

Л.Д. Ревуцкий
к.т.н., с.н.с.

ЕЩЁ РАЗ К ВОПРОСУ О ФИЛОСОФИИ И МЕТОДАХ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ, РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ И ЧИСТОГО ДИСКОНТИРОВАННОГО ДОХОДА ПРЕДПРИЯТИЙ, НЕ ИМЕЮЩИХ РЫНОЧНЫХ АНАЛОГОВ

Конечная цель написания этой статьи - краткое изложение предлагаемой концепции (доктрины) единого методического подхода к расчёту (определению, оценке) величины всех возможных видов стоимости предприятий и других социально-экономических объектов. Слоган этой концепции: «от ценности к стоимости предприятий» или ещё лучше «от ценности предприятий к их стоимости».

Любое предприятие, как экономический феномен, может быть рассмотрено в четырёх ипостасях:

- как сложная машина, в частности, как конвейер для производства продукции (продукта), выполнения работ и/или оказания услуг (в дальнейшем по тексту для краткости одним словом - продукция);
- как гипотетический человек или трудовой коллектив соответствующей квалификации, являющийся источником-носителем человеческого капитала, без использования которого производство продукции невозможно;
- как специфический, хотя бы для государства, сравнительно дорогостоящий товар как в натуральном, так и в «бумажном», виртуальном видах, имеющий рыночную или справедливую стоимость того и другого (при отсутствии рынка таких товаров) и соответствующий всем объективным признакам, свойственным товарам как таковым;
- как денежный (основной, промышленный, индустриальный, финансово-промышленный) капитал определённой величины и особой структуры, соответствующей направлению его практического использования, т.е. специализации (назначению, миссии) предприятия.

Под структурой денежного капитала понимается соотношение его основных слагаемых элементов: физического, если есть - «бумажного» и интеллектуального капиталов. В интернете приведены понятия денежного, «бумажного», физического, интеллектуального и прочих видов капиталов. В частности, под интеллектуальным капиталом понимаются знания, умения, умственные способности, креативность и общественные связи людей-работников, которые при соответствующем управлении их трудовой деятельностью могут быть конвертированы в стоимость производимых товаров, выполняемых работ и оказываемых услуг.

Представление о предприятии как об экономическом объекте, при анализе которого целесообразно учитывать все перечисленные ипостаси, понадобилось для того, чтобы обоснованно утверждать, что основные закономерности, свойственные по отдельности машинам (технике), людям - как рабочей силе, товарам и денежному капиталу, в частности, характеру их фактического состояния и возможностям управления этим состоянием, в определённой степени распространяемы и на предприятия.

Например, медицинская диагностика, техническая диагностика и диагностика качества товаров, а также анализ достаточности основного капитала для производства той или иной продукции, построены на единой методической базе: существование (или специальная разработка) научно обоснованной нормы величины того или иного диагностируемого параметра рассматриваемого объекта, оценка (измерение) фактического значения этого параметра на дату его определения, установление отклонения фактического значения оцениваемого параметра от принятой нормы его величины с последующей минимизацией зафиксированного отклонения известными способами управления рассматриваемым объектом (лечения заболевшего человека,

ремонта и технического обслуживания техники, исправления обнаруженных дефектов товара, контроля величины и достаточности денежного капитала, а также срока окупаемости произведенных капитальных вложений).

Такой подход применим и к анализу финансово-экономического состояния, т.е. к хозяйственной диагностике экономического здоровья предприятия при определении его стоимости и управления её фактической величиной с целью максимизации либо приближения последней к установленной специальным расчётом норме.

При определении нормы капитализируемого дохода, в случаях оценки стоимости предприятий методами доходного подхода, без углублённого финансово-экономического анализа их фактического социально-экономического состояния не обойтись.

В этом месте статьи считаю необходимым повторить свои представления о том, что такое стоимость и цена, в частности, предприятия.

Стоимость предприятия, как и любого другого товара, - это расчётная денежная мера (расчётная характеристика, расчётный показатель) **его обменной экономической ценности**. В свою очередь, показатель обменной экономической ценности предприятия представляет собой результат капитализации показателя его общей экономической ценности.

Далее по тексту прилагаемое «экономическая» в отношении общей и обменной ценностей предприятий для краткости будет опущено.

