

Должны ли различные оценочные подходы приводить к единой стоимости объектов оценки?

Ю.В. Козырь

Нередко приходится слышать тезис о том, что результаты всех оценочных подходов должны якобы приводить к единой стоимости оцениваемого объекта – иногда это даже называют «аксиомой равенства трех подходов». А так ли это?

*Убеждения, не подкрепленные доводами,
свидетельствуют о том, что у вас есть своя позиция.*

/Х. Ягодзинский/

*Оценка – это:
сплав объективной реальности с
субъективными представлениями оценщика,
его знаниями, навыками и опытом.*

/Один российский оценщик/

При определении стоимости объектов оценки задачей оценщиков является приведение логичной и понятной расчетной схемы, трансформирующей набор разрозненных параметров и факторов, знаний и собственных суждений (при недостатке необходимой информации) в обоснованную величину стоимости оцениваемого объекта.

Какие на этом пути имеются сложности? К ним можно отнести следующие моменты.

Во-первых, при определении рыночной стоимости имеется, как минимум, одна концептуальная проблема. В самом определении рыночной стоимости (имеются в виду определения рыночной стоимости, содержащиеся в российских законодательных актах – ФЗ-135 «Об оценочной деятельности» и Федеральном стандарте оценки №2) содержится словосочетание «*наиболее вероятная цена*». В математическом/статистическом смысле данное словосочетание без указания вида распределения и доверительного интервала, очевидно, превращается в пустой звук. Другими словами, если известно, что имеется некоторое распределение цен, допустим, от 60 до 120 рублей, любая конкретная величина из этого диапазона, трактуемая как «*наиболее вероятная цена*», без информирования о виде распределения и доверительном интервале, будет иметь вероятность близкую к

нулю. Данное обстоятельство имеет тот неприятный оттенок, наличие которого позволяет при наличии желания оспорить любой выполненный по российским оценочным стандартам отчет, в котором определялась величина рыночной стоимости объекта оценки. Ключем выхода из данного тупика видится замена в определении рыночной стоимости словосочетания «*наиболее вероятная*» на «*наиболее типичная*», «*наиболее правдоподобная*», либо расшифровка словосочетания «*наиболее вероятная*», разъясняющая, что в контексте данного определения под данным словосочетанием следует понимать медиану, либо иную характеристику, либо понимать этот оборот в разговорном смысле (как синоним словосочетаний «*вполне возможно*», «*скорее всего*», «*по всей вероятности*», «*как мне кажется*»). Следует отметить, что определение рыночной стоимости, приведенное в международных стандартах оценки, лишено вышеуказанного недостатка, поскольку там вместо словосочетания «*наиболее вероятная цена*» используется словосочетание «*расчетная денежная сумма*».

Во-вторых, следует отметить, что процесс оценки, сочетая в себе элементы объективной реальности с субъективным суждением оценщика, имеет рефлексивную природу: искажению в определении и интерпретации объективно измеримых факторов подвержены не только оценщики, но и участники рынка, формирующие на нем спрос и предложение. И если речь идет о том, что оценщику ставится задача определить наиболее вероятную цену, по которой оцениваемый объект может быть продан на рынке, ему (оценщику) следует определить, что думают все участники рынка об оцениваемом объекте – из круга рассмотрения могут быть исключены только лица, в собственности которых не находятся оцениваемый объект и объекты-аналоги, и не располагающие необходимыми для покупки объекта средствами (т.е. следует учитывать только суждения потенциальных покупателей и собственников оцениваемых объектов). Но такая задача зачастую является практически невыполнимой, в силу чего на практике применяют различные теоретические построения, так или иначе моделирующие (обычно косвенным образом) стоимостные параметры оцениваемых объектов.

В силу вышеизложенного, а также по причине того, что стоимость является «водоразделом» интересов экономических субъектов, постоянно возникают дебаты о корректности или некорректности конкретных оценок, равно как и о достижимой точности оценок.

