А.И. Артеменков,

Член Комитета по методологии и
стандартам оценочной деятельности НСОД,
Член кафедры экономических измерений ГУУ

История развития методологии профессиональной оценки капитала[1]

В этой статье предполагается предложить взгляд на эволюцию методологии, техник и принципов оценочной практики.

Начиная с XVIII в. практикой стоимостной оценки занимались профессия «землемеров» (surveyors). В то время как многие землемеры специализировались на составлении землемерных карт, были и такие, которые занимались исключительно маклерским делом, от которого было рукой подать до стоимостной оценки. Имеются исторические исследования, которые проникают в практику стоимостной оценки недвижимости в период колониального процветания в Северной Америке на заре создания США (J. Boykin, 1976). Следует сказать, что сохранившиеся от того периода документы, сертифицирующие результаты оценки имущества, свидетельствуют о достаточно примитивной калькуляционной практике – по сути дела они представляют собой суммирование в колонку разных составляющих частей имущества и сопровождаются подписью «землемера».

Зарождение оценочной методологии: оценочные понятия, подходы и принципы

---

[1] **Автор выражает огромную благодарность Ж.А. Козловской, руководителю Одесского Института Экспертизы и Управления собственностью, за возможность представить данную работу на конференции Института, состоявшейся в г. Одессе 7-9 сентября 2009г. , а также Российскому Обществу Оценщиков за проявление интереса и обеспечение условий для проведения фундаментальных исследований в области теории оценки стоимости.**

Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1502804

Известно, что стимул к проведению регулярной оценки капитала и некой формализации ее практики «землемерам» дало становление открытых акционерных обществ, которые составляли регулярную бухгалтерскую отчетность и нанимали «землемеров» для проведения переоценок их имущественного комплекса, в т.ч. машин и оборудования. Например, в бухгалтерских исследованиях, относящихся к Англии, имеются свидетельства о процветании практик по оценке имущественных комплексов индустриальных предприятий и шахт с 1860-ых годов, которые шли как переоценки и включались в баланс (т.е. иногда применялась концепция учета имущества по справедливой стоимости). Такие оценки проводились по доходному подходу с использованием метода капитализации с бесконечным или ограниченным количеством «годов покупки» (T. Baldwin, R. Berry, 1999). Многие британские инженеры XIX в., которые занимались переоценками имущественных комплексов и оценкой инвестиционных проектов, таких как добыча угля, руды и пр., оставили нам некоторые примечательные методы капитализации доходов. Например, Инвуд предложил свои таблицы капитализации (метод Инвуда) в 1811 г., а Хоскольд в 1877 г. (M. Fuhrer (1944))[2].

В дореволюционной России при оценках сельскохозяйственных земель также использовалась капитализация дохода, обычно бесконечным аннуитетом под 5%. (Тарасевич Е., 1998)

Однако, несмотря на относительную развитость самих технических процедур стоимостной оценки капитала к началу 20в., какая-либо единая методология оценки отсутствовала, т.е не имелось *взаимоувязанного* комплекса

---

[2] Первые таблицы капитализации аннуитетов появились в 1613 г. и были составлены J. Witt'ом. К эволюции этих таблиц впоследствии руку приложили Э. Галлей (открыватель одноименной кометы), сэр Исаак Ньютон. и пр. Так что Инвуд к своему времени опирался уже на солидную математическую традицию таких таблиц. Об истории таблиц капитализации см. M. Tipping (2006) http://www.fig.net/pub/fig2006/papers/ts76/ts76_04_tipping_0373.pdf

Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1502804

понятийного, методологического и технического аппарата, укорененного в какой-либо явной общеэкономической теории. Чтобы проследить возникновение такого комплекса нам надо обратиться к опыту США и становлению отдельной оценочной профессии в этой стране в период Великой Депрессии 1930-ых.

Обращение к такому опыту является сознательным решением. Как будет рассматриваться, методология стоимостной оценки в России в начале 1990-ых годов возникла под непосредственным влиянием американской школы. На первых курсах оценки, организованных Российским Обществом Оценщиков (РОО) с 1994г., инструктаж велся по переводам американских текстов. Популярность впоследствии получили переводы американских учебников Фридмана и Ордуея (1995) и пр., на которых по-прежнему основываются изложения методологии оценки современных отечественных авторов (Тарасевич, Грибовский и пр.). Контакты с британской оценочной школой начали строиться лишь начиная с 1999 года, а первый переведенный учебник по методологии профессиональной стоимостной оценки, написанный британскими авторами (S. Sayce et al., 2006) выходит в свет под эгидой РОО лишь сейчас.

В целом в мире около 80% набора знаний по профессиональной оценке (статьи, книги, стандарты и отчеты) базируются на американской традиции. Такая практика и методология (на уровне процесса оценки и техник оценки) преобладает в таких странах как: Канада, Мексика, Страны Южной Америки, Япония, Китай (J. Lawson, 1999), мы добавим сюда и Россию. Не следует преувеличивать степень различий между британской и американской практиками. Считается, что британская практика в значительно большей степени основывается на юридических традициях и прецедентах судей. Но это в равной степени справедливо и в отношении американской практики, особенно в ее первые годы. Британская практика уделяет большее внимание практическим расчетам (техникам) и инженерным вопросам, в то время как в

американской практике большее сознательное значение всегда предавалось методологии в широком смысле (по крайней мере, на фундаментальном уровне), а техники рассматриваются как производный элемент от методологии. Британская практика до последних десятилетий являлась более позитивистской и практически ориентированной, но под воздействием требований бухгалтерских измерений с 1970ых годов и после появления первых стандартов оценки RICS (примерно в то же время) стала значительно более изощренной. С 1990-ых годов в ней широкое развитие получило направление «измерения ценности», в обиход также стремительно вошли метод ДДП и пр. техники и термины финансовой оценки (ИФО). Поэтому различие между школами оценки – американской и британской – быстро стирается, хотя по-прежнему остаются некоторые лингвистические различия в терминологии, не связанные со смыслом. Главное же следует помнить, что многие таблицы и приемы прямой капитализации доходов были развиты британскими математиками и инженерами в XIX в., поэтому американская школа оценки фактически остается ветвью в развитии британской школы. Различия между ними -- поверхностны. Но, как говорят, все обобщения опасны – кроме предыдущего и следующего:

Если все же требуется указать на самое главное отличие, нам оно представляется в следующем: за последние 40 лет после позитивистской революции, произошедшей в ее недрах, американская школа профессиональной оценки вплотную породнилась с представлениями Инвестиционно -финансовой оценки (ИФО) и, в целом, с финансово – экономическим модерном, принципы, гипотезы и подходы которого она стала рассматривать как образец для подражания и высший пилотаж (A. Artemenkov, G. Mikerin & I. Artemenkov (2008)). В то же время в британской практике процесс подражания ИФО был значительно менее активным, тем самым британская школа до сих пор поддерживает свою сознательную обособленность от традиций ИФО и стремиться вести поиск

принципиальных различий между ее взглядом на *реальный* рынок и вменениями принципов *идеального* рынка, которым занимаются в ИФО. Представляется, что последствия позитивистской революции во многом ослабили привлекательность американской школы, и начинают снова передавать эстафету лидерства и оригинальности британских исследователям.

В то же время история развития методологии в американской школе значительно лучше задокументирована, и в США имеются специальные посвященные ей журналы, такие как The Appraisal Journal, издаваемый с 1932 г. В Великобритании (и в Евросоюзе в целом) специализированные журналы по профессиональной стоимостной оценке отсутствуют. Даже В. Черчиллю, военному премьеру Великобритании, когда ему в 1965 г. захотелось изложить свои мысли о смысле оценочной профессии, пришлось публиковать их в американском The Appraisal Journal, чтобы достичь большей аудитории.

Известны также немецкая оценочная традиция, однако она во многом полагается на законодательные принципы и техники оценки при определении стоимости и ставок капитализации. Немецкую традицию в методологии оценки можно охарактеризовать как в высшей степени эмпирическую традицию, даже в таких, казалось бы, антипозитивистских вопросах как стоимость ипотечного кредитования (MLV) она полагается на исторические ценовые ряды, уходящие на десятилетия в прошлое.

В силу указанных обстоятельств при анализе истории методологии профессиональной стоимостной оценки нам приходиться полагаться в первую очередь на первоисточники и мнения американских авторов.

Основополагающие этапы формирования современной теории оценки в

США имели место вслед за Великой Депрессией '30-ых годов, - в период, в который наблюдался всеобщий крах цен, и, в особенности, цен на недвижимое имущество и на фондовом рынке.

Именно в этот период неразберихи и кризиса зародился Американский Институт Оценщиков Недвижимого имущества (AIREA – ныне The Appraisal Institute), взявший на себя формирование практики и методологии оценочной деятельности (в целях "прививания знания, честности, а также справедливого и аккуратного суждения о стоимости недвижимого имущества 3") -- которая должна была внести свою лепту в то, чтобы такой период экономического опустошения, как в Великую Депрессию, больше бы никогда не смог повториться. Как отмечает J. Dorchester (2007) и Parli (2007), основатели оценочной профессии в США вполне четко признавали последнюю цель как центральную миссию своих усилий по становлению этой профессии, т.е. с самого своего начала оценочная деятельность имела четко выраженное измерение публичной профессии: у нее имелся мандат служить делу стабильных цен.