В отличие от стоимости, **цена предприятия представляет собой фактическую, договорную денежную сумму, одновременно либо поэтапно затраченную покупателем на выкуп его у бывшего владельца - собственника, включая государство.** Эти представления, в противоположность, например, тем, что стоимость товара - это его наиболее вероятная цена и т.п., отстаиваю, как отражающие реальное положение вещей в экономике (на рынках и в их отсутствие).

Предприятия бывают акционированные и не акционированные.

Упомянутые выше ипостаси предприятий не являются единственными. С точки зрения ценностных и стоимостных оценок и оценок инвестиционной привлекательности предприятий у них имеются ещё, как минимум, три ипостаси, заслуживающие особого внимания исследователей-аналитиков.

Вот эти дополнительные ипостаси такого предприятия, требующие самостоятельного рассмотрения и анализа в виде:

- имущественно-земельного (земельно-имущественного) комплекса;
- полного комплекта эмитированных ценных бумаг соответствующей номенклатуры и стоимости (только для акционированных предприятий);
- инвестиционного проекта, в результате осуществления которого уже появился или ещё может появиться в будущем такой специфический инвестиционный товар как предприятие.

Таким образом, акционированное предприятие представляет собой некий многоликий товар, одновременно имеющий разнообразные экономические формы существования в реальном мире в качестве:

- натурального (материально-нематериального) товара;
- виртуального «бумажного» (спекулятивного) товара;
- инвестиционного товара.

Предприятие, рассматриваемое как «бумажный» товар, одновременно является и инвестиционным «бумажным» товаром.

Товарные формы как акционированного, так и не акционированного предприятия не очень тесно связаны между собой. Показатели ценности и стоимости различных товарных форм предприятий по величине могут совпадать и не совпадать и требуют применения разных методов определения их величины. Для этих целей и произведено выделение ипостасей предприятий как товаров различного обличия.

Не акционированные предприятия не выступают в ипостасях «бумажного» капитала и «бумажного», а также инвестиционного «бумажного» товара.

Отдельный, весьма интересный и важный вопрос о том, почему, зачем, с какой целью, в чьих интересах для предприятий и некоторых других финансово-экономических организаций (банки, страховые компании и т.д.), как специфических товаров, когда-то, кем-то было придумано массовое акционирование, как способ привлечения требующихся денежных средств на организацию, поддержку и развитие их хозяйственной деятельности и очень своеобразного распределения получаемой прибыли, вместо, например, использования заёмного капитала, банковских кредитов, складчины будущих реальных собственников (бенефициаров) и т.п., заслуживает специального разъяснения хотя бы такими известными теоретиками рынка ценных бумаг как Я.М. Миркин, А.Е. Абрамов, Б.И. Алёхин и др.

Предварительно можно утверждать, что остроумно задуманный каким-то «гением» рыночной экономики и почему-то поддержанный многими государствами «бумажный» бизнес - уж точно не в интересах бесправных миноритариев акционерных обществ и подавляющего большинства населения разных стран. Из каких соображений не акционируются предприятия космической отрасли, атомной промышленности, здравоохранения, образования, науки и культуры, Центральный банк России и т.д., а подавляющее большинство других - формально и не формально акционируются? Аналогичный вопрос про оффшоры и деривативы: зачем они тем, кто их придумал, нужны ли они мировой экономике, государствам и их народам? Есть от них польза или один только вред? Населению страны и всего мира они однозначно не нужны! Отдельные юридические и физические лица наживают огромные деньги, баснословные состояния на спекуляциях ценными бумагами и деривативами, на узаконенном сегодня использовании оффшоров. Мелкие спекулянты разоряются, крупные - обогащаются. Одни казино запрещают, другим позволяют процветать. Где находятся, куда смотрят мегарегуляторы экономики и финансов, чем занимаются, есть ли они на белом свете?

Если в мировой экономике оставлять всё как есть сегодня, кризисы будут неизбежными и повторяться станут чаще.

В своей недавней статье на эту же тему [1] я относил предприятия к товарам с двойной ценностью и, как это совсем недавно выяснилось, ошибался. На самом деле, как показал дальнейший анализ вопроса, акционированные предприятия, например, являются товарами с четверной ценностью, т.е. в одно и то же время они обладают четырьмя видами ценности, а именно:

- общей имущественной (ресурсной) ценностью;
- общей социально-экономической ценностью;
- общей «бумажной» ценностью их обыкновенных и привилегированных акций (единичных, долей и полного пакета выпущенных под них ценных бумаг);
- общей инвестиционной ценностью.

