

10.8. УТОЧНЕННАЯ ФОРМУЛА ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИ СПРАВЕДЛИВОЙ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Ревуцкий Л.Д., к.т.н., с.н.с.

В статье рассмотрены вопросы и проблемы определения полной рыночной стоимости предприятий с учетом основных стоимостепонижающих и стоимостеповышающих факторов – драйверов оцениваемой стоимости. Особое внимание уделено уточнению формулы для оценки рыночной стоимости производственно-технической базы предприятий. Поясняется, почему стоимость предприятия, определяемая по предлагаемой формуле, при фактическом отсутствии рынка купли-продажи средних и крупных предприятий может быть отнесена к рыночной стоимости.

В начале статьи конкретизируем некоторые основные понятия, термины и определения, имеющие непосредственное отношение к теме этой публикации.

Традиционно сложилось так, что одним и тем же словом-термином «предприятие» называют производственную (производственно-техническую) базу, имущественно(производственно)-земельный комплекс, а также имущественно-земельный и инфраструктурный комплекс рассматриваемого бизнес-объекта. Как правило, самостоятельную стоимость имеют как производственно-техническая база, так и земельный участок, а также объекты инфраструктуры предприятия, если они существуют. В сумме эти компоненты характеризуют общую (полную, комплексную, сводную, совокупную, консолидированную) стоимость предприятия.

Во многих случаях производственно-техническую базу предприятия можно рассматривать как улучшение его земельного участка, если он велик по занимаемой площади, но иногда скромный земельный участок предприятия является улучшением его производственно-технической базы. То же самое можно утверждать относительно объектов инфраструктуры предприятия, которые могут быть как улучшением, так и обременением по отношению к нему.

Под рыночной стоимостью предприятия понимается расчетная денежная мера обменной ценности полного состава его стоимостеобразующих компонентов, установленная с учетом стоимостепонижающих и стоимостеповышающих факторов, перспектив дальнейшего существования, специализации и уровня экономического развития оцениваемого предприятия на момент проведения оценки этой стоимости. В иностранной переведенной у нас литературе стоимостепонижающие и стоимостеповышающие факторы называются драйверами стоимости, имеющими соответствующую расчетную денежную оценку.

Понятия и показатели общей и обменной ценности (стоимости) предприятий, а также методы определения этих показателей достаточно подробно изложены в статье [5].

Расчетная оценка рыночной стоимости предприятий должна быть юридически и экономически справедливой. Понятия юридически и экономически справедливой рыночной стоимости предприятия сравнительно полно раскрыты в работе [3]. Экономически справедливой считается объективная, научно-обоснованная, неоспоримая величина не бумажной (фиктивной), т.е.

не рыночной капитализации, а ресурсной, комплексной рыночной стоимости оцениваемого предприятия.

Еще раз особо подчеркнем, что рыночная стоимость предприятия является расчетной величиной, в отличие от его рыночной цены, которая является договорной и может быть существенно или же несущественно ниже либо выше установленной оценки стоимости.

Экономически справедливой оценке рыночной стоимости предприятия должно быть присуще такое свойство, как приемлемая воспроизводимость результата определения ее величины, независимо от того, кто его профессионально определяет.

Из приведенных выше определений и соображений следует, что заказные оценки стоимости предприятий, а также спекулятивные показатели их рыночной капитализации юридически и экономически справедливыми и достоверными, как правило, быть не могут.

Автор этой статьи не считает необходимым останавливаться на общеизвестных методических подходах и методах определения рыночной стоимости предприятий. Однако нельзя не отметить, что рекомендуемые методы решения подобных задач имеют существенные, иногда неустранимые недостатки:

- метод дисконтирования денежных потоков предприятия вообще не пригоден для определения его стоимости;
- метод прямой капитализации фактических доходов предприятия существенно искажает оценку стоимости такого бизнес-объекта обычно в сторону занижения;
- из-за проблем с обеспечением достоверного осовременивания разновременных затрат не позволяют получать корректные оценки стоимости предприятия методы затратного подхода к решению задач подобного рода;
- метод сравнительного (рыночного) подхода к вопросам стоимости предприятий в большинстве случаев оказывается неприемлемым, так как выбор аналогов оцениваемого предприятия и обоснование правильности сделанного выбора весьма и весьма затруднительны из-за того, что каждое предприятие по своему уникально, а статистика продаж родственных объектов крайне ограничена.