Продвижение этих намерений потребовало создания целостной методологии стоимостной оценки, которая стала укоренена в концепции трех подходов и оценочного процесса.

ТРИ ПОДХОДА

Процедуры оценки существовали и до '30-ых годов, но именно в это время AIREA наделила своим признанием то, что теперь расценивается как три подхода к оценке, и включила их в рамки своих образовательных программ.

---

[3] До 1950-ых годов теория и методология стоимостной оценки развивались лишь в контексте этого направления (недвижимое имущество). Первая получившая широкое признание работа по теории оценки в сфере финансовых активов (ИФО) была книга Вильямса 1938 г. «Теория инвестиционной стоимости». (см. Rubenstein (2006)).

По мнению W.Kinnard (1966), теория «трех подходов» получила развитие прежде всего потому, что имелось и до сих пор существует несколько концепций «стоимости». Данное слово используется в различных значениях, поскольку в каждом случае в его основе лежат разные идеи». Между тем представляется, что причиной концепции трех подходов послужили вполне конкретные экономические обстоятельства, связанные с Великой Депрессией. До этого периода оценщики доверяли имеющимся на рынке недвижимости ценам и не особенно задумывались о возможности наличия ценовых пузырей. Простое отражение цен, наблюдаемых на рынке, не вдаваясь в вопросы их фундаментальной обоснованности, признавалось вполне адекватной концепцией оценки. Согласно R. Parli (2007), до 1930-ых годов “обычно стоимость единого объекта имущества представляла собой рассчитанные инженером величины затрат плюс некоторая идея брокера по недвижимости о стоимости земли – как правило, без документации, которая бы подкрепляла эти мнения. Такая оценочная практика не выглядела бы впоследствии столь плохо, если бы инфляция 1920-ых годов продолжилась вплоть до 2-ой мировой войны». Такая же практика, когда в оценке участвовали земельный брокер и инженер по зданию и их результаты складывались, признавалась банками. Лишь Стандарты этики AIREA к 1933 г. содержали ограничения на такие не увязанные («фракционные») оценки. (B. Closser, 2007).

Однако, резкое падение цен на жилье в США, сопоставимое с теми темпами, которые наблюдаются в текущий кризис, поставило оценщиков перед вопросом: какой смысл имеется от простого преломления цен в отчетах, когда в них способна проявляться такая масштабная нестабильность? Банки - как потребители многих оценок – также встали перед схожим вопросом по мере того, как прежде дорогие залоги растаивали в ценовом плане у них на глазах, и для них концепция фундаментальной стоимости, укорененной в затратах, смотрелась весьма привлекательной. Кроме того, следует

вспомнить маршаллианскую методологию рыночного анализа цен, основанную на трех периодах рыночного функционирования. В долгосрочном периоде и в условиях конкуренции, как он отмечал, цена воспроизводимых ресурсов стремиться к затратам на них.

Поэтому у американских основателей оценочной профессии появилась убежденность, что простое отражение текущих цен (на депрессивном рынке) не является достаточно обоснованным --- особенно в условиях, когда неоклассическая экономическая теория оперировала тремя рыночными горизонтами и соответствующими наборами ценообразующих факторов для них («ножницы Маршалла»). Было выдвинуто мнение, что отражение цен (сравнительный подход) оценщики, поэтому, должны проводить в контексте некоторой рыночной модели (аналогией являются похожие сегодняшние дебаты в контексте справедливой стоимости у бухгалтеров между «привязкой к рынку» и «привязкой к модели»). Одной из таких моделей являлась модель основанная на затратах (затратный подход), другая -- модель прогнозирования и капитализации доходов (доходный подход). При этом полагалось, что результаты таких моделей должны накладывать модулирующее воздействие на отражаемые по рынку цены. Такое воздействие было предложено учитывать с помощью процедуры согласования (т.е. чисто оценочного процедурного изобретения, которого в экономической теории до этого не было известно). В результате такого процесса согласования получался компромиссный результат: «рыночная стоимость», т.е. не текущая цена на рынке, но и не какая-либо чисто модельная стоимость. Вот как эту ситуацию характеризовал А. Пирсон (2008):

«Первые преподаватели по оценке недвижимости [а первые курсы по оценке имущества начались проводиться AIREA летом 1935г., среди прочего, на базе Чикагского Университета] в значительной степени полагались на

неоклассическую экономическую теорию[4]. Ричард М. Хант и Фредерик М. Бабкок считали, что рыночная стоимость недвижимости является функцией спроса и предложения на горизонте долгосрочного равновесия. В рамках таких условий рыночная стоимость представлялась как *нормальная цена* (normal price) [термин из «Принципов экономики» А. Маршалла[5]]. При этом *рыночная цена* (market price) могла отклоняться от нормальной цены, считавшейся рыночной стоимостью. Таким образом, рыночную стоимость следует выводить из рыночных цен, но и она имеет *этическое* основание, базирующееся на *справедливой* цене[6]. Именно в рамках таких обстоятельств зародились три подхода к оценке стоимости: подход сравнения продаж, затратный подход и подход капитализации дохода».

Следует сказать, что первые кодификаторы теории оценки не абсолютизировали доктрину трех подходов в какой-либо степени, а содержание курсов AIREA всегда было ведомо популярными на соответствующий период учебниками. Считается, что первый общий учебник в США по оценке имущества был написан Ф. Бабкоком (F. Babcock) в 1932 г., и эта работа представляла собой признанную кодификацию теории оценки, которую фактически можно было применять ко всем типам имущества и доносить до студентов. В этом учебнике Бабкок выделил

---

[4] Например, Marshall A. The Principles of Economics (London: MacMillan, 1925), Richard Hurd, Principles of Urban land values (New York: Real Estate Record assoc., 1903), Herbert Dorau and Albert Hinman, Urban land Economics (New York: Macmillan, 1925); Frederick M. Babcock, The Valuation of Real Estate (New York: MacGraw-Hill, 1932).

[5] *Marshall A.* The Principles of Economics. London: MacMillan, 1925.

[6] Это высказывание подчеркивает, что процедура согласования подходов по своей методологической сущности задумывалась как имеющая прежде всего этический смысл, т.е. она подразумевает этическое суждение о том, как вознаграждать владельца имущества: по затратам на объект, по ожидаемым доходам от него, или так как обычно вознаграждают по рынку? Впоследствии, после позитивистской революции в теории оценки в 1960 - 70ых годах, такой взгляд на осмысление этой процедуры был утрачен. Любые выщелоченные по научному «веса точности» упускают эти соображения из виду.

несколько техник оценки имущества (а именно 7), но для разных типов имущества, также классифицированных им (например, жилищное, инвестиционное и пр.), наиболее приемлемой все же признавалась какая-то одна конкретная техника. Несмотря на это, в целях удобства изложения он предложил классификацию техник оценки в одну из трех групп-методов, именуемых как “метод рыночного сравнения”, “доходный метод”, “метод затрат замещения”, при этом «доходный метод» включал 4 техники, а «метод рыночного сравнения» всего одну. Такая структурная классификация дала впоследствии повод абсолютизированной доктрине трех подходов. Вряд ли следует думать, что сам автор разделял такую доктрину. Например, он отмечал, что доходный метод следует использовать «когда возможно, как предпочтительный подход». Вот выдержка из его работы (Babcock, 1932, цит. по R. Parli (2007)):

«Теоретический метод оценки начинается с изучения будущей полезности имущества – т.е. с прогнозирования отдач, ожидаемых от целой производительной единицы [всего объекта], -- при этом отдачи на землю, в соответствии с ее наиболее эффективным использованием, признаются остаточными, или же, если здание не представляет собой наиболее эффективного использования земли, остаточными наоборот признаются отдачи после учета отдачи на землю. Метод [оценки], с помощью процесса дисконтирования, далее разворачивается в том направлении, чтобы рассчитать приведенную стоимость чистых отдач, при этом отдачи на здания учитываются на протяжении ограниченного срока службы здания, в то время как отдачи на землю распространяются на бесконечность. При таком методе стоимость здания определяется так, что прогнозируемая будущая отдача от здания обеспечивает одновременно как процент [чистую прибыль] так и возмещение капитала на протяжении срока службы здания. Все ставки определяются по рынку»

Среди прочего, считается, что заслугой учебника Бабкока являлся его упор

на неоклассическую экономическую теорию в процессе оценки. До этого времени оценщики полагались на элементы классической экономической теории стоимости -- что стоимость зависит от затрат, вовлеченных в процесс производства – и преимущественное распространение имела та практика, которая стала именоваться затратным подходом (суммирование затрат на землю и улучшения). Напротив, можно отметить, что неоклассическая терминология (упор на «полезности» и пр.) явно прослеживается в вышеприведенной цитате из Бабкока.

Рыночная стоимость

К 1938 г. по мере развития своих курсов AIREA подготовила более детальное пособие под редакцией Шмутца (G. Schmutz, 1938). В этой работе исследовался ряд определений рыночной стоимости (РС)– концепции, которая также требовалась судами при обращениях с имуществом и государственном изъятии, и, одновременно, концепции, которая была положена основателями оценочной профессии в основу ее понятийного аппарата и стала фокальной точкой профессиональной деятельности оценщика. К 1930-ым годам в судебной системе США накопилось более 200 определений рыночной стоимости. Любопытное исследование всех этих определений, которое позволяет нам пролить свет на генезис и изначальное смысловое намерение этого понятия, было предпринято P. Hanson (1933).