Существует и пятый вид экономической ценности предприятий - обменная социально-экономическая ценность, которая, как я отмечал в той же вышеупомянутой публикации, характеризует величину ключевого показателя их рыночной либо в её отсутствие - справедливой стоимости. Только поэтому я не включил её в перечень существующих видов ценности предприятий.

Кстати, обменной бывает не только социально-экономическая ценность, но и имущественная, «бумажная» и инвестиционная ценности-стоимости предприятий.

Каждый из перечисленных видов ценности предприятий имеет количественную (числовую) оценку, по величине которой соответствующим методом расчёта определяют значения адекватных показателей их стоимости. Как это делать на практике, на примере с общей социально-экономической ценностью и стоимостью предприятия, мной подробно показано в статье [2].

Таким образом, в соответствии с перечисленными выше видами экономической ценности предприятий, необходимо различать и оценивать нижеследующие виды и показатели их рыночной либо справедливой стоимости:

- имущественная (ресурсная) стоимость;
- социально-экономическая стоимость;
- «бумажная» стоимость;
- инвестиционная стоимость предприятий.

Другие виды стоимости предприятий, например, ликвидационная, утилизационная и т.п., в этом материале не рассматриваются. Тем не менее, считаю необходимым отметить, что определение таких видов стоимостей предприятий производят так же на базе соответствующих показателей их общих ценностей с учётом фактического состояния оцениваемых объектов на дату оценки.

Общая имущественная (ресурсная) ценность предприятия оценивается на базах его восстановительной стоимости либо стоимости замещения с учётом всех имеющих место износ их величины, т.е. суммарного обесценения исходных стоимостей по мере старения предприятия. Для оценки и переоценки основных средств экономически весомых средних, крупных и крупнейших предприятий при решении таких задач рекомендую использовать программный комплекс «ASIS» [3], с помощью которого можно получить более достоверные оценки стоимости указанных активов, по сравнению, например, с грубыми индексными методами получения упомянутых расчётных оценок и переоценок (особенно по узкоспециализированным и квазиспециализированным основным средствам). Таким образом, для определения общей имущественной (ресурсной) ценности, а затем и обменной имущественной ценности - искомой пограничной справедливой стоимости предприятия могут быть использованы только методы затратного подхода к решению сложных (проблемных) оценочных задач. Всевозможные упрощения применяемых методов расчёта такого вида ценностей и стоимостей предприятий, полное игнорирование развёрнутых (продвинутых) в теоретическом и практическом отношении методов затратного подхода в подобных случаях, с целью ничем не обоснованного снижения трудоёмкости и стоимости соответствующих оценочных работ, следует рассматривать как недопустимое, безусловно наказуемое, непрофессиональное деяние оценщика.

Не следует забывать и о том, что стоимость оценочных работ для предприятий, выполняемых с помощью прогрессивных, полноценных методов затратного подхода, никак не может быть демпинговой. Она должна прибыльно окупать сравнительно высокие затраты рабочего времени добросовестных оценщиков, необходимые для корректного выполнения этих работ.

Расчёт обменной имущественной ценности - имущественной стоимости предприятия предполагает обязательный учёт нормативного либо договорного показателя рентабельности его возможной купли-продажи (так называемого предпринимательского дохода, уподобляемого торговой наценке) на уровне не ниже 15 - 20% к его установленной имущественной ценности.

Выражение для расчёта имущественной (ресурсной) стоимости предприятия (Спи) выглядит следующим образом:

$$\text{Спи} = \text{Цпи} \times \text{Кицп}, \quad (1)$$

где Цпи - общая осовремененная историческая имущественная ценность оцениваемого предприятия на дату определения его имущественной стоимости, млн. руб. или других денежных единиц (д.е.);

Кицп - капитализатор показателя Цпи, равный не менее 1,15 - 1,20.

Таким образом, величина Спи, согласно формуле (1), является своеобразной, по-своему справедливой капитализацией показателя Цпи.

Общая «бумажная» ценность предприятия определяется расчётной величиной прогнозируемого чистого дисконтированного дохода (ЧДД), генерируемого полным пакетом его ценных бумаг в оставшийся срок их обращения на фондовом рынке в годах.

Для перехода от трёх последних видов ценностей предприятий (из четырёх указанных выше видов) к стоимостям последних необходимо по смыслу использовать годовые или же средневзвешенные либо среднегодовые характеристики-показатели их величины.