Пропагандируемый в последнее время метод определения стоимости проблемных предприятий с использованием реальных опционов не выдерживает конструктивной критики, вряд ли заслуживает серьезного научного обсуждения и должен быть оставлен на совести тех, кто его предлагает.

Просто удивительно, что несмотря на принципиальные недостатки, явную ошибочность некоторых предположений, перечисленные выше методы оценки стоимости предприятий сегодня широко применяются на практике. Частая довольно аргументированная критика этих методов в соответствующих статьях и литературе оставляется без внимания, никак не сказывается на работе оценщиков и экспертов, отчетах о результатах оценки стоимости предприятий, не отражается в разрабатываемых либо уточняемых стандартах проведения такой оценки. Честно заблуждающиеся люди и откровенные мошенники почти в любом деле были всегда, есть сегодня и будут завтра и послезавтра. Их реальный вклад в накопление разрушительной энергии возникшего мирового экономического кризиса и будущих кризисов очевиден.

Основные причины повсеместного практического применения профессиональными оценщиками недостаточно корректных, вызывающих серьезную критику, а иногда и просто негодных методов определения рыночной стоимости предприятий:

- видимость научной обоснованности этих методов, правильности решения рассматриваемой задачи, создаваемая в расчете на простаков-дилетантов, недостаточно экономически и математически подкованных пользователей и экспертов выдаваемых оценок;
- сравнительно небольшая фактическая трудоемкость определения стоимости предприятий этими методами при достаточно высоких размерах оплаты труда профессиональных оценщиков;
- посещение и тщательная экономическая (хозяйственная) диагностика, всестороннее обследование организационного, технического, технологического, экономического, финансового и социального состояния, уровня менеджмента оцениваемого объекта на самом объекте не обязательны (был бы бизнес-план и бухгалтерский отчет предприятия, общие сведения о нем, и все можно сделать, не выходя из кабинета);
- возможность практически неограниченного манипулирования величиной получаемых результатов оценки стоимости предприятий в угоду требованиям заказчиков оценки зачастую в ущерб обществу и государству;
- существующие международные, европейские и отечественные стандарты оценки стоимости предприятий не отличаются глубокой научной проработанностью и высоким качеством, провоцируют появление ошибочных оценок (не исключено, что разработка таких стандартов до появления более корректных методов решения рассматриваемых оценочных задач является преждевременной).

За неимением лучшего, в условиях относительной безвыходности сложившегося положения, нами был выбран и соответствующим образом рационализирован метод прямой капитализации годового чистого дохода предприятия в рамках общеизвестного доходного подхода к определению его рыночной стоимости. В зависимости от выбираемого стоимостеобразующего показателя для предприятий теоретически и практически существуют четыре разновидности этого метода:

- метод прямой капитализации проектного годового чистого дохода предприятия;
- метод прямой капитализации фактического годового чистого дохода предприятия;
- метод прямой капитализации того или иного прогнозного годового чистого дохода предприятия;
- метод прямой капитализации нормативного годового чистого дохода предприятия.

Разумеется, что в каждом конкретном случае должны быть использованы соответствующие драйверы искомой оценки стоимости.

В настоящее время, к сожалению, получила практическое применение только вторая разновидность этого метода, крупные недостатки которой специалистам оценочной деятельности известны. Первая и третья разновидности рассматриваемого метода в литературе и статьях не упоминаются вовсе, хотя теоретически и имеют право на существование, а четвертая разновидность была сформулирована в 1996 г. и настойчиво пропагандируется автором этой статьи в монографиях, журнальных публикациях и в Интернете, начиная с 1997 г.