Его анализ позволяет понять, что все элементы текущего определения рыночной стоимости (как в современных циркулярах американских агентств по имуществу в США, так и в российском федеральном определении РС, основанном на прежних USPAP) были известны и отмечались уже в то время. Лишь один принципиальный отличительный акцент имелся в составе этой концепции и делался на том, что «рыночная стоимость – это *наибольшая* [расчетная] цена, по которой….». Но под влиянием позитивистской революции в методологии оценки, эти первые слова в определении РС сменились в начале 1980-ых годов, и рыночная стоимость стала определяться

через «наиболее вероятную цену…». Единственное прочее отличие от текущего фразеологического подхода к этой концепции, которое мы можем выявить, состоит лишь в том, что игнорируются соображения об уровне «типичного долгового финансирования», которые, впрочем, и по-прежнему продолжают игнорироваться в российском определении РС, но не в американской практике, где долговая революция произошла значительно раньше, чем она происходит в России.

Plus ca change… Поэтому выводы исследования Hanson (1933) звучат весьма актуальными и для современного времени:

«Практически представляется, что наши суды уделили очень большое внимание определению «рыночной стоимости» как таковой, и очень малое внимание концепциям стоимости [экономическим концепциям, лежащим в ее основе] – с тем результатом, что этот термин стал банально-избитым и путанным по своему содержанию. Причины этого очевидны. В прошлом для определения рыночной стоимости суды в значительной степени полагались на сделки. Эта практика безусловно стала обиходной исходя из той теории, что затраты и стоимость, и цена и стоимость являются одной и той же «вещью».

Возможно было бы лучше, если бы мы полностью отошли от этого термина. Но это едва ли возможно, потому что в течение длительного времени он был в моде и заключен в законы и подзаконные положения. Однако, поскольку рыночная стоимость на долгосрочном горизонте имеет тенденцию сходиться к стоимости в использовании [use value], представляется, что этот термин может быть прояснен в своем юридическом определении так, чтобы он более близко соответствовал нашим принятым экономическим концепциям стоимости. Нам не столько интересно знать, за какую сумму имущество продается, сколько мы хотим узнать об его способности приносить выгоды [в самом широком смысле]. Совершенно точно, что стоимость основывается на чем-то более глубоком, чем простой шанс или случай имущественной

сделки.

Это не такой большой шаг. Возможно, его удастся осуществить небольшой модификацией термина «рыночная стоимость». В наших попытках определить его мы, кажется, сделали слишком большой акцент на значении слова «рыночная», будто рыночная часть термина является более важной, чем его стоимостная часть. На первый взгляд представляется, что простая фраза-дополнение как, например, «основанная на его способности приносить выгоды» могла бы прояснить нашу оценочную мысль и дать нам приемлемое определение, которое удовлетворит всем юридическим требованиям и в то же время удовлетворит нашим [экономическим] представлениям о стоимости. Этот термин тогда будет звучать как «*рыночная стоимость, основанная на способности имущества приносить выгоды»*…Это изменение отдалит нас от термина «рыночная стоимость». Так и должно быть, ведь, в конце концов, мы не оцениваем рыночную стоимость, мы оцениваем то, *каковой должна быть рыночная стоимость*».

Таким образом, мы обнаруживаем, что в 1933 г. был впервые озвучен механизм квалификаторов к оценочным определениям видов стоимости, который был впервые реализован в стандартах МСО в 2007 г… В то же время здесь примечательна весьма антипозитивистская интерпретация понятия рыночной стоимости. По-простому говоря, рыночная стоимость не есть текущая цена сопоставимых продаж, а нечто большее: нечто более устойчивое, более фундаментально и экономически обоснованное и этически/социально приемлемое. Многие имеющиеся свидетельства указывают на то, что во время Великой Депрессии такая интерпретация РС являлась скорее правилом, нежели исключением: цены на депрессивных рынках не отражают рыночную стоимость имущества, хотя то же относиться и к любой другой фазе рынка.

Таким образом, чистое понятие рыночной стоимости, которое бытовало в то время, оказывается по своей внешней фразеологической форме весьма похожим, но по осознанию сути весьма далеким от нас -- от того, что понимается под ним в настоящее время в общепринятых позитивистских интерпретациях, выдержанных в стиле «рыночная стоимость -- есть цена…». Но именно на это понятие в его непозитивиском смысле основатели оценочной профессии возлагали большие надежды – надежды на роль оценщика как арбитра цен, а не слепого отражателя рынка…

Становление принципов оценки

В учебнике Шульца 1938 г. помимо рыночной стоимости большое внимание уделялось принципам оценки. Механическое перечисление принципов (принцип наиболее эффективного использования, принцип избыточной (остаточной) продуктивности, принцип ожидания, и т. д.) появилось позже. К 1975 г. Rams'ом (одним из родственников Шульца) было систематизировано 15 принципов.[7] Шульц же всегда сосредотачивался на большой картине. Например, работу Shultz (1948) он открывал со слов, что «со времени Норманнского завоевания (1066г.) и до настоящего времени эволюция англо-американской системы стоимости и оценки стоимости прошла три этапа: сельскохозяйственный, коммерческий и индустриальный, а профессия оценщика связана с проявлением третьего этапа», а завершал ее словами: «Будущий прогресс в сфере стоимостной оценки лежит не в дальнейшем развитии математических техник, он будет заключаться в открытии и осознании отношений между людьми и их средой». Чтобы понять, о каких отношениях шла речь, приведем следующую выдержку из середины этой работы: «Он [оценщик] должен понимать характер вовлеченных сил и иметь знание стратегий и тактик наций, которые они преследуют в направлении или избегании трех основных сил власти: власти

[7] Полный перечень этих принципов см. в J. Dorchester (2007)

пропаганды, или убеждения; голой власти, или военной силы; и экономической власти, или владения природными ресурсами». Недвижимое имущество существует десятками лет, и оценщик должен, поэтому, обладать властью предвидения, превосходящей слепые силы рынка, должен смотреть, как минимум, на один шаг далее его участников. Либо от его услуг будет малая польза. Например, Шульц проводит разграничение между «долгосрочной стоимостью» и «краткосрочной стоимостью» и, учитывая его, отмечает, что для ряда заказов явно имеется потребность в оценке «долгосрочной стоимости» (оценка залогов для банка) и в том, каковой она «должна быть», чтобы банки проводили сбалансированную политику по объему кредитов.

От такого проницательного автора едва ли ускользнула концепция ликвидностного ценообразования[8]. Действительно его работу (Shultz &

---

[8] Под научно-исследовательской программой Ликвидностного ценообразования (НИП ЛЦ) в данном контексте понимается то же, что под этим термином подразумевается в работах И. Лакатоса (Lakatos), и этот термин близок к исследовательским «парадигмам» в терминологии Р.Куна (Blaug, 1992). НИП ЛЦ в своей сущности представляет собой внедрение изначально развиваемых в макроэкономическом контексте монетаристских идей в микроэкономический уровень рыночного анализа. Тем самым НИП ЛЦ представляет собой альтернативу как традиционной неоклассическо- модерной НИП в области теории оценки стоимости, так и альтернативу НИП поведенческих финансов. Ключевым тезисом НИП ЛЦ является тезис о не-нейтральном влиянии денег на процессы рыночного ценообразования и стоимостную оценку, а слово «ликвидностное» в словосочетании «ликвидностное ценообразование» следует понимать именно как прилагательное, образованное от слова «ликвидность» в смысле «деньги», поэтому развернуто-пояснительное обозначение «ликвидностного ценообразования» можно было бы давать как «анализ ценообразования с учетом эффектов влияния денег».

Для классических и неоклассических традиций исследований в теориях стоимости и оценки стоимости было весьма характерным пренебрежение активной ролью денег в процессах ценообразования. Как правило, считалось, что выраженные в деньгах цены или стоимости отражают фундаментальные свойства оцениваемых объектов, а не динамические свойства самого денежного измерителя (денег). Вершиной такого нейтрально-денежного мышления для финансовых рынков явилась т.н. модерная теория финансов (modern finance theory) с ее важным строительным блоком, основанным на гипотезе эффективного рынка (efficient market hypothesis), в соответствии с которой предполагается, что цены на рынке отражают «всю значащую информацию» о торгуемых объектах, и поэтому носят осмысленный фундаментальный характер. Однако, в связи с современной ролью кредитных денег в процессе ценообразования капитальных сделок, становиться понятным, что цены являются не магическим оракулом «всей информации», а лишь средством централизованного управления рынком в целях получения максимальной выгоды с помощью т.н. ликвидностных эффектов.