При определении «бумажной» стоимости предприятия целесообразно различать 3 вида показателей такой стоимости:

- текущая средневзвешенная годовая «бумажная» стоимость;
- текущая среднегодовая консенсус - прогнозная «бумажная» стоимость;
- среднегодовая «бумажная» стоимость предприятия за срок его существования после акционирования до момента оценки этой стоимости.

Текущую средневзвешенную годовую «бумажную» стоимость предприятия (Сптб) определяют на момент её оценки по средневзвешенным значениям биржевого, т.е. рыночного курса полного пакета его ценных бумаг (обыкновенных и привилегированных акций) за прошедший (последний) и предыдущий (предпоследний) календарные годы.

Например, поставлена задача определить текущую средневзвешенную годовую «бумажную» стоимость ОАО «Роснефть» на 01 сентября 2013 г.

В этом случае Сптб рассчитывают для периода календарного времени с 01 сентября 2012 г. по 01 сентября 2013 г. как соответствующим образом мультиплицированную величину денежного потока, который мог бы образоваться от их гипотетической одновременной купли-продажи на фондовом рынке. Для этой цели используют формулу:

$$\text{Сптб} = \{[\text{Кпр(п)} - \text{Кпр(пп)}] + \text{Свд}\} \times \text{Мбдп}, \quad (2)$$

где Кпр(п) - текущая средневзвешенная рыночная капитализация рассматриваемого предприятия в последнем отчётном году, тыс. д. е.;

Кпр(пп) - средневзвешенная рыночная капитализация рассматриваемого предприятия в предпоследнем отчётном году, тыс. д. е.;

Свд - общая сумма выплаченных дивидендов в рассматриваемом отчётном году, тыс. д. е.;

Мбдп - мультипликатор годового «бумажного» денежного потока предприятия, рассчитанного на базе разницы в величине показателей его рыночной капитализации в рассматриваемые годы, ед.

Выражение в фигурных скобках формулы (2) характеризует расчётный годовой «бумажный» денежный поток предприятия, соответствующий разнице в средневзвешенных курсах его акций за рассматриваемые годы с учётом общей суммы выплаченных дивидендов. Это же выражение по сути является характеристикой общей «бумажной» ценности предприятия в рассматриваемый период календарного времени.

Для определения величины мультипликатора Мбдп используется соотношение:

$$\text{Мбдп} = 100 / \text{Сбп}, \quad (3)$$

где Сбп - средняя текущая безрисковая ставка банковского процента на долгосрочный, считающийся крупным вклад, проценты. Другое название этой ставки - ставка прямой капитализации капитализируемого ДП.

Размер средней ставки банковского процента может быть взят по ставкам, объявленным первой десяткой или первой двадцаткой в текущем рейтинге банков, работающих в стране. При этом максимальные и минимальные ставки банковского процента на вклады желательно отбрасывать. В ряде случаев в качестве средней ставки банковского процента целесообразно использовать ставку рефинансирования, контролируемую Центральным Банком РФ.

При нынешней ставке рефинансирования, равной 8,25% (июль 2013 г.), рассматриваемый мультипликатор Мбдп = 12, 12.

Возвращаясь к рассматриваемому примеру, имеем:

- общее количество акций, эмитированных «Роснефтью» - 10.598.177.817;
- средневзвешенный курс акций «Роснефти» в последнем рассматриваемом году - 225 руб/акц.;
- средневзвешенный курс акций «Роснефти» в предпоследнем рассматриваемом году - 210 руб/акц.;
- общая сумма дивидендов, выплаченных акционерам «Роснефти» в рассматриваемом прошедшем году - 85,25 млрд. руб.

По приведенным выше исходным данным текущая средневзвешенная годовая «бумажная» стоимость «Роснефти» на рассматриваемый период календарного времени, рассчитанная по формуле (2), составляет:

$$\text{Сптб} = \{[(225 - 210) \times 10.598.177.817] + 85.250.000.000\} \times 12,12 = 2,96 \text{ трлн. руб.} \\ (92 \text{ млрд. долларов США})$$

Текущая рыночная капитализация этой компании - 2,385 трлн. руб. (72, 73 млрд. долларов США).

Если считать величину установленной «бумажной» стоимости «Роснефти» достоверной, то при фактической сумме полученной чистой прибыли этой компании в 2012 г., равной 341 млрд. руб., рентабельность «бумажного капитала» рассматриваемого гиганта экономики страны не столь велика, как можно было предполагать, и составляет всего лишь 11,5%.