Говоря о корректности оценочных расчетов, помимо ранее сказанного, нередко приходится слышать тезис о том, что результаты всех оценочных подходов должны якобы приводить к единой стоимости оцениваемого объекта – иногда это даже называют «*аксиомой равенства трех подходов*». Что тут можно сказать? Прежде всего, следует отметить, что любая аксиома по определению является утверждением, принимаемым без доказательства. А без доказательства, понятно, можно утверждать все что угодно, принимая зачастую желаемое за действительность. По отношению к аксиомам *в принципе* некорректно рассуждать о том, корректны они или нет – объяснение этому кроется в самом их определении. Поэтому мы не можем принять аксиому иначе, чем на основе имеющихся наблюдений и логических умозаключений, либо опровергнуть ее иначе, чем на основе сопоставления лежащего в ее основе утверждения с окружающей действительностью (так было, например, в случае с аксиомой Эвклида о параллельных

прямых, которые, как известно, не пересекались до тех пор, пока они рассматривались только на плоскости).

Пойдем дальше. К каким выводам можно прийти посредством анализа существующих теоретических построений (оценочных моделей) в этой части? Рассмотрим в качестве примера, как обычно оценивается, и как может оцениваться, стоимость акционерного капитала компании (V_E) в рамках затратного (ЗП) и доходного подходов (ДП):

Таблица 1. Возможные модели оценки стоимости акционерного капитала в рамках затратного и доходного подходов.

Параметр оценки	Модель оценки	Подход к оценке	Комментарий
V_E	$V_A - V_D$	ЗП	V_A – стоимость активов, V_D – стоимость обязательств
V_E	$\sum_i \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} - \sum_i \frac{FCFD_i}{(1+r_d)^i}$	ДП	$FCFF_i$ – ожидаемые в i -м прогнозном периоде потоки денежных средств от всего инвестированного капитала, $FCFD_i$ – ожидаемые в i -м прогнозном периоде потоки денежных средств процентных кредиторов, $WACC$ – средневзвешенные затраты на привлечение капитала, r_d – затраты на привлечение заемного капитала.
V_E	$\sum_i \frac{I_i}{(1+r_I)^i} - \sum_i \frac{O_i}{(1+r_O)^i}$	ДП	I – притоки денежных средств, O – оттоки денежных средств, r_I – ставка дисконтирования ожидаемых притоков денежных средств, r_O – ставка дисконтирования для ожидаемых оттоков денежных средств
V_E	$\sum_i \frac{I_i(1-kp_d)^i}{(1+r_f)^i} - \sum_i \frac{O_i(1+K_i)}{(1+inf)^i}$	ДП	r_f – безрисковая ставка ($r_f \geq inf$), kp_d – математическое ожидание потерь (недополучения) доходов выраженное в относительной форме, K_i – коэф-нт, характеризующий риск удорожания затрат в i -м периоде, inf – средний ожидаемый уровень инфляции ¹

¹ Остальные параметры соответствуют ранее принятым.

Как видно из приведенной таблицы², в доходных моделях первая часть представленных выражений соответствует активам (поскольку по определению актив – контролируемое собственником имущество, приносящее доход или иные выгоды), вторая – обязательствам. В этом отношении модели доходного подхода по своей структуре (если не сказать «по своей сути») мало чем отличаются от затратного подхода (их близость еще выше, если в затратном подходе на первом этапе оценивать не активы, а инвестированный капитал, для чего вместо стоимости оборотных активов оценивать стоимость оборотного капитала).

Предположим теперь, что стоимости объекта оценки, рассчитанные в рамках затратного и доходного подходов, отличаются. Если при этом результат затратного подхода меньше результата доходного подхода и все рассчитано корректно, возникает возможность арбитражных операций: вместо покупки готовых функционирующих объектов оценки (компаний и бизнесов) становится более выгодным создание этих объектов «с нуля» с последующей продажей по более высокой цене, т.е., иными словами, в этой ситуации инвестиционный спрос превышает предложение, в силу чего на рынок выходит все большее число игроков (производителей), стремящихся «сделать быстрые деньги». В итоге, через определенное время инвестиционный спрос войдет в стадию насыщения (будет полностью удовлетворен) и инвестиционная привлекательность таких объектов начнет снижаться. На языке оценки это означает, что результат затратного подхода будет «догонять» результат доходного подхода (т.е. на фоне роста сближаться с ним). Одновременно, результат доходного подхода будет снижаться, поскольку при удовлетворении спроса перспективы получения высоких доходов становятся менее радужными. Аналогичный механизм действует и в ситуации превышения результата затратного подхода над результатом доходного подхода.