Пример силы ликвидностных эффектов на рынке сделок с непубличными бизнесами:

На рынках венчурного частного капитала США («private equity») при выкупе бизнесов (middle market buyouts) до текущего кризиса характеристикой старших кредиторов (senior lenders) являлась выдача кредитов в сумме 5-6 кратной EBITDA (валовой прибыли) у выкупаемого бизнеса, а доля кредита в общей сумме сделок составляла, в среднем, 48%. Ныне, в ходе кризиса, политикой банков в таких сделках стала

McCormick (1934)) можно рассматривать как первую в профессиональной оценочной литературе артикуляцию этой концепции. Основываясь на количественной теории денег, он приводит следующую формулу: Цена = Кредит ÷ производство. При этом Щульц объясняет ключевое различие между ценой и стоимостью следующим образом: «Рыночная цена (market price) – это то количество денег, которое имущество может принести в обмене, например, 6000 долларов. Рыночная стоимость (market value) - это то количество товаров, которое имущество может принести в обмене в данный момент, например 6000 единиц товаров, таких как 6000 бушелей зерна. Оправданная цена (warranted price) – это то количество денег, выраженное в терминах долларов, которое для того или иного человека будет оправданно заплатить за будущие выгоды (чистый доход), принимая во внимание ожидаемые изменения стоимости [покупательской способности] денег (мы бы ее назвали сейчас «инвестиционной стоимостью»)». Далее Шульц отмечает, что в периоды резких ценовых изменений цены могут сильно меняться, а стоимости почти нет (т.н. нейтральная инфляция): «Фактически, стоимостные отношения между товарами изменяются не столь сильно, хотя цена, получаемая за них, может варьироваться широко… это происходит не столько в силу изменений в количестве денег, сколько в силу изменений количества кредита и скорости его циркуляции (цикла)». Шульц обращает внимание, что фактически оценщик имеет дело только с ценами, а не со стоимостями (в его смысле) и на основе формулы количественной теории денег предлагает процедуру предсказания будущего индекса цен (и, поэтому, арендной платы и будущих цен имущества -- в предположении, что

ориентация на 2,5-кратные пропорции кредитования к EBITDA, и, предполагая долю банковского кредита в сделке на прежнем уровне, характерном для докризисного периода, это позволяет сделать прогноз мультипликаторов цен, по которым будут выкупаться такие бизнесы в будущем (т.е. что цены капитала на данном рынке упадут в два раза). Тем самым, при таком подходе НИП ЛЦ, причина падения цен сделок с бизнесами просматривается, прежде всего, в банковской политике по созданию кредитных денег и выводу их под сделки.

стоимости, т.е. стоимостные пропорции в структуре экономики, не меняются). Один из выводов Шульца (Shultz & McCormick (1934)) является столь же уместным сейчас, как он был в момент написания работы: «Развитие оценочной процедуры было заторможенным из-за того факта, что очень многие оценщики не способны проводить различия между ценой и стоимостью. Действительно, многие оценщики не знают, выражают ли они свое мнение о рыночной цене, т.е. о том количестве денег, которое имущество принесет на рынке, или об оправданной [инвестиционной] цене, т.е. о той сумме денег, которую кем-либо будет оправдано заплатить, учитывая будущие выгоды. Судя по состоянию дел, среднее мнение, выражаемое оценщиком, представляет собой в большей или меньшей степени гибридное согласование различных целей, для которых может делаться оценка». Из чего видно, что уже в то время оценщики имели тенденцию зашоривать для себя сущность согласования трех подходов -- так и не определившись со своей аффилированностью в контексте континуума циничности между ценами и стоимостями, предложенного О. Вальдом[9].

Но главный принцип оценки, который был провозглашен в учебнике Щульца (1938) – это принцип изменения. И по тому, как он интерпретировался им, этот принцип относиться, прежде всего, не к изменению самого рынка или имущества, а к неизбежному изменению методологии оценки со временем под воздействием общей среды.

Развитие методологии стоимостной оценки за годы и после Великой депрессии

Далее мы рассмотрим, под какими общими влияниями находилось развитие методологии оценки в годы после ее становления как независимого профессионального института. "Жизнь закона не заключена в логике: она

---

[9] «Циник- лицо, которое знает цену всему, а стоимость -- ничему».

связана с опытом. Назревшие потребности времени, распространенные моральные и политические теории, явно выраженные или неосознанные интуиции государственной политики, даже предубеждения, которые судья разделяют наравне с остальными" – отмечал известный американский юрист О.В. Холмс, размышлявший о многих вопросах, связанных со стоимостью имущества. (Gibbons, 1972)

Опыт Великой депрессии с ее экономическими препятствиями существенно повлиял на поток развития методологии. Техники затратного подхода стали восприниматься как менее предпочтительные. Затраты всегда признавалась как индикатор стоимости, поскольку, как прежде всего кажется, именно затраты на создание какой - либо вещи создают впечатление об ее стоимости. Однако, вопрос об осуществимости проектов строительства был главной проблемой в годы депрессии, то есть, будет ли существовать достаточный платежеспособный спрос, покрывающий затраты на строительство. Хотя затраты на создание чего-либо могли быть с готовностью вычислены, то, действительно ли будет существовать достаточный спрос, чтобы преобразовать затраты в стоимость, всегда оставалось сомнительным. Был доступен значительный капитал, но он был сосредоточен в руках только маленькой группы инвесторов, вера которых в будущее была сильно покорежена недавним крахом рынка. Существовало обильное предложение объектов недвижимости, но на них имелся лишь небольшой спрос и подчас не было даже никакого спроса, в связи с этим наблюдалось явное нежелание рисковать вложениями денег, чтобы обслужить затраты на строительство имущества.

Согласно J.Gibbons (1972) законченный жилой дом вместе с землей продавался бы в начале 1930-ых годов, скажем, за 3 500 $ и при этом имелось не много желающих приобрести его. В то время земля представляла лишь 10% или даже меньше от совокупной стоимости дома.

Хотя данные рынка, типа свежих продаж сопоставимых объектов, были

хорошими индикаторами стоимости имущества, на протяжении '30-ых годов активность рынка была фактически нулевой. Активность рынка, которая все же имелась, вообще говоря, была связана с продажей залогов и подразумевала необычные сроки и условия. Помимо продаж отчужденного имущества, рынок был весьма бездействующим и чрезвычайно трудно отслеживаемым.

На протяжении всего этого периода депрессии даже индивидуальные дома часто оценивались доходным подходом. Банки и страховые компании получили в собственность сотни тысяч заложенных жилых объектов, и, поскольку на рынке наблюдался лишь небольшой контингент покупателей, такие объекты предлагались к сдаче в аренду. Таким образом, наблюдались тысячи сделок аренд с индивидуальным жильем, и оценщик мог легко установить рыночную арендную ставку для имущества. Соотнесение таких арендных плат с немногими продажами, которые все же имели место, позволяло получить диапазон арендных мультипликаторов. Вследствие широкого охвата и детальности информации, доступной об аренде, такие мультипликаторы часто расценивались как лучшие индикаторы для получения рыночной стоимости.

Следует помнить, что основная озабоченность во время основания профессии - в '30-ые годы -- заключалась в большой вероятности снижения цен на имущество. Такое снижение было первичным беспокойством в умах тех, кто формулировал процедуры оценки, поскольку эти люди пережили не только снижение, но и полнейший крах стоимости имущества (темпы снижения цен на имущество в США соответствовали тем, которые наблюдаются при текущем кризисе – около -30% в год). Требованием первой срочности, на которое оценщики дали ответ в течение формовочного этапа теории оценки, явилось создание твердой основы процедур оценки для того, чтобы недвижимое имущество смогло надлежаще оцениваться и впоследствии торговаться в условиях уверенности или меньшего беспокойства. И

первичными факторами, которые должны были создать такую гарантию и веру в будущее, а также позволили бы недвижимому имуществу стать эффективно торгуемым товаром, явились подходы к оценке, которые признавали и явным образом учитывали снижение стоимости.

Фундаментальное изменение в мышлении в плане финансового взгляда на недвижимое имущество произошло в течение этих первых лет деятельности Института Оценки (AIREA). До Великой Депрессии ссуды под залог недвижимости обычно выдавались на шаровом (безамортизационном) основании, поскольку экономические условия того времени вряд ли оправдывали какую-либо иную практику на фоне больших экономических надежд и спекулятивных ожиданий. Однако, с внезапным крахом рынка в '30-ых годах и снижением стоимостей обнаружилось, что существующие по ипотекам непогашенные балансы платежей далеко выходили за рамки тех цен, которые могли бы быть получены от продажи заложенного имущества. Поэтому в залоговые договора стал внедряться элемент амортизации (т.е. плавного погашения тела ссуды). Цель состояла в том, чтобы обеспечить амортизацию ссуд с таким темпом, который бы соответствовал ожидаемому снижению стоимости имущества, -- основное предположение при этом было таким, что стоимость недвижимого имущества в будущем лишь только могла продолжить уменьшаться.

Обесценивание (амортизация), часто определяемое как потеря цены/стоимости под действием любой причины, таким образом, стало центральным вопросом в методологии оценки. Внимание было сосредоточено на проведении различия и описании всех возможных его причин -- физических, функциональных и экономических, и взвешивании их прошлого и вероятного будущего влияния на стоимость (Gibbons, 1972). Представление о снисходящем движении стало особенно важным в оценке доходоприносящего имущества, поскольку инвестор был, прежде всего, озабочен двумя целями: получении конкурентной отдачи на свои деньги,

пока они будут в деле, и возврате своих денег по истечении ожидаемого остающегося «срока жизни» инвестиции. В свете безусловного принятия тех представлений, что стоимость может только снизиться, было существенным встроить в процесс капитализации элемент «возмещения» (recapture), который в ранние годы оценочной методологии был известен как будущее обесценивание имущества (future depreciation). Но поскольку термин «обесценивание» (depreciation) широко использовался для обозначения потери стоимости в прошедшем времени, то есть, по отношению к накопленному обесценению, термин "возмещение" стал использоваться для обозначения будущего обесценивания.