Текущая среднегодовая консенсус - прогнозная «бумажная» стоимость «Роснефти» будет не намного больше величины Сптб.

Несколько огрублённый расчёт такой стоимости при условии, что текущее консенсус - прогнозное значение курса акций этой компании - 264,6 руб./акц. даёт результат, равный 3,13 трлн. руб, или примерно 104, 5 млрд. долларов (соответствующая рыночная капитализация компании - 2,80 трлн. руб., т.е. 85 млрд. долларов США).

Среднегодовую «бумажную» стоимость предприятия за срок его существования и работы до момента оценки её величины (Ссбс) устанавливают по формуле:

$$\text{Ссбс} = \sum \text{Сптб за срок } T_{\text{сущ.}} / T_{\text{сущ.}}, \quad (4)$$

где $T_{\text{сущ.}}$ - число лет существования и работы предприятия с момента начала акционирования.

Для «Роснефти» на 2013 г. $T_{\text{сущ.}} = 7$ годам, если считать с момента начала размещения её акций у населения страны в июле 2006 г.

Специфической особенностью разницы смежных средневзвешенных годовых денежных потоков, генерируемых ценными бумагами промышленных компаний, является то обстоятельство, что она может иметь не только положительное, но и нулевое либо отрицательное значение. Какой она окажется в каждом конкретном случае, предсказать часто оказывается невозможным. Когда упомянутая разница имеет нулевую или отрицательную величину, по молчаливому согласию, не явной договорённости в среде методологов оценки и оценщиков стоимости предприятий, в соответствующих расчётах её не используют, т.е. «бумажную» стоимость предприятий в таких случаях не определяют.

Если же по каким-то соображениям требуется определить величину Ссбс, то её определяют только за те годы, когда значения оцениваемых денежных потоков были положительными. В рассмотренном нами примере, если в течении пяти лет значения оцениваемой разницы были положительными, а в двух остальных - отрицательными, то

для определения величины Ссбс соответствующую сумму значений Сптб за пять упомянутых лет с положительными значениями денежных потоков делят на пять.

Из всего отмеченного выше, касательно показателей Сптб и Ссбс, напрашивается вывод о том, что эти показатели «бумажной» стоимости предприятий отличаются значительной вариабельностью, нестабильностью их величины по годам проведения оценок. При этом часть из них может становиться непригодными для использования в расчётах показателей Ссбс предприятий.

Любопытен факт, касающийся Газпрома и Роснефти, установленный по собственному опыту: миноритариям, владеющим более чем скромными количествами акций Газпрома и Роснефти, первые, в настоящее время, приносят кое-какой доход, а вторые - заметные убытки. Простые расчёты показывают, что владельцы 450 - 500 акций Роснефти ежегодно теряют не менее 10 тыс. руб. (10% суммы, затраченной на приобретение этих акций). Когда ситуация изменится и изменится ли она когда-нибудь к лучшему - не известно. Всегда каждому из нас нужно хорошенько подумать, прежде чем вступать в отношения с государственно-частными структурами типа Роснефти с непрозрачными целями существования.

Есть один вопрос о Роснефти, который очень хочется задать знающим людям. Может быть, кто-нибудь сможет объяснить, с какой целью номинал каждой из примерно 10,6 млрд. акций этой компании сравнительно недавно (29.09. 2005 г.) неожиданно был изменён в 100 раз (с 1,0 до 0,01 руб.), а стоимость размещения этих акций у населения страны, установленная каким-то неизвестным оценщиком в июле 2006 г., составила около 203 руб. за штуку, т.е. оказалась в 20300 раз выше установленного номинала такой акции? Кому и зачем понадобилось снизить уставный капитал компании в 100 раз за десять месяцев до размещения акций у населения? Почему номинальная стоимость акций и уставный (складочный) капитал компаний никак не увязываются с их рыночной стоимостью?

Ещё несколько любопытных цифр по нефтяной компании «Роснефть»: стоимость (и рыночная капитализация) компании в июле 2006 г. - 2,15 трлн. руб.; область вариации биржевого курса акций компании с 06.2006 по текущий 2013 год - от 76 до 290 руб./акц. (вариация рыночной капитализации - от 0,805 до 3,075 трлн. руб.), т.е. наблюдается почти четырёхкратный размах управляемых «бумажных» спекуляций; выплачиваемые дивиденды - в пределах 1,00 - 8.05 (за 2012 г.) руб/акц. и не за каждый прошедший год. Нетрудно себе представить размеры наживы мажоритариев и потерь миноритариев этой компании.