Первая примитивная формула определения рыночной стоимости предприятий методом прямой капитализации их годового нормативного чистого дохода в рамках общепринятого доходного подхода к решению такой задачи была приведена в работе [3, с. 92] и не имела в своем составе драйверов стоимости. Со временем, за последующие 12 лет эта формула периодически уточнялась введением соответствующих драйверов стоимости, и сегодня она приняла следующий концептуальный вид:

$$C_{пп} = C_{оп} * K_{пс} = (C_{пб} + C_{пп} + C_{зу} + C_{ис}) * K_{пс}, \quad (1)$$

где

C_{пп} – полная рыночная стоимость предприятия на дату ее определения с учетом стоимости неосязаемых нематериальных активов **C_{на}** и синергетического эффекта от суммирования входящих в нее стоимостеобразующих элементов **C_{сэ}**;

C_{оп} – общая стоимость предприятия на дату ее определения без учета стоимостей **C_{на}** и **C_{сэ}**, т.е. без учета коэффициента **K_{пс}**;

C_{пб} – рыночная стоимость производственно-технической базы предприятия на дату ее определения;

C_{пп} – рыночная стоимость непрофильных производственных и непроизводственных активов предприятия, если они имеются на дату ее определения;

C_{зу} – рыночная стоимость земельного участка предприятия или прав бессрочного либо временного владения и пользования этим участком на дату ее определения;

C_{ис} – рыночная стоимость объектов инфраструктуры предприятия, если они есть на дату определения этой стоимости;

K_{пс} – коэффициент учета влияния показателей **C_{на}** и **C_{сэ}** на величину показателя **C_{оп}** предприятия:

$$K_{пс} = 1 + [C_{на} + C_{сэ}] / C_{оп}.$$

В свою очередь, величина показателя **C_{пб}** определяется по нижеприведенной формуле:

$$C_{пб} = Z_{пф} + C_{бн} - Ф_{оп} - C_{кк} - Z_{вп} - Z_{нз}, \quad (2)$$

где

Z_{пф} – суммарные затраты на предпроектные, проектно-изыскательские и проектные работы, выполненные у нас в стране после 1993 г. в условиях существования рыночной экономики до начала строительства оцениваемого предприятия и относящиеся только к оставшемуся периоду календарного времени в годах его полезного использования до списания;

C_{бн} – номинальная нормативная рыночная стоимость производственно-технической доходоприносящей базы предприятия, рассчитываемая с учетом ее фактического физического и экономического износа, если последний имеет место;

Ф_{оп} – финансовые, социальные и экологические обязательства оцениваемого предприятия по состоянию на дату определения его рыночной стоимости;

C_{кк} – амортизационно-реновационные средства рассматриваемого предприятия, полученные от клиентов, но не использованные по своему прямому назначению его собственником и менеджментом за те годы, пока оно находилось в их полном распоряжении, и окупающие ту или иную часть капитальных вложений в создание и на эксплуатацию имеющейся у него производственно-технической базы;

Z_{вп} – сметные затраты, необходимые на восстановление частично утраченных в процессе эксплуатации предприятия производственных, производительных и социальных возможностей, т.е. частично утраченного народнохозяйственного потенциала его производственно-технической базы;

Z_{нз} – сметные затраты на обеспечение нормализации производственной загрузки (уровня экономического развития предприятия с учетом расходов, необходимых на соответствующую профессиональную пере-

подготовку – повышение квалификации участников его управленческой команды.