В то время как вариант доходного подхода на основе (валового) рентного мультипликатора активно использовался для оценки индивидуального жилого имущества, для оценки инвестиционного имущества были развиты и широко использовались методы остаточного срока службы здания (building residual techniques), такие как метод Ринга, в которых капитализация дохода от здания (обычно с негативной динамикой) осуществлялась в течение предполагаемого срока физической службы здания.

Учитывая атмосферу '30-ых, не удивительно, что в ходу были такие практики как техника остаточного срока службы здания. В этой технике предполагается, что стоимость земли остается неизменной, и проблема возмещения капитала имеет отношение лишь только к улучшениям в форме здания (Babcock, 1934). Поскольку, в огромном большинстве случаев стоимость земли характеризовалась низкой долей в совокупной стоимости имущества -- часто 10 % или меньше, -- даже если представление об устойчиво неизменной стоимости земли и не было полностью правильным, этот вопрос касался по сути лишь только 10 % от вовлеченных в оценку проблем. Однако имелись достаточные основания в поддержку убеждения, что стоимости земли останутся постоянными – предложение земли было великим, а спрос скудным. В это время, когда спрос являлся ключевым

фактором, предполагалось, что цена, о которой удалось договориться и заплатить за землю, представляет собой достаточно устойчивый твердый уровень, подкрепленный долгосрочной стоимостью. Конечно, никто не предвидел в то время инфляции и бума стоимости земли, поскольку с точки зрения спроса и предложения не имелось никаких признаков любого потенциального дефицита земли, который бы заставил стоимости повышаться.

Техника остаточного срока службы для зданий предполагает, что инвестор должен получить конкурентную процентную отдачу на вложенный капитал и возмещение (на прямолинейном или ином основании в течение остаточной продолжительности срока службы улучшений) той суммы, которая инвестируется в построение улучшений (F. Babcock, 1934). Из-за обычно высокого вклада самого здания в полную стоимость объекта возмещение, таким образом, стало критическим элементом при оценке инвестиционного имущества. Являлось существенным, особенно вслед за событиями Великой Депрессии, чтобы процедура оценки отражала жесткие гарантии того, что инвестор сможет вернуть себе свои деньги в разумно быстрые сроки. Следовательно, первоначально особенно простой в плане применения была концепция прямолинейного возмещения в течение остаточного срока эксплуатации здания, который мог оцениваться в 20 - 40 лет.

Хотя такие сроки владения теперь воспринимаются как относительно длительные периоды, нужно помнить, что обстоятельства, связанные с налогообложением дохода, в 30-ые годы имели малое значение. Большинство лиц оставалось в значительной степени незатронутыми такими налогами, и лишь только сильно богатые были в какой-либо значащей степени подвергнуты действиям этих обстоятельств. Налоги на прибыль были относительно малыми, и многие применяемые в настоящее время налоговые правила (типа тех, которые были разработаны на Западе в 1950-ых годах и разрешали ускоренную амортизацию) еще не были введены в действие,

также еще не существовало и многих других обстоятельств, которые ныне в совокупности создают непреодолимое побуждение избавляться от имущества в пределах 10-летнего срока.

В течение этого периода некоторые оценщики также иногда предпочитали учитывать обстоятельства возмещения с помощью введения сложно процентируемого фонда погашения в технику остаточного срока службы здания, что обеспечивало способ учета качественных суждений в рамках оценок инвестиционного имущества. Опять-таки такое видоизменение в условиях возмещения капитала явилось реакцией на определенные назревшие потребности, то есть, потребность признать различия в типе и качестве недвижимого имущества. Если «среднее» имущество требовало прямолинейного возмещения, учитывающего довольно существенное снижение уровня арендных плат, то имущество выше среднего качества должно характеризоваться меньшим снижением уровня арендных плат. Таким образом, был найден полезным метод фонда возмещения (процентирование амортизационных начислений), который подразумевал умеренный темп возмещения капитала и менее обширное снижение дохода, что позволяло оценивать первоклассные имущества с учетом их отдельных характеристик, отражающих их превосходящие качества. В России процентируемый фонд возмещения также находил поддержку в работах видных отечественных экономистов, например А. Л. Лурье (1972).

Окончание 1930-ых и начало 1940-ых годов было отмечено Второй мировой войной, которая стала самым значимым явлением для своего времени. США посвятила себя всеобщей мобилизации сил и на экономику, включая рынки имущества, были наложены значительные ограничения. Однако, развитие событий показало, что деятельность военных лет фактически стимулировало, а не ограничило экономику, и создало дополнительные рабочие места и более высокую заработную плату. Несмотря на разнообразие ограничений, всем было очевидно возродившееся чувство процветания, но из-за травмы

Депрессии люди подвергали его сомнению и задавались вопросом, как долго будет длиться такое процветание.

На рынке недвижимого имущества наблюдалась незначительная активность, иначе как в торговле существующим имуществом, и на большей территории страны была введена некоторая форма контроля над арендной практикой и ставками. В тех регионах, где арендные платы оставались относительно неконтролируемыми, они начали возрастать. Однако эти новые уровни арендных ставок были восприняты со значительным скептицизмом и подозрением, и оценщики с настороженностью относились к предсказанию стоимости на основе этих новых арендных плат. Высказывались мнения, что такие эскалации арендных ставок отражают лишь временный бум, и что окончание войны вызовет затишье в экономической деятельности и приведет к последующим снижениям арендных плат (J. Gibbons, 1972).

Такой элемент опасения играл критическую роль в расстановке акцентов и сочленении базовых экономических принципов при формулировке оценочных процедур в условиях отхода от депрессивной экономики. Эти опасения в существенной степени подкреплялось использованием экономического принципа ожидания, в соответствии с которым стоимость рассматривается как приведенная ценность будущих выгод, и методы прогнозирования и дисконтирования будущего играют первичную роль в оценке стоимости. Главной проблемой в годы войны было то, следует ли делать прогнозы дохода на основе текущих увеличивающихся арендных плат или же оставлять их на уровне ставок депрессивных лет.

С другой стороны, затраты на строительные работы увеличились очень быстро, а стоимость земли резко повысились из-за существенно возросшего спроса. В течение первых послевоенных лет возникли значительные проблемы в применении трех подходов к оценке. Затраты устремились резко вверх, и оценщики стали сталкиваться с необходимостью решать проблему: были ли такие затраты представительными в плане стоимости. В это время, в

1947 – 1950 годах, мышление у большинства оценщиков все еще в значительной степени находилось под влиянием опасений и страхов, укорененных на протяжении всего периода депрессии и военных лет. Оказавшись в 1930-ых годах в пучине краха, испытав все неудобства этого периода и приспособившись к работе в условиях сильной дефляционной экономики, для профессии оказалось вскоре трудным постигнуть вновь произошедшие экономические изменения и затем перегруппировать свои базовые экономические принципы в такие процедуры оценки, которые бы соответствовали условиям инфляционной экономики.

Первоначальные опасения многих оценщиков относительно происходящих изменений находили отражение в том, как они использовали рыночный (сравнительный) подход к оценке. Чрезвычайно активизировавшийся спрос и ограниченное предложение жилья в послевоенный период навели оценщиков на ту мысль, что покупатели просто уплачивали «премии за редкость» (scarcity premiums), и что цены в действительности не были репрезентативными относительно «истинных стоимостей». Таким образом, многие смущались оценивать стоимость на основе данных о недавних сопоставимых продажах, полагая, что, когда дефицит жилья исчезнет, цены снова снизятся. Однако, "назревшие потребности", или прагматическая теория, продолжали оставаться в силе, и оценщики, в конечном счете, пришли к тому, чтобы признать, что текущее повышение затрат имело более существенные корни, чем те, о которых, возможно, приходилось первоначально задумываться. (J. Gibbons, 1972)

Проблема корректировок также возникла при применении доходного подхода. Хотя арендные платы увеличились и непрерывно продолжали повышаться, оценщики все еще хорошо помнили предостережения, высказываемые в течение военных лет, что такие арендные платы просто отражают премию за редкость, и что, в конечном счете, они снизойдут до "нормальных" уровней. Таким образом, обычная процедура, используемая

многими оценщиками в течение войны и даже значительное время после окончания военного периода, заключалась в том, чтобы «стабилизировать» (нормализовывать) арендные платы. Арендные платы, полученные в ходе такого процесса, как полагали, отражают устойчивые долгосрочные ожидания, но не учитывают свойственную данному моменту премию за редкость. Такая стабилизация дохода, однако, часто приводила к оценкам стоимости, которые были ниже, чем та стоимость, о которой свидетельствовали результаты рыночного (сравнительного) и затратного подходов. Такие вариации в оценках стоимости, получаемых по трем подходам, выливались в натянутые объяснения и длительные обоснования со стороны представителей оценочной профессии.