Под общей инвестиционной ценностью предприятия я понимаю расчётную величину его ЧДД в млн. руб. или в других денежных единицах (д. е.), который оно принесёт своему владельцу (своим владельцам) за весь оставшийся срок своего существования до прекращения производственно-сбытовой деятельности, закрытия и сноса.

Величину ЧДД определяют общеизвестным методом DCF (ДДП) доходного подхода к решению оценочных задач. Однако, для дисконтирования ошибочно и с объяснимым умыслом, как правило, берут фактические значения будущих годовых денежных потоков (ДП) предприятия, вместо того, чтобы использовать их нормативные (нормализованные) значения. Нормативными значениями ДП считаются такие их значения, которые соответствуют режиму полного использования производственных, сбытовых и социальных возможностей предприятия, т.е. его работе на полную производственную мощность и обязательный сбыт всей произведенной при этом режиме продукции. Расчётную формулу для определения величины суммы будущих годовых дисконтированных ДП в прогнозном и постпрогнозном периодах (последний называют реверсией) приводить не стану, так как она есть во всех учебниках и учебных пособиях по оценке «стоимости», а на самом деле - величины ЧДД предприятий. Кому-то очень понадобилась такая очевидная преднамеренная подмена понятий и показателей

инвестиционной ценности и стоимости предприятий. В своих статьях я неоднократно останавливался на причинах такой подмены, но одну из них, возможно, самую важную причину, с политико-экономическим подтекстом, подброшенную нам из-за рубежа с помощью наших же соотечественников, упустил. Со временем они будут обнародованы, станут известными оценочной общественности.

Не может быть полностью исключена версия «трудностей» перевода на русский язык некоторых иностранных терминов. Полагаю, что ЧДД - это не одно и то же, что чистая настоящая стоимость (NPV), чистая текущая стоимость или чистая приведенная стоимость. Здесь возможна путаница в терминах «ценность» и «стоимость». Value, в переводе на русский язык, в первую очередь означает ценность, и только во вторую - стоимость, для обозначения которой в английском языке есть другие слова. Иначе получается, что ценность и стоимость товара - это одно и то же (с чем согласиться никак нельзя).

Общая инвестиционная ценность предприятия, выражаемая показателями его ЧДД может рассматриваться как в годовом (для каждого года прогнозного и постпрогнозного периодов его существования в отдельности с последующим суммированием), так и в среднегодовом исчислениях. Для определения среднегодовой общей инвестиционной ценности предприятия показатель его ЧДД в млн. руб. или д. е. делят на продолжительность оставшегося периода продуктивного существования этого объекта в годах.

При переходе от общей инвестиционной ценности предприятия к его обменной инвестиционной ценности, т.е. к основному элементу справедливой инвестиционной стоимости этого объекта (Спис), для соответствующих расчётов используют следующую формулу:

$$\text{Спис} = (\text{Цпги} - \text{Зпр}/\text{Тссп}) \times \text{Мпги}, \quad (5)$$

где Цпги - инвестиционная ценность предприятия, рассчитанная для того или иного конкретного будущего года его существования либо в среднегодовом исчислении за весь оставшийся срок его полезного использования, тыс. руб. (д. е.);

Зпр - расчётно - сметные затраты, требующиеся для обеспечения работы оцениваемого предприятия в режиме полного использования его производственных и бытовых возможностей, тыс. руб. (д. е.), установленные отталкиваясь от фактически достигнутого уровня его экономического развития на рассматриваемый момент определения стоимости Спис;

Тссп - оставшийся срок производительной работы предприятия, число лет;

Мпги - мультипликатор выбранного для расчёта годового значения инвестиционной ценности предприятия (обратная величина расчётной ставки дисконтирования).

В скобках формулы (5) указано скорректированное значение годовой, либо среднегодовой инвестиционной ценности оцениваемого предприятия с учётом его фактического экономического состояния, тыс.руб. (д. е.).