Предположим теперь, что стоимости объекта оценки, рассчитанные в рамках затратного и сравнительного подходов, отличаются. Если при этом результат затратного подхода меньше результата сравнительного подхода и все рассчитано корректно, аналогично рассмотренному выше, возникает возможность арбитражных операций: вместо покупки готовых функционирующих объектов оценки (акций компаний) становится более выгодным создание этих объектов «с нуля» с последующей продажей по более высокой цене. Если же результат затратного подхода окажется выше результата сравнительного подхода, владельцы активов вряд ли захотят их продавать по существующим рыночным ценам, принимая во внимание, что затраты на создание активов были несравненно выше (исключение могут составлять сделки вынужденного или инвестиционного характера, а также ситуации, когда на рынке произошел обвал или в массовом сознании возникло ощущение того, что снижение ценовых уровней будет длительным и значительным). Конечно, на это можно возразить, что, мол, одинаковых бизнесов не бывает – с этим невозможно не согласиться. Однако это отнюдь не нарушает вышеуказанные выводы: если аналогов не существует, то нет и необходимости в сравнении результата сравнительного подхода с результатами иных подходов, ибо сравнительный подход попросту не будет реализован в отчете.

² Аналогичные модели можно привести и в отношении коммерческих объектов недвижимого имущества.

Аналогичные рассуждения можно привести и в случае расхождения между результатами сравнительного и доходного подходов. Во всех этих ситуациях возникающий небольшой дисбаланс между результатами оценочных подходов преодолевается рыночным механизмом отрицательной обратной связи, оказывающим отрезвляющее воздействие на тех «кто хочет, но не может» и на тех, «кто может, но не хочет»³.

Таким образом, осуществленный выше анализ оценочных подходов склоняет нас к мнению о том, что оценки стоимости, полученные на основе различных оценочных подходов, теоретически должны приводить к единому результату. В то же время, как мы только что рассматривали, на рынке периодически (если не сказать регулярно) возникают неравновесные ситуации, запускающие механизмы арбитража – в такие периоды неравенства оценок основанных на применении различных подходов очень даже возможны. Поскольку функционирующий рынок является постоянно изменяющимся социумом, равновесное состояние на нем также испытывает движение, характер которого можно выразить словами Дж. Сороса (в вольном изложении автора этих строк): *«в отличие от [Дж. М.] Кейнса, утверждавшего, что рынок всегда стремится к состоянию равновесия, я утверждаю ровно обратное - рынок всегда стремится перейти из одного неравновесного состояния в другое; состояние равновесия достигается лишь в процессе таких переходов, но когда оно возникает – не знает никто»*⁴.

В случае с оценочными подходами из практики оценки мы знаем, что результаты оценок одного и того же объекта, выполненные различными оценочными подходами, обычно не совпадают. В качестве наиболее распространенных факторов, объясняющих причины такого несовпадения можно выделить следующие:

- неполнота использованной оценщиками информации;
- несовершенства самого рынка⁵: на рынке всегда существует «люфт рынка» - объективно существующая на момент оценивания ценовая неопределенность и неравновесная динамика в соответствующем сегменте рынка, из-за чего практически все параметры моделей испытывают «дрожание»;
- выбор некорректных моделей оценки, не применимых при конкретных условиях;
- некорректный выбор входных параметров для используемых расчетных моделей;
- ошибки вычислений.

³ Именно поэтому при небольших расхождениях между результатами различных оценочных подходов применение традиционных процедур согласования является уместным.

⁴ Автору этих строк представляется, что противопоставление указанных точек зрения подобен спору о том, является ли стакан, заполненный на 50%, наполовину полным, или наполовину пустым. К такому мнению можно придти, рассматривая, в частности, гипотетические колебания рынка, имеющие синусоидальный характер.

⁵ Фишер Блэк - один из соавторов знаменитой формулы оценки стоимости опционов, высказывал мнение, что рынок является эффективным, если курсы акций отражают стоимость компаний с точностью от 50% до 200%, т.е. недооценивают в два раза или переоценивают до двух раз.

В силу вышеуказанного, совпадения результатов оценочных подходов могут быть лишь случайными. Конечно, подобные объяснения нельзя скидывать со счетов. Однако следует упомянуть еще об одном факторе – внутренне заложенном в рамках каждой методологии «искажающем смещении» (т.е. ошибки самой методологии). Для иллюстрации этого фактора приведем два примера.