Краткий анализ формулы (2) показывает, что величина показателя **Слб** может иметь положительные, нулевое и отрицательные значения, в зависимости от соотношений сумм элементов этой формулы со знаками «плюс» и «минус». При равенстве этих сумм величина **Слб** будет равна нулю, а если сумма **Фоп**, **Сск**, **Звл** и **Знз** будет превышать сумму **Зпф** и **Сбн**, то **Слб** примет отрицательные значения. Это означает, что суммы финансовой задолженности, компенсационных средств и соответствующей платы собственника бизнеса за допущенную бесхозяйственность превышают полную стоимость производственно-технической базы предприятия, фактически отчуждаемой не за оплату этой базы реальными деньгами, а за накопленные долги и затраты на устранение недостатков в управлении производственной и сбытовой деятельностью предприятия.

Величина показателя **Сбн** определяется по формуле:

$$\begin{aligned} \text{Сбн} = & \text{Н} * \text{Ч} * \text{Р} * \text{Ку} * (1 - \text{пКу} / \text{Ку}) * \\ & * (1 - \text{Кр}) * \text{Кэ} * \text{Д} * \text{Кпер} * \text{Мчд} * (1 - \text{Иэ}) - \\ & - \text{Сск} - \text{Оф} - \text{Свл} - \text{Знз}, \end{aligned} \quad (3)$$

где

Н – число наименований структурных рабочих мест (СРМ) предприятия для выполнения основных работ по производству продукции, работ и (или) услуг;

Ч – среднее число СРМ для выполнения основных работ производства СРМО одного и того же наименования;

Р – средневзвешенное число персональных рабочих мест (ПРМ) основных производственных рабочих на одном СРМО предприятия;

Ф – средневзвешенный нормативный годовой фонд рабочего времени одного СРМО при двухсменном или иных режимах его использования, час;

Ку – средневзвешенное нормативное значение коэффициента эффективности использования рабочего времени на СРМО предприятия, доли ед.;

пКу – средневзвешенное значение параметра изменения (снижения) величины коэффициента **Ку** в результате учета физического износа предприятия, следствием которого является, в частности, увеличение затрат рабочего времени на контроль качества выполняемых работ, наладку и переналадку технологического оборудования, ремонт производственных помещений и коммуникаций и т.д., доли ед.;

Кр – средневзвешенное нормативное значение коэффициента резервирования производственной мощности СРМО предприятия для его устойчивой, бесперебойной работы в любых производственных и экономических ситуациях, доли ед.;

Кэ – средневзвешенное нормативное значение коэффициента, характеризующего уровень совершенства техники, технологии и организации производства выполняемых работ на СРМО предприятия (с помощью этого коэффициента учитывают масштаб производства и осуществляют трансформацию-пересчет затрат труда из человеко-часов в нормо-часы), доли ед.;

Д – удельная нормативная валовая доходопроизводительность предприятия в расчете на один нормо-час затрат труда его основных производственных рабочих на производство продукции, работ и (или) услуг, устанавливаемая на дату определения его рыночной стоимости, тыс. руб./нормо-час;

Кпер – коэффициент пересчета значения показателя **Д** в величину удельного чистого дохода предприятия **Дч** на ту же дату, тыс. руб. /нормо-час;

Мчд – стоимостной (капитализационный) мультипликатор значения показателя **Дч** для пересчета его в величину показателя **Сбн**;

Иэ – показатель экономического износа оцениваемого предприятия на дату проведения оценки его рыночной стоимости, доли ед.

Показатель **Мчд** представляет собой обратную величину текущей рыночной ставки капитализации денежных доходов, равной усредненной текущей безрисковой либо кредитной ставке банковского процента, а иногда и текущему значению банковской ставки рефинансирования, в долях от единицы.

Метод расчета величины показателя **Иэ** указан в публикации [6].

Для определения величины показателя **Сск** целесообразно использовать следующее соотношение:

$$\text{Сск} = \text{Ао} * (1 - \text{Апн} / \text{Ао}), \quad (4)$$

где

Ао – сумма осовремененных амортизационных отчислений, произведенных за весь период календарного времени нахождения предприятия в собственности его последнего владельца, тыс. руб.;

Апн – сумма осовремененных амортизационных отчислений, которые за тот же период календарного времени были использованы по своему прямому назначению, тыс. руб.