Нельзя не отметить, что инвестиционная стоимость предприятия по величине может быть меньше, равной или больше его общей инвестиционной ценности. Разница в ту или другую сторону может быть весьма значительной. Всё зависит от продолжительности оставшегося срока продуктивного существования предприятия и величины генерируемого им годового чистого дохода. При прочих равных условиях, чем продолжительней оставшийся срок существования предприятия, тем больше разница между его общей инвестиционной ценностью и инвестиционной стоимостью в пользу первой, и наоборот: при небольшом сроке показатель инвестиционной стоимости предприятия по величине может быть выше показателя его общей инвестиционной ценности.

В сложившихся на практике условиях, возможности манипулирования результатами определения инвестиционной стоимости предприятий методом ДДП в угоду пожеланиям заказчиков оценки, за счёт использования в качестве исходных данных для соответствующих расчётов произвольных фактических значений ДП, вместо нормативных, и сравнительной свободе выбора величины ставки дисконтирования, следует признать воистину безграничными.

Есть основания полагать, что если завтра вдруг начнут сажать за решётку заказчиков существенно заниженных (или необоснованно завышенных) оценок стоимости крупных и крупнейших активов (как коррупционеров-взяткодателей) и оценщиков, взявшихся за выполнение таких заказов (как коррупционеров-взяткополучателей), об использовании метода ДДП для определения стоимости таких активов сразу же забудут, как об ошибочно многие годы применявшемся в практической работе профессиональных оценщиков.

Использование в расчётах значений социально-экономической и инвестиционной стоимостей предприятий нормативных значений чистых доходов, вместо фактических, служит свидетельством осмысленного, грамотного учёта принципа НЭИ оцениваемых объектов, предусмотренного в применяемых ныне методах оценки собственности при доходном подходе к решению оценочных задач.

Как уже упоминалось выше, помимо общей инвестиционной ценности и инвестиционной стоимости «физического» предприятия, в реальной жизни существуют общая инвестиционная ценность и инвестиционная стоимость его «бумажного» «эквивалента».

Показатели общей и обменной «бумажных» инвестиционных ценностей акционированного предприятия определяют теми же методами, которые используют для расчета этих показателей для «физического», натурального производственно-промышленного объекта.

Показатель первой из этих ценностей рассчитывают методом ДДП, а индикатор второй - методом прямой капитализации соответствующих общих годовых или же среднегодовых «бумажных» ценностей оцениваемого предприятия. Тот и другой методы, как известно, принадлежат к доходному подходу к определению оценок ценностей и стоимостей предприятий.

Более подробное изложение (повторение) того, как определяются последние из рассматриваемых показателей, оставлены за рамками этой статьи в силу отсутствия такой необходимости. Естественно, в формуле (5), при использовании её для оценки «бумажной» инвестиционной стоимости предприятия, вычитаемое в скобках отсутствует.

Кто-то из читателей статьи может посчитать её гимном методу прямой капитализации тех или иных ценностей (годовых ДП) предприятий при определении их стоимости. Сегодня просто не вижу достойных альтернатив. Может быть, со временем они появятся. Тем более, что этому методу авторы учебников и учебных пособий по оценке предприятий приписывают недостатки, которых у него нет, в то время, как метод ДДП наделяют отсутствующими у него достоинствами, необоснованно расширяют область целесообразности его применения в работе оценщиков. Чем скорее удастся избавиться от этих очевидных заблуждений, тем быстрее будет покончено с кризисом в оценочной деятельности в стране.

Вынужден специально, ещё раз подчеркнуть, что в представленном материале под теми или иными формами стоимости предприятия, соответствующим показателям его неоднозначных ценностей, имеются в виду только ключевые элементы (слагаемые) расчётной полной справедливой стоимости для разных ипостасей такого хозяйственного объекта, без учёта имеющихся драйверов ключевого слагаемого его полной стоимости.

В число возможных драйверов большинства рассмотренных в статье ключевых слагаемых полных справедливых стоимостей предприятия входят финансовые обязательства, стоимость занимаемого земельного участка, если он является

собственностью компании, либо прав на бессрочное либо временное владение и пользование этим участком; стоимость инфраструктуры, когда таковая имеется, синергетический эффект от сложения различных элементов его имущественно-земельного комплекса и др.