Пример 1. Представим себе, что нам следует определить наиболее вероятную цену реализации батона хлеба определенного сорта (наименования) в различных магазинах в одно и то же время. Для этого, узнав цены на этот продукт в различных магазинах, мы можем затем получить следующие величины цен: среднеарифметическое значение, средневзвешенное значение (при наличии информации об объемах реализации по всем магазинам), среднегармоническое значение, среднегеометрическое значение. Какая из этих величин будет наиболее корректной для ответа на поставленный выше вопрос? Ответ будет зависеть как от выявления уточненной сути понятия «рыночная стоимость» (мода или медиана, вид распределения, величина доверительного интервала), так и от наличия или отсутствия информации об объемах реализации батонов в рассматриваемых магазинах.

Пример 2. Предположим, в школе искусств идет урок рисования. Обучаемые расположились в двух смежных комнатах, имеющих окна, выходящие на одну сторону здания. Учителем поставлена задача - нарисовать расположенное за окном другое здание. При этом ученики, сидящие в первой комнате, должны нарисовать здание в стиле «аниме», в то время как сидящие по соседству их коллеги должны нарисовать здание в стиле «граффити». Получатся ли у художников одинаковые картины? Ответ представляется отрицательным.

Пойдем дальше: пригласим теперь в эти комнаты двух фотографов (в каждую по одному) и предложим им сделать снимки стоящего за окном здания. Получатся ли у них одинаковые снимки? К сожалению, и в этом случае одинаковых снимков (отражения объективной реальности) не получится. Очевидно, что фотографы располагались в различных комнатах и вид стоящего за окном здания для каждого из них имел разную проекцию. Если в этом примере сделать ассоциативный переход, заменив проекцию из окна на оценочный подход, а стиль рисования – методом оценки, станет ясно, что без применения элементов «подгоночных технологий» стоимости сложных объектов оценки, полученные при использовании различных оценочных подходов, могут получиться одинаковыми лишь в порядке исключения. Причина, очевидно, кроется как в различных акцентах, заложенных в соответствующей методологии, так и в разбросе значений входных параметров. Принимая во внимание, что большинство используемых для расчетов входных параметров имеют интервальные значения, часть наблюдаемых несовпадений между результатами оценочных подходов (при условии их корректной реализации) можно объяснить «неправильным» выбором точечного значения одного или нескольких входных параметров из имеющегося набора интервальных значений. Другую часть наблюдаемых несовпадений можно объяснить наличием вышеуказанного «искажающего смещения», заложенного в каждой из оценочных моделей, а также неравновесным состоянием рынка, имеющую место де-факто в большинстве случаев.

В то же время результаты применения различных оценочных подходов, подобно снимкам вышеупомянутого здания, не могут разительно отличаться друг от друга. Это вполне объяснимо: по сути, при определении рыночной стоимости сложных объектов, все подходы основываются на сравнительном (рыночном) подходе, являющемся самым известным и распространенным подходом при оценке в условиях развитого (активного) рынка. В этом отношении доходный подход и подход, основанный на оценке активов (затратный подход) являются модификациями рыночного (сравнительного) подхода, при этом доходный подход делает акцент на потоках доходов, их ожидаемом профиле и рисках получения, в то время как затратный подход акцентирует внимание на затратах, необходимых для воссоздания оцениваемого объекта оценки. Однако при использовании этих подходов необходимые для оценки входные параметры берутся с рынка, будь то ожидаемые потоки доходов или затраты на воссоздание оцениваемого объекта.

В качестве резюмирования тематики «*должны ли результаты всех подходов приводить к единому результату стоимости?*» автору этих строк наиболее корректным представляется такой ответ: «*Должны. Но не обязаны.*»⁶.

В силу того, что в большинстве случаев результаты оценок полученных в рамках различных подходов различаются, возникают вопросы получения итоговых (интегральных) оценок стоимости объектов оценки.

При получении в рамках каждого из примененных в оценке подходов результатов, отличающихся друг от друга незначительно, обычные процедуры взвешивания, включающие в себя субъективное мнение оценщика, являются приемлемым способом решения проблемы. При этом результат каждого из оценочных подходов по-хорошему должен быть подвергнут анализу чувствительности: именно пересечение полученных при таком анализе диапазонов стоимостей дает в большинстве случаев право применять процедуру взвешивания. Важно отметить, что при осуществлении указанного анализа (анализа чувствительности) степень варьирования входных параметров должна соответствовать «люфту» рынка, т.е. выявленным в процессе анализа рынка диапазонам значений значимых факторов.

