капитализации капитализируемой прибыли предприятия до вычета налогов и процентов обычно принимают равной на уровне 0,3. В перспективе ожидается ее снижение по направлению к 0,25. Когда масса полученной капитализируемой прибыли составляет 30% от общего объема продаж предприятия, то при ставке капитализации, равной 0,3, рыночная стоимость оцениваемого предприятия в России оказывается эквивалентной годовому общему объему его продаж. При 40%-ной доле прибыли в получаемой предприятием выручке оценка его стоимости для такой же ставки капитализации будет приравниваться к объему его общей выручки за 9 месяцев работы предприятия, а при 20%-ной доле прибыли – выручке за 1,5 года его работы.

Таким образом, у нас в стране и за рубежом укрупненные оценки стоимости предприятий можно считать концептуально сопоставимыми при условии, что эти оценки не включают в себя стоимости земельных участков, занимаемых оцениваемыми предприятиями.

Нормативно-доходный метод может давать заниженные оценки стоимости оцениваемых предприятий в тех довольно редко встречающихся случаях, когда стоимость производственной недвижимости и движимости этих предприятий оказывается существенно неадекватной их производственным и производительным возможностям, т.е. когда фактические значения удельных капитальных вложений в строительство этих объектов по тем или иным причинам значительно, а то и в разы превышают действующие для таких предприятий нормы удельных капитальных вложений. Например, если для сооружения данных предприятий используются самые качественные и дорогие строительные материалы, предусмотрены дорогое санитарно-техническое оборудование, современные отопительные и вентиляционные системы, кондиционеры, наблюдаются некоторые архитектурные излишества, имеются спортивные сооружения, сауны, бассейны, комнаты для фитотерапии, психологической разгрузки и т.д.

Естественно, что между доходами предприятия и балансовой стоимостью его имущества пропорциональной связи не существует, поэтому в рассматриваемых нами случаях оценка стоимости таких предприятий должна производиться не только нормативно-доходным, но и затратным методом и за окончательную оценку следует принимать наибольшую из этих оценок.

Нельзя не указать на прямо пропорциональную связь, имеющуюся между фактическим (**Дпф**) и нормативным номинальным доходом предприятия (**Дпн**). Эта связь записывается следующим образом:

$$Дпф = КэиДпн,$$

где **Кэи** – коэффициент, учитывающий эксплуатационный износ предприятия или что то же самое – достигнутый уровень его экономического развития.

При этом

$$Кэи = 1 - Изкс,$$

где **Изкс** – показатель эксплуатационного износа предприятия, характеризующий фактический уровень недоиспользования его производственного потенциала (уровень экономической недоразвитости предприятия).

Сегодня беда состоит в том, что никто не знает и не хочет знать величину коэффициента пропорциональности **Кэи**, так как никто не утруждает себя определением значения показателя **Дпн**, несмотря на то, что методы решения такой задачи разработаны и не представляют большой сложности. Видимо, понадобится еще много времени для понимания целесообразности использования показателей **Дпн** и **Кэи** при определении обоснованной и справедливой стоимости предприятий.

Получается, что когда оценку стоимости предприятия определяют методом прямой капитализации его фактического капитализируемого дохода **Дпф** либо других структурных элементов этого дохода, то при этом неправомерно приравнивают значение коэффициента **Кэи** к величине коэффициентов, учитывающих совокупный износ предприятия, инфляцию, финансовые обязательства последнего, а также объем затрат, необходимых для восстановления необоснованно ликвидированных структурных и персональных рабочих мест оцениваемого хозяйственного объекта.

Влияние на оценку стоимости предприятия значений коэффициента **Кэи** или комплекса других упомянутых выше стоимостеобразующих факторов может приводить к тому, что получаемые оценки будут существенно и даже в разы отличаться друг от друга (например,

в случаях, когда производственные и производительные возможности оцениваемого предприятия используются на 10-15%, а другие факторы влияния изменяют номинальную оценку стоимости предприятия не более, чем на 30-40%).

Существование элементарной связи между фактом и нормой капитализируемого дохода предприятия лишь раз подтверждает, что нормативно-доходный метод определения стоимости предприятий не является открытием Америки. Он представляет собой прогрессивное развитие общеизвестного метода прямой капитализации дохода предприятия с целью получения более обоснованных, более качественных, более воспроизводимых результатов работы оценщиков предприятий. Дальнейшее развитие этого метода применительно к предприятиям и другим бизнес-объектам видится в попытках обеспечивать максимально возможное приближение получаемых оценок их стоимости к реальным (объективным) значениям такого показателя.