Это был период повышающегося спроса на землю и интенсифицировавшегося ее использования, поэтому данный ресурс продолжал расти в цене и, следовательно, это привело к тому, что он стал представлять значительно большую долю в совокупной оцениваемой стоимости объекта. По сравнению с днями, предшествующими войне, когда земля под индивидуальным домом составляла только 10 % или даже меньше от совокупной его стоимости, в ходе послевоенного периода типичная доля земли последовательно повышалась до 15 %, 20 %, 25 % и даже 30 % и более от совокупной стоимости. Доля земли в совокупных затратах по коммерческим проектам схожим образом увеличилась. (Gibbons, 1972)

Что еще более важно, существовала тенденция к более щедрому финансированию за счет средств ипотечных кредитов и наблюдалось облегчение условий, предлагаемых кредитными учреждениями. Одновременно с существенным стремлением к обеспечению жильем в достаточных количествах, наблюдалось движение к расширению полномочий органов по регулированию кредитования, и таким образом было разрешено выдавать ссуды с более низким ипотечным покрытием, что в результате создавало лучший финансовый рычаг для инвесторов в

недвижимое имущество.

По мере того как шли послевоенные годы, в серии бумов и спадов начал проявляться циклический характер экономики, но спады не имели достаточной глубины, которая была бы соизмерима с депрессией. Скорее, в этом процессе можно было легко усмотреть не гладкую, но устойчиво повышающуюся кривую экономической деятельности.

На фоне этих событий в теории оценки развивались фундаментальные изменения. Как было показано ранее, травмы Депрессии господствовали в своем влиянии в течение 1930-ых годов и в первые послевоенные годы, воздействуя на философию оценки и ее методологию. Поскольку консерватизм был наиважнейшим соображением в практике оценки, многочисленные другие экономические соображения были пониженными в своем статусе. В результате оценки часто делались на "свободном" основании, независимо от всех имеющихся обременений, включая финансирование. Оценщики не были в полном невежестве относительно механизма «кредитного рычага» (см. S. Sayce et. al (2006)), и не совсем так, что они не были способны разглядеть влияние финансирования на рыночную деятельность. Но при этом все эти вопросы находились в явно подчиненном положении по сравнению с более принципиальным соображением экономической дефляции, и ее последующим воздействием на экономику.

В целом, изменения, происходившие в результате ряда экономических преобразований в первые послевоенные годы и продолжающегося быстрого роста и расширения деятельности с недвижимым имуществом, побудили оценщиков во все большей степени принять более прагматическую и позитивистки укорененную точку зрения, развивая большую гибкость в своей философии и в процедурах. В такой теперь инфляционной экономике имущество имело тенденцию расти в стоимости: хотя оно старело по возрасту, несмотря на это оно могло продаваться за все большие суммы денег. Инвестор в недвижимое имущество, понимая, что доходы в силу

инфляции окажутся значительно большими, стремился получить текущий доход, но также рассчитывал и на компонент выручки от последующей продажи имущества. Стоимость, таким образом, больше не могла быть привязана к прошлым сделкам, поскольку главным соображением опять стало то, каков будущий доход может быть получен от того или иного объекта. Методы остаточной стоимости здания, подразумевающие прямолинейное возмещение или фонд возмещения, стали менее применимыми.

Период устойчивого роста рынка и цен приводил к большему доверию в эти тенденции, а также к повышению инвестиционной активности (за счет дешевых кредитов). Эти тенденции подпитывали сами себя: в методологии оценки наступала позитивистская эра. В ней имелись два течения: с одной стороны, начала признаваться не нейтральная роль условий кредитования на цены сделок, и тем самым фундаментальные причины изменения цен -- в полном соответствии с доктриной ликвидностного ценообразования -- прослеживались к условиям предоставления денег под сделки. Имущество перестало рассматриваться с реальных позиций как совокупность элементов земли и здания и стало анализироваться как финансовый капитал, состоящий из элемента долгового капитала (debt) и элемента собственного капитала (equity). В смещении центра воззрения на имущество в этом направлении большой вклад внес Л. Элвуд.

С другой стороны позитивизм проявлялся не только в фундаментальном отражении ведущих факторов ценообразования в плане того «как оно действительно происходит» – т.е. условий кредитования, но и имелась его более наглядная совсем прагматичная ветвь. Она начала проявляться в том ракурсе, что функции оценщика стали рассматриваться через призму простого отражения цен посредством обработки больших объемов статистической информации. Предполагалось воспринимать стоимостного оценщика как счетовода. Один из таких вульгарных позитивистов Дж.

Медичи вовсе предлагал изгнать термин «стоимость» из лексикона оценщиков. (J. Lawson, 1999)

Однако в большинстве своем идеология позитивизма была более тонкой и заслуживающей уважения.

Накануне позитивистской революции: Вклад Элвуда в методологию профессиональной стоимостной оценки

Импульс идеологии позитивизма в ее фундаментальном выражении (ликвидностное ценообразование) дала проницательность одного человека -- Леона В. Эллвуда, которому удалось осуществить необходимые перемены в философии оценки. Публикация "Таблиц Элвуда для оценки недвижимого имущества и расчета финансирования" (Elwood, 1959) явилась событием исключительной важности. Эта работа ясно и кратко проложила путь к реалистичной, убедительной и приемлемой форме анализа инвестиций в недвижимость, то есть, к анализу через интерпретацию рынка. Эллвуд подтвердил, что процесс оценки основывается на применении нескольких базовых экономических принципов, сочлененных в такие комбинации, которые бы отражали «назревшие потребности времени» и были бы приспособлены к ним по мере того, как эти потребности видоизменяются, при этом в различные экономические времена для анализа необходимы различные входные данные.

Находясь на службе у ведущей компании страхования жизни и занимая крупную оценочную должность, Эллвуд активно интересовался ипотечным страхованием, связанным со всеми типами имущества и в масштабах всей страны, таким образом, имея обзор полной картины рынка недвижимого имущества, как он тогда фактически существовал и работал. Его опыт и наблюдения ясно показали, что основа сделок с недвижимым имуществом – это их финансирование, и что суммы и условия доступного ипотечного финансирования служат главной силой на рынке недвижимого имущества.

Далее он заметил, что, хотя «рынок» формируется из множества лиц и организаций, инвестор собственного капитала играет первичную роль как активная сторона, т.е. как инициатор инвестиций в недвижимое имущество. Хотя инвестор собственного капитала вкладывает в проект наименьшую долю совокупных средств, в силу значимости его позиции он характеризуется как "владелец имущества." Будучи мотивирован целями получения прибыли и часто ограниченным в самих деньгах для проведения сделок, он ищет доступ к ипотечному финансированию как к денежному инструменту уполномочивания сделок и, одновременно, как к средству создания финансового рычага, который позволил бы ему повысить доход на его собственный капитал (при хорошем стечении обстоятельств). Итоговое же решение вопроса о реализации проекта дает кредитор. Предлагаемые им условия финансирования вносят главный вклад в стоимость имущества, поскольку значимая доля кредитных средств в финансировании сделок (а в сделках с имуществом доля долга в стоимости имущества, фигурирующего в сделке, ,LTV, обычно доходит до 80%) сильно влияет на такой показатель как процентные «затраты на капитал» (cost of capital) и, через него, и на саму стоимость имущества.

Типичная инвестиция в недвижимость обычно структурировалась под воздействием желания инвестора собственного капитала получить максимальное количество ипотечного (долгового) финансирования на лучших доступных условиях и добавить к нему свою долю рискового капитала. До тех пор, пока часть средств, представленная ипотечной задолженностью, имеет затраты на их обслуживание или ставку, меньшую чем совокупная отдача по проекту, собственный капитал приобретает дополнительные преимущества в плане отдачи («финансовый рычаг»), затраты на капитал уменьшаются и, следовательно, цены на объекты имущества на рынке растут.

Эллвуд также принял во внимание элемент налогообложения дохода, которое

теперь стало мощной силой в формировании сделок с недвижимым имуществом. В 1950-ых годах налоговое законодательство в США дало повод применению методов ускоренной амортизации, которые позволяли добиваться очень быстрого списания строительных инвестиций. Такая практика амортизации стала упоминаться как "создание щита", поскольку амортизация стала использоваться как средство компенсации налоговых платежей (которые иначе были бы больше) а также, чтобы противостоять неблагоприятному воздействию погашения ипотеки.

Погашение тела ипотечного кредита не уменьшает налогооблагаемой базы по налогу на прибыль: оно является суммой, с которой все равно нужно заплатить налог, хотя это сумма и подразумевает платежи владельца имущества-- инвестора собственного капитала -- залогодержателю. Однако, было осознано, что, коль скоро существует возможность делать достаточные амортизационные вычеты, пропорциональные темпам погашения основной суммы ипотеки, "налоговый щит" все равно присутствовал. Кроме того, амортизационные отчисления, превышающие темпы списания кредитов, обеспечивали дополнительную защиту. Но амортизация, рассчитываемая по правилам, используемым в ускоренных ее методах, впоследствии приводит ко все уменьшающимся выгодам от нее; с другой стороны, погашение основных сумм ипотечных задолженностей, так как оно предусматривается в типичных ипотечных контрактах с неизменным во времени фиксированным платежом – представляет собой увеличивающееся обязательство. Собственная доля средств инвестора в проекте, таким образом, растет все быстрее, а чистые посленалоговые доходы на них падают. Поэтому та точка, где пересекутся соответствующие линии выгод, будет ознаменовывать для инвестора потенциальное побуждение, чтобы обратить свою позицию, что может обычно быть сделано выходом из проекта в форме продажи всего имущества или, по крайней мере, рефинансированием долга.