С определенной степенью приближения разницу в суммах **Ао** и **Апн** можно рассматривать в качестве частичного воспроизводства капитала, затраченного владельцем предприятия на его приобретение.

Способы установления значений показателей **Зпф**, **Звл** и **Знз** кратко изложены в упомянутой ранее статье [5], а также в статье [1]. Величину показателя **Фоп** определяют методом, представленным в работе [4]. В публикациях [1, 5] указаны места разработки, сбора и заимствования основных исходных данных для проведения соответствующих расчетов по формулам (2), (3) и (4).

Расчеты текущих значений рыночной стоимости производственно-технической базы оцениваемых средних и крупных предприятий могут и должны быть компьютеризованы с использованием табличного процессора Excel – 2007.

Известно, что в нашей стране рынок средних и крупных предприятий, в отличие от рынка их ценных бумаг, практически не существует. Другими словами, рыночную капитализацию таких предприятий определить можно, а их ресурсную рыночную стоимость отсутствующая рука рынка методами сравнительного подхода к решению такой задачи установить не позволяет. Возникает закономерный вопрос: почему при отсутствии заметного рынка купли-продажи средних и крупных предприятий у нас в стране стоимости **Слб**, устанавливаемые по формулам (2) и (3), мы называем рыночными?

В этих формулах индикаторами рынка являются по крайней мере два объективных показателя – **Дч** и **Мчд**, которые имеют свойство соответствующим образом меняться в зависимости от экономического состояния предприятия, банковской системы страны и экономики государства и мира в целом. Рыночная величина этих индикаторов на дату определения показателя

теля **Слб** позволяет относить его к разряду рыночных показателей.

Формула (2) убедительно демонстрирует, что стоимость и стоимость производственно-технической базы предприятия напрямую зависят от проектной численности эксплуатируемого человеческого капитала, эффективного времени его использования и получаемого при этом годового (в частности, чистого) дохода. Другими словами, только производительный труд и его экономические, финансовые и социальные результаты обеспечивают создание ценности и стоимости производственных активов предприятия.

Методы определения оценок рыночной стоимости земельных участков и объектов инфраструктуры предприятий, т.е. показателей **Сзу** и **Сис**, в статье не рассматриваются, так как автор не считает себя специалистом в этой области знаний. Подобного рода задачи решаются в массовом порядке без особых затруднений, чему способствует наличие соответствующих стоимостеобразующих параметров – государственного кадастра земельных участков, а также ставок аренды земельной собственности и земельных налогов.

Методические проблемы возникают при определении значений показателей **Сна** и **Ссз**. Представляется, что в оценочном деле принципиально не решаемых задач не существует, поэтому рано или поздно теории и практики оценки объектов интеллектуальной собственности придумают, как это делать. Сначала предлагаемые решения скорее всего будут грубыми, обставляться многими ограничениями и допущениями. Со временем эти методы будут становиться все более и более корректными.

Когда-то Г. Галилей (1564-1642) высказал продвинутую, актуальную и сегодня мысль: «Что может измеряться, должно измеряться; что не может быть измеренным, нужно сделать измеримым». Эта мысль легко поддается перефразированию применительно к проблемам оценки: «Что может быть оценено, то должно быть оценено; что не может быть оценено, нужно сделать оцениваемым».

Процесс оценки стоимости различных видов собственности, и в том числе предприятий, по сути является своеобразной разновидностью измерений. При этом мерительным инструментом служит процедура расчета оцениваемого показателя по специально разработанной формуле, а измерителем – искомой величиной – оказывается результат произведенного измерения.