С помощью замены прогнозов фактических доходов на прогнозы нормативных доходов можно стараться повысить качество оценок стоимости предприятий, получаемых методом дисконтирования денежных потоков. Однако результаты таких попыток не оправдают возлагаемых на них надежд.

Побочным негативным эффектом использования фактических годовых доходов, вместо нормативных при определении стоимости предприятий методом доходного подхода является демотивация имеющейся и будущей управленческих команд оцениваемого предприятия в решении актуальных задач повышения народно-хозяйственной эффективности его работы.

Учитывая вышеизложенное, автор приглашает специалистов по вопросам теории и практики проведения оценочных работ принять посильное участие в дискуссии по рассматриваемой в статье теме и был бы бесконечно рад ознакомиться с конструктивной и, особенно, с сокрушительной критикой приведенных в публикации суждений и утверждений.

Предполагается, что такая дискуссия будет способствовать дальнейшему совершенствованию известных сегодня и предлагаемого методов доходного подхода к определению стоимости предприятий, более четкому указанию границ целесообразности практического применения каждого из них, а также повышению качества преподавания основ теории и практики оценочной деятельности в применении к предприятиям нашей страны.

Литература

1. Оценка урбанизированных земель. Учебное пособие. Под ред. Прорвича В.А. – М.: Издательство «Экономика», 2004. 776 с.
2. Атлас оценки земель Подольска. Под ред. Прорвича В.А. – М.: Издательство «Экономика», 2004. 556 с.
3. Антонов В.П. Оценка стоимости земельных участков. Владимир, ИД «Русская оценка», 2006. 192 с.
4. Государственная кадастровая оценка сельскохозяйственных угодий Российской Федерации. – 2-е изд., переработанное и дополненное. Под ред. Родина А.З. и Носова С.И. – М.: Институт оценки природных ресурсов. 2001. 152 с.
5. Государственная кадастровая оценка земель лесного фонда Российской Федерации. Практическое пособие. – М.: Институт оценки природных ресурсов. 2003. 306 с.
6. Орлова Е.Р. Оценка инвестиций. Учебное пособие. – М.: Международная академия оценки и консалтинга. 2005. 385 с.
7. Грибовский С.В. Методы капитализации доходов. Курс лекций. – СПб: ИД «Ростро-Пресс» 1997. 172 с.
8. Ревуцкий Л.Д. Нормативно-доходный метод определения рыночной стоимости и рыночной цены предприятия (бизнеса). – М.: ж. «Аудит и финансовый анализ», № 4, 2005. С. 239 – 261.
9. Ревуцкий Л.Д. Учет финансовых обязательств и организационно-технического состояния предприятия при определении его рыночной стоимости и цены прекращения торга. – М.: ж. «Вопросы оценки», № 2, 2005. С. 46 – 50.
10. Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия. – М.: Перспектива, 1997. 128 с.
11. Ревуцкий Л.Д. Производственная мощность, продуктивность и экономическая активность предприятия. Оценка, управленческий учет и контроль. – М.: Перспектива, 2002. 240 с.
12. Коллегаев Р.Н. Определение наивыгоднейших сроков службы машин. – М.: Экономика, 1993. 227 с.
13. Ревуцкий Л.Д. Экономический износ предприятия и методы его определения. – М.: ж. «Имущественные отношения в Российской Федерации», №3, 2006. С. 90 – 93.

Ревуцкий Леопольд Давыдович

3.5. QUALITY OF ESTIMATIONS OF COST OF FIRMS METHODS OF THE PROFITABLE APPROACH (myths and a reality)

L.D. Revutskij, Candidate of Science (Technical), Senior Researcher, the Consultant Concerning Administrative Audit and Technological Measures of Capacity, a Level of Economic Evolution and Costs of Firms

Merits and demerits existing and the profitable approach offered methods to a cost determination of firms are observed. Affirms, that the is normative-profitable approach to solution of such task is progressive, as considers practically all the basic cost-constitutive units of estimation cost, namely: costs material and fictitious assets of directly firm, and also the lot on which it is if he is redeemed for the state. Thus inadequate, occasionally mythical economic-mathematical models of firm by means of which determine it is not known what, routinely contractual cost, replacing the model representing an authentic economic portrait of the estimation object and allowing essentially to increase a level of validity of outcomes of estimating operation.