Из всего сказанного выше, становится более понятным, насколько сложной, трудоёмкой и затратной для независимых профессиональных оценщиков и оценочных фирм является задача определения полной справедливой стоимости предприятий, не имеющих рыночных аналогов и рынков для их купли-продажи. Решение таких задач требует обязательной специализации оценочных фирм и отдельных оценщиков, создания специального института государственных оценщиков и государственных экспертов качества оценок - Росгосоценки или Росгоскомоценки для расчётов стоимости крупных проблемных активов, организации по-настоящему независимой государственной экспертизы результатов определения стоимости указанных активов. Сегодня всю эту архитрудную работу, благодаря бесконтрольности со стороны государства, многочисленные СРОО умудряются подменять скоростной псевдооценочной деятельностью с «карманной» экспертизой результатов оценочных работ, принося тем самым огромный вред отечеству, обществу, всему населению страны.

В заключение статьи ещё раз перечислены рассмотренные в ней разнообразные показатели ценности и ключевых элементов полной справедливой стоимости предприятий с указанием рекомендуемых методов определения их величины:

- общая имущественная ценность - метод восстановительной стоимости или стоимости замещения (затратный подход к решению оценочных задач);
- имущественная стоимость - использование специального капитализатора общей годовой имущественной ценности предприятия на дату оценки такой стоимости;
- общая социально-экономическая ценность - нормативно-доходный (ресурсный) метод определения такого вида ценности на дату её определения;
- социально-экономическая стоимость - метод прямой капитализации общей годовой социально-экономической ценности предприятия на дату выполняемой оценки (доходный подход к определению искомой стоимости);
- общая «бумажная» ценность - предлагаемый в статье метод расчёта;
- «бумажная» стоимость - метод прямо капитализации (по выбору) годовой или среднегодовой «бумажной» ценности предприятия на дату расчёта этой стоимости (доходный подход);
- общая инвестиционная ценность - метод ДДП (доходный подход к определению этого вида ценности предприятия);
- инвестиционная стоимость - метод прямой капитализации (по выбору) годового или среднегодового ЧДД предприятия (доходный подход);
- общая «бумажная» инвестиционная ценность - метод ДДП (доходный подход к решению такой задачи);
- «бумажная» инвестиционная стоимость - метод прямой капитализации (по выбору) годового или среднегодового «бумажного» ЧДД предприятия (доходный подход).

-- «» --

Очень бы хотелось, чтобы эта статья вызвала оживлённую дискуссию в среде активистов оценочного сообщества, по-настоящему заинтересованных в совершенствовании методологии решения оценочных задач по крупным и крупнейшим предприятиям и другим проблемным социально-экономическим объектам.

Не считаю себя провозгласителем «истины в последней инстанции» и буду признателен тем, кто укажет недостатки статьи, обнаружит ошибки и заблуждения автора, а также выскажет замечания по сути освещения затрагиваемых вопросов.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ревуцкий Л.Д. К вопросу о философии и методах определения стоимости товаров с двойной ценностью. Размещена в интернете на порталах Audit-it, Appraiser, Kprilib, Impregia-A и др.
2. Ревуцкий Л.Д. Понятия и показатели ценности и стоимости предприятий. - М.: // «Вестник машиностроения», № 5, 2009. С. 81 - 87.
3. Тришин В.Н. Об оценке основных средств крупных предприятий в условиях неполной и искажённой информации и о стандартах их оценки по МСФО. - РнД: // «Регистр оценщиков» № 4, 2010. С. 45 - 55.

Ключевые слова: общие имущественная (ресурсная), социально- экономическая, «бумажная» и инвестиционная ценности предприятия; имущественная, социально-экономическая, «бумажная» и инвестиционная стоимости предприятия как ключевые элементы его полной справедливой стоимости; инвестиционная «бумажная» ценность и инвестиционная «бумажная» стоимость предприятия; методы определения величины ценностей и стоимостей разных наименований.

АННОТАЦИЯ

В статье рассмотрены основные группы возможных ипостасей предприятия, обособленных для выяснения закономерностей, использование которых в конечном итоге позволит получать более достоверные, чем сейчас, оценки его полной справедливой стоимости и эффективно управлять её величиной с целью максимизации.

Для каждой разновидности рассмотренных общих ценностей и соответствующих им ключевым элементам полной справедливой стоимости предприятий указаны рекомендуемые методы количественной оценки их величины.

Предприятия, не имеющие рыночных аналогов и не имеющие рынков купли-продажи, предлагается оценивать соответствующими методами затратного и доходного подходов к решению рассматриваемого круга оценочных задач. Методы сравнительного (рыночного) подхода в таких случаях неприменимы по определению.

Сентябрь 2013 г.

Леопольд Давидович Ревуцкий
e-mail: rev_ld@mail.ru