Элвуд заметил, что период в приблизительно десять лет является

характерным периодом удержания имущественных инвестиций, и таким образом предложил процедуры оценки, оформленные вокруг концепции краткосрочных прогнозов дохода. Более длительные периоды обозрения ситуации с объектом, которые широко использовались прежде и соответствовали “остаточному сроку службы" здания, более не были уместными для потребностей рынка рассматриваемых дней. Оценщику приходилось теперь иметь отношения с инвестором, который стремился воспользоваться максимально возможным кредитно-финансовым рычагом (созданными банками кредитами) и структурировал сделки так, чтобы добиться максимальных экономий на налогообложении за счет более коротких периодов владения имуществом.

Дальнейшие наблюдения Элвуда развивались следующим образом, что поскольку инвестор собственного капитала – столь же активная сила в ценообразовании на рынке, как и банк, то доходность его инвестиций (его *требование* к такой доходности) должна также стать вторым по значимости элементом оценки (наряду со ставкой ипотечного кредитования). Имущество должно оцениваться или ценообразовываться так, чтобы обеспечить такому инвестору привлекательную отдачу, которую имело бы смысл рассматривать в контексте множества альтернативных инвестиционных возможностей и которая была бы наравне или предпочтительней рассматриваемым альтернативам. Отдача на собственный капитал, как известно, является сочетанием (1) денежного потока, то есть дохода, остающегося после уплаты всех расходов и выплаты процентов и основной суммы по долгу; и (2) роста или увеличения собственного капитала (см. V. Michaletz, A. Artemenkov, I. Artemenkov (2007)). Этот второй элемент – рост собственного капитала -- таким образом находиться под воздействием условий ипотечного кредита: на протяжении срока удержания имущества собственный капитал инвестора увеличивается в той степени, в какой погашение (сокращение основной суммы) долга превышает потерю стоимости (обесценение) у имущества.

Конечно же, если цена имущества будет увеличиваться, то рост СК будет представлять собой комбинацию такого увеличения стоимости вместе с выгодой от погашения долга.

И опять наблюдение мира недвижимого имущества, проведенное Эллвудом, подсказывало ему, что рынки являются динамичными и постоянно подвержены разным движениям; в течение определенных периодов цены могут как увеличиваться, так и уменьшаться, а иногда варьироваться и без однозначной направленности. Создание процедур оценки в 1930-ых годах, которые предусматривали только снижение уровня цен, послужило реакцией на распространившиеся экономические обстоятельства, но прошло время и другие "назревшие потребности" стали заявлять о себе со всей силой - фактор экономической инфляции стал принципиальным влиянием. В любом случае Эллвуд видел необходимость того, чтобы включить Принцип Измерения в состав процедур оценки, и таким образом отразить гибкость, необходимую для приспосабливания ко все более динамичной экономике.

В своей фундаментальной работе "Таблицы Элвуда для Оценки Недвижимого имущества и финансирования" (1959) Л.В. Эллвуд резюмировал те моменты, которые он считал необходимым внести в практику для отражения назревших потребностей времени, предложив, что доход нужно проектировать на короткий срок, приблизительно 10 - 12 лет, и что при этом оценка технически может быть выполнена в форме сочетания дохода с совокупным коэффициентом капитализации (через формулу капитализации). В то время не было электронных таблиц, поэтому предложенные им формулы капитализации являлись достаточно громоздкими. В настоящее время ими вряд ли кто пользуется, поскольку суть инновационных предложений Элвуда заключалась не в какой-либо конкретной формуле, а ни в чем ином как во внедрении принципов анализа ДДП в практику стоимостной оценки имущества.

Характерно, что Элвуд разъяснял названную его именем формулу (см.

примеры ее применения в Грибовский (1996)), просто указывая на то, что для отражения условий на рынке недвижимого имущества в том виде, в каком они *действительно существуют* и эволюционируют, совокупный коэффициент капитализации должен учитывать три главных элемента: (1) компонент, учитывающий конкурентную привлекательную ставку отдачи на собственный капитал (требования к отдаче у инвестора собственного капитала) (2) учет роли и влияния текущих ипотечно-кредитных коэффициентов и условий (требования к отдачи у инвестора-кредитора) и (3) учет принципа изменения, то есть ожидаемого изменения в стоимости имущества за предполагаемый период владения.

Впоследствии анализ Элвуда был расширен так, чтобы отражать непрерывно увеличивающееся давление налогов на прибыль. Используя представительные ставки налогообложения прибыли и проектируя выгоды от владения собственным капиталом в проекте на посленалогвом основании, анализ Элвуда (и ДДП) теперь делается на «посленалоговом» основании. Это связано с тем, что выгоды, получаемые от «налоговой защиты» по имущественным инвестициям, часто преобразуют ожидаемую доналоговую отдачу, кажущуюся сперва относительно непривлекательной, в такую посленалоговую отдачу, которая представляется чрезвычайно выгодной. Кроме того, необходимость применения посленалоговых ставок отдачи является важной и в силу того, что это позволяет делать непосредственные сравнения с отдачами, ожидаемыми от других направлений вложения собственных средств, которые могут и не быть связаны с недвижимостью.

Таким образом, оценочная профессия обязана Элвуду в решительном шаге к популяризации позитивистских принципов ДДП. В практике стоимостной оценки этот шаг был сделан в США в 1960-ые годы, и не был сделал в Великобритании вплоть до начала 2000-ых годов. Многие методологи стоимостной оценки (J. Roche (2005), Ревуцкий (2008)) скептически относятся к методу ДДП, который был перенят в России из американской

практики, считая его завидным инструментом манипуляции. Однако любым методом можно манипулировать, в то время как с методологической точки зрения важно то, отражает ли он фундаментальные принципы и ведущие факторы (драйверы) того, *как действительно происходит* ценообразование на рынке. Элвуд убедил многих оценщиков- практиков, что это действительно так; и в этом плане, он указал на позитивистские драйверы стоимостной оценки. Само же значение переменных, через которые опосредуются эти драйверы в расчетных формулах, может носить как характер механистического отражения рыночных данных, либо иметь нормативный характер, за которым стоит определенная политика. Иными словами, *фундаментально* позитивистский характер самих техник Элвуда и анализа ДДП сочетается с их *операционной* нейтральностью в позитивистском - непозитивистском континууме, что приводит к обвинениям в их легкой подверженности манипуляциям.

Надежда в том, что такие потенциальные манипуляции операционными показателями формул не станут реализовываться на практике, если профессиональная оценка в целом, и каждый член профессии, осознают свое предназначение как общественная профессия, действующая в публичном интересе. Это же -- не вопрос техник оценки, а в первую очередь парадигмальный вопрос регуляторов и стандартизаторов оценочной деятельности. Со своей стороны, Элвуд сделал крупный намек на то, что как фундаментальные, так и операционные факторы, влияющие на цены на рынке, раскладываются на две категории и должны анализироваться в соответствующем порядке: факторы активных участников рынка (инвесторов) и уполномочивающие факторы ликвидностного

ценообразования (т.е. факторы создателей кредита)[10]. Этот намек не был до конца воспринят -- в текущей оценочной методологии роли второго фактора всячески затушевываются: операционно он учитывается через ставку ипотечного кредитования (т.е. как экзогенный фактор), но фундаментального проникновения в его суть не происходит. Напротив, бытует мнение, что он является не фундаментальным, а остаточным фактором (SEC Roundtables, 2008).

Позитивистская революция: Вендт, Ратклифф и Киннард

Связующая нить прагматизма в методологии оценки, кажется, проходит весьма очевидным образом при изложении процедур оценки, которые получили развитие в ответ на рыночные изменения. Но прагматизм и излишнее доверие фактам, порождаемое позитивистским подходом, иногда заводит в дремучие дебри тавтологии. В периоды Депрессии и коллапса цен – непозитивистская методология оценки лежала в основе создания профессии и ее принципов, а о доминирующих на рынке ценах оценщики судили с долей недоверия -- тем более, что в период Войны были введены формы контроля над арендными ставками и капитальными ценами имущества. Последовавший период послевоенного подъема с его инфляцией цен на рынке имущества поставил оценщиков перед вопросом: либо доверять их консервативным методам и рассматривать оценочное суждение под нормативным углом, в тех случаях, когда оно не соответствует ценам, либо доверять (растущим) ценам, предсказать динамику которых (а также динамику номинированных в деньгах выгод от имущества) они все равно были не в состоянии, несмотря на то, что практика, распространенная Элвудом, требовала предсказаний остаточной стоимости на временной

---

[10] Операционно, относительное значение каждой группы факторов можно визуализировать через коэффициент отношения суммы заемных и собственных денег в структуре финансирования сделок (отношение LTV).

промежуток 5-15 лет, а не на 30-40 лет вперед как в случае «техники остаточной стоимости здания».

Доверие текущим ценам, в свою очередь, означало перевод оценочной профессии из разряда нормативной дисциплины (оценка как политика ценообразования) в разряд счетоводства (статистической обработки цен аналогов, или обоснование цен ценами), т.е. «позитивистскую революцию».

Первым крупным автором в США, провозгласившим наступление позитивистской революций, стал П. Вендт (P. Wendt). В своем учебнике «Оценка недвижимости» (“Real estate Appraisal” (1956)) он отмечал: «экономисты забросили аргументы, касающиеся значения термина «стоимость», и теперь считают это слово синонимичным термину “рыночная цена”».