При получении в рамках каждого из примененных в оценке подходов результатов, отличающихся друг от друга значительно, требуется проведение детального анализа причин расхождения полученных результатов.

Как указано выше, среди возможных причин расхождений результатов подходов могут быть некорректные процедуры расчетов, осуществленных в рамках одного из (или нескольких) подходов оценки: выбор методов или моделей оценки, применение которых при данных обстоятельствах некорректно, арифметические ошибки, использование неточных входных параметров, а также отсутствие анализа наиболее эффективного использования объекта оценки, либо неверные выводы такого анализа.

⁶ Хотя бы потому, что, как следует из написанного выше, рынок вместе с присутствующими на нем людьми все время находится в состоянии движения (покой всем только снится), а не строго равновесного состояния, и потому, что имеет место быть так называемое *искажающее смещение*.

Наличие каждого конкретного случая расхождений оценок обуславливает необходимость проведения анализа причин расхождений. Если проведение подобного анализа не приводит к сближению результатов, при выводе итогового суждения о величине стоимости объекта оценки необходим выбор в пользу одного из полученных результатов оценочных подходов. Существуют также иные способы получения интегрированных оценок, основанных на результатах нескольких, разнящихся между собой, оценочных подходов, однако их рассмотрение выходит за рамки настоящей статьи.

Отдельно следует отметить, что нередко, когда результат доходного подхода (ДП) получается ниже результата затратного подхода (ЗП), оценщики считают это достаточным основанием для «наложения внешнего износа» на результат последнего в размере превышения ЗП над ДП. Такой подход, без независимого выявления факторов наличия внешнего износа, нельзя назвать иначе как подгонкой под желаемый результат: внешне все выглядит замечательно – результаты ДП и ЗП совпадают (причем, строго), однако возникает вопрос: зачем, спрашивается, применять два оценочных подхода, если один из них в результате является зависимым от другого?

Завершая статью, отметим следующее.

Процесс согласования оценочных величин стоимости объекта оценки, полученных в рамках применения различных оценочных подходов, направлен на получение объективной итоговой величины стоимости оцениваемого объекта. Однако применение общепринятых процедур согласования оправдано лишь в случаях, когда расхождение результатов оценок, полученных в рамках различных оценочных подходов, невелико (о чем, в частности, могут свидетельствовать коэффициент вариации этих оценок и наличие областей пересечения диапазонов оценок).

Говоря о достижимой точности оценивания стоимости объектов оценки, автор придерживается следующей точки зрения. Процесс оценки представляет собой сочетание поддающихся измерению факторов объективной реальности и неподдающихся измерению субъективных факторов, основанных на суждениях, опыте и профессиональном мнении оценщика. В той части, которая касается измеримых факторов объективной реальности, точность их оценивания *не может* превосходить «люфт» рынка. В то же время, эта точность также и *не должна* быть ниже этого люфта, т.е. не должна быть менее точной⁷. Поэтому некорректно рассуждать о том, является ли 20%-я точность оценки высокой или низкой, без наличия информации о состоянии соответствующего сегмента рынка: при оценке типовой квартиры в крупном городе 20%-я точность представляется совершенно недостаточной, тогда как такая же точность может оказаться недостижимой мечтой в случае оценки «ноу-хау» уникальной технологии производства какого-либо продукта или, например, заброшенного в тундре склада запасных частей для импортных трубоукладчиков. Иначе говоря, нам всем хотелось бы получать как можно более точные оценки стоимости, однако существуют объективные границы достижимой точности этих

⁷ Однако следует иметь в виду, что даже при отсутствии субъективных факторов, влияющих на оценку, общая погрешность определения величины оцениваемой стоимости будет определяться не только погрешностями входных параметров расчетной модели, но и особенностями самой модели.

оценок, и переход за эти границы (в направлении увеличения точности оценки) не может быть объективно обоснованным. Получение более точных оценок (по сравнению с существующим «люфтом рынка») возможно лишь на основе сужденческой парадигмы с учетом используемых определений базисов стоимости и на основе доверия профессиональному мнению оценщика, основанному на его опыте и знаниях.