Ревуцкий Леопольд Давыдович

Литература

1. Ревуцкий Л.Д. Виды и методические особенности определения стоимости предприятий на разных стадиях их экономического развития [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №2. С. 96-101.
2. Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия [Текст] / Л.Д. Ревуцкий. – М.: Перспектива, 1997. – 128 с.
3. Ревуцкий Л.Д. Обоснованная, справедливая и формальная оценки предприятия и других бизнес-объектов [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2004. – №4. – С. 23-28.
4. Ревуцкий Л.Д. Учет финансовых обязательств и организационно-технического состояния предприятия при определении его рыночной стоимости и цены прекращения торга при продаже [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2005. – №2. – С. 46-50.

5. Ревуцкий Л.Д. Ценность и стоимость предприятия: понятия и показатели [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Аудиторские ведомости». – 2009. – №1. – С. 77-84.
6. Ревуцкий Л.Д. Экономический износ предприятия и методы его определения [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Имущественные отношения в РФ. – 2006. – №3. – С. 90-93.

Ключевые слова

Предприятие; рыночная стоимость; стоимостеобразующие показатели; драйверы стоимости; земельный участок предприятия; инфраструктура предприятия; расчетная формула.

РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья является продолжением и завершающей частью материала, опубликованного автором в двух предыдущих статьях: «Понятия и показатели ценности и стоимости предприятий» и «Виды и методы определения рыночной стоимости предприятий на разных стадиях их экономического состояния».

В статье отмечаются основные причины применения профессиональными оценщиками недостаточно корректных либо вовсе негодных методов определения рыночной стоимости предприятий. Предлагается конкретный метод выхода из существующего положения. Этот метод является частным случаем метода прямой капитализации чистого годового дохода предприятия. В свою очередь метод прямой капитализации дохода представляет собой частный случай дисконтирования денежных потоков бизнес-объектов.

С помощью драйверов рыночной стоимости предприятий автор учитывает практически все основные факторы, влияющие на ее величину.

К числу явных новаций следует отнести введение в уточненную формулу для определения величины **Спп** таких элементов, как **Злф**, **Свл**, **Знз**, **Сна**, **Ссз** и коэффициента **Кпс**. Интересен предлагаемый метод оценки показателя **Скк**.

Справедливость, научная обоснованность предлагаемых автором нововведений сомнений не вызывает. При этом указываются важные направления дальнейших научных разработок в рассматриваемой области знаний.

Статья безусловно заслуживает опубликования в серьезном научном журнале.

Котилко В.В., д.э.н., проф., академик РАЕН

10.8. SPECIFIED FORMULA FOR DEFINITION OF ECONOMICALLY FAIR MARKET COST OF THE ENTERPRISES

L.D. Revutsky, Candidate of Science (Technical), S.S.W.

In article questions and problems of definition of full market cost of the enterprises taking into account the cores factors – drivers of the estimated cost are considered. The special attention is given specification of the formula for an estimation of market cost of technological base of the enterprises. It is explained, why the cost of the enterprise defined under the offered formula, at actual absence of the market of purchase and sale of the average and large enterprises can be carried to the category of market cost.

Literature

1. L.D. Revutsky. Value and enterprise cost: concepts and indicators. – M: // «Auditor sheets», № 1, 2009. P. 77-84.
2. L.D. Revutsky. Prov, fair and formal estimations of the enterprise and other business objects. – M:// «Questions of estimation», № 4, 2004. P. 23-28.
3. L.D. Revutsky. Potential and enterprise cost. – M: «Perspectiva», 1997. 128 p.
4. L.D. Revutsky. Economic deterioration of the enterprise and methods of its definition. – M:// «Property relations in the Russian federation», № 3, 2006. P. 90-93.
5. L.D. Revutsky. Kind and methodical features of definition of cost of the enterprises at different stages of their economic development. – M:// «Audit and the financial analysis», №2, 2009. P. 96-101.

6. L.D. Revutsky. Account of financial obligations, and an organizational-technical condition of the enterprise at definition of its market cost and the price of the termination of the auction at sale. – M: // «Questions of estimation», № 2, 2005. P. 46-50.

Keywords

Enterprise; market cost; drivers of cost; earth plot of enterprise; infrastructure; formula for calculation.