Анализируя эту работу, J. Lawson (1999) отмечает: «Вендт обнаружил, что фазовая точка перехода методологии оценки к позитивизму пришлась на 1953 г., когда принятая «теория стоимости» (value theory) уступила место «теории цен» (price theory). Это событие было отмечено статьей R. Ruggles, доложенной на годовом собрании Американской Экономической Ассоциации, под названием «Польза от теории стоимости» (“Value of Value theory”). В 1974 г. Вендт указал влияние экономистов на теорию оценки стоимости (appraisal theory). Он охарактеризовал А. Маршалла и И. Фишера как экономистов, которые были главным образом озабочены техниками определения стоимости. Напротив, он отмечал, что шведский экономист Г. Гассель был одним из тех, кто до Первой Мировой войны придерживался взгляда о том, что «особая теория стоимости не была необходимой для экономической науки и должна быть заменена теорией цены». Вендт отмечал Ф. Бабкока, 1932, и конкретно его учебник «Оценка имущества», как сторонника «оправданной или обоснованной рыночной стоимости», отличающейся от цены. Со ссылкой на этот учебник Вендт заявлял: «усилия разработать унифицированный свод теории оценки натыкались на

сопротивление двух факторов: (1) базовое недоверие и последующее отвержение рыночных цен как надежного индикатора стоимости имущества; (2) признание множественных концепций стоимости судами и оценочными экспертами… Бабкок пытался разрешить первую трудность, основываясь на проведении различия между рыночными ценами и рыночной стоимостью. Последняя концепция подразумевает существование заинтересованного продавца и заинтересованного покупателя, в то время как первая концепция содержит отсылку на фактические цены сделок на рынке имущества. Вторая проблема стала существенным препятствием в развитии унифицированного свода теории оценки стоимости. В силу наличия в широком ходу множественных концепций стоимости, Бабкок заключил, что метод оценки должен и будет изменяться в зависимости от цели оценки. Он призвал всех делать упор на концепции «обоснованной рыночной стоимости» и сожалел о множественных смыслах, связанных со словом «стоимость». Вендт настаивал на том, что Бабкок и другие основополагающие методологи, такие как Шульц и А. Май, сильно повлияли на «Институт Оценки», и эта организация сперва заняла их позицию.[11]

В своей книге 1956 г. Вендт поставил под сомнение многие устоявшиеся догматы традиционной теории проведения оценки и, в частности, подверг разбору три подхода к определению стоимости[12]. Он настаивал на том, что нет оснований к тому, что эти три подхода должны приводить к равным

---

[11] P. Bowen (AJ, 1934 «Shall values be based on Present Past or Future») также был ранним критиком такой позиции, согласно которой все оценщики должны делать суждение о корректировке рыночных цен в попытке получить некоторую «оправданную» или «обоснованную стоимость». Он отмечал: «Наступит время, когда мы на научном основании сможем сказать, каковой должна быть стоимость. Но до того, как такой момент наступил, я считаю, мы должны ограничить себя выполнением той общественной услуги, которая будет сообщать лишь о том, какова есть стоимость в действительности».

[12] Именно этот стандартизованный подход был подвергнут критике со стороны Вендта, Ратклиффа и Киннарда и пр. за его негибкость, всеобщую употребляемость и неправильность. Отличный разбор этих обстоятельств содержится в двух книгах Вендта «Real Estate Appraisal: A critical Analysis of theory and practice» (New York: Henry Colt & Co., 1956) и «Real Estate Appraisal: Review and outlook» (Athens, Ga.: University of Georgia Press, 1974).

расчетным оценкам стоимости, как это предполагается в неоклассическом учении, подразумевающем равновесный анализ рынков. Согласно Вендту, проблема вызывается тем, что оценщики не смогли учесть в теории проведения оценки современную экономическую теорию, которая продвинулась дальше неоклассической равнозначности трех подходов.

В Wendt (1969), он приводит резюме своей мысли: главным образом позиция Вендта заключается в том, что прежняя трактовка рыночной стоимости подразумевает этический контекст, основанный из средневековых идей трудовой теории стоимости и справедливой цены за труд. Рыночная цена, однако, является объективно определенным рыночным феноменом, она не имеет этического контекста или контекста справедливости. С учетом этого, как утверждал Вендт, концепция «заинтересованного покупателя / заинтересованного продавца» и представление о «корреляции (взаимосвязи) трех подходов» вносят в оценки гибкость, субъективность и возможные искажения. Поэтому он побуждал оценщиков снова сделать рыночную цену центральной концепцией оценки и индикатором рыночной стоимости. Находясь на таких позициях, подход сравнения продаж (сравнительный подход) становится самой важной методологией в процессе оценки стоимости. Его самым большим недостатком, однако, может оказаться недостаточность данных о ценах продаж. Подметив важную роль посредников в улучшении доступности ценовых данных за счет ведения ими различных баз данных и компьютерных услуг, Вендт призывал проводить дополнительные исследования, направленные на улучшение таких данных.

Его первоначальные исследования методов в рамках подхода капитализации дохода привели к следующим выводам: 1) методы, подразумевающие проведение остаточных оценок (residual approaches, таких как «техника остаточной стоимости здания»), не добавляют оценке заметной точности; 2) методы, используемые для прогнозирования дохода и построения ставок капитализации, приводят к существенно различающимся показателям

стоимости. Его рекомендация заключалась в том, чтобы подход капитализации дохода использовался только тогда, когда доход и ставки можно было бы обоснованно и разумно подкрепить в рамках процедур расчетной оценки, но он не был уверен, что это вообще возможно сделать. Отмечая растущий интерес к инвестиционной стоимости со стороны посредников и институциональных инвесторов, Вендт соглашался, что капитализация посленалоговых денежных потоков является приемлемой техникой, хотя отмечал, что «метод капитализации дохода часто приводит к широким вариациям в оценочных расчетах, в основном связанных с произвольными оценками будущих доходов и выборов ставок капитализации».

Наиболее критически Вендт относился к затратному подходу. Расчетные оценки обесценения/амортизации он считал искусственно-произвольными; разбивка расчетных оценок амортизации по категориям физических, функциональных и экономических компонентов также рассматривалась им как искусственная и вводящая в заблуждение. Он отмечал, что метод наблюдаемого состояния (the observed condition method) является единственной надежной техникой расчетных оценок амортизации, т.е. необходимо осуществлять пропорционирование затрат к наблюдаемым на рынке ценам. Позже он заявлял, что затраты замещения являются надлежащей концепцией затрат, но затраты воспроизводства не являются таковой. Его обоснованием служило то, что замещающее имущество [ныне в МСО называемое «современным эквивалентом»] является адекватным аналогом и что такую затратную концепцию все же следовало бы сохранить. Поэтому Вендт склонялся к тому, чтобы сохранить затратный подход в качестве техники, которую можно было бы применять в особых, а также требуемых законодательством случаях, хотя в большинстве случаев он считал такой подход неуместным.

Главное препятствие к позитивистской революции Вендту виделось не

только в том, что доктрина трех подходов поддерживалась как профессиональное кредо Институтом Оценки, более важным ему представлялось следующее замечание: «Профессиональные оценщики сопротивляются представлению о том, что стоимость синонимична цене, и о том, что стоимости должны в первую очередь основываться на ценах на рынке. Как смогли бы оценщики оправдать свои высокие гонорары, если бы они просто наблюдали и сообщали рыночные цены?» (Wendt, 1969). В этой же работе, Вендт предложил диаграмму процесса оценки, в которой он подразделял доходный подход на: (1) метод капитализации на основе рыночных мультипликаторов (метод валового рентного мультипликатора), считая, что этот метод способен самореализовываться в ценах на рынке, если его используют достаточно широко, и поэтому он приводит к отражению рыночных цен, и (2) метод ДДП, который приводит лишь к «инвестиционной стоимости». Такая же идея раздвоения подходов к оценке между отражением цен и «симуляцией рынка» (ценообразованием) заняла центральное место в позитивистской методологии предложенной Р. Ратклиффом.

Ричард У. Ратклифф

В 1963 г. в элегантно составленной монографии Ричард Ратклифф предложил переформулировку теории проведения оценки[13]. Впоследствии он расширил и развил свои идеи в двух книгах и серии статей[14]. Четкость его методологической позиции о роли и значимости позитивизма в оценочной деятельности столь явна, что ее невозможно переоценить. Позитивистскую смену парадигм уже можно признать совершившейся с середины 1960ых –

---

[13] *Ratcliff R.U.* A Restatement of appraisal theory (replicated in Jan. and April editions of The Appraisal Journal (1964).

[14] *Ratcliff R.U.* Modern Real Estate Valuation: Theory and Application. Madison, Wis.: Democratic Press, 1965) & *Ratcliff R.U.* Valuation for Real Estate Decisions. Santa Cruz, N.M: Democratic Press, 1972.

первой половины 1970-ых годов благодаря его работам. В этих же работах одновременно признается ограниченность позитивистской методологии в оценочной деятельности, и проводятся неизбежные соответствующие границы между позитивистским отражением рынка и менее чем позитивистским ценообразованием («рыночной симуляцией» - в терминологии Ратклиффа).

Исходя из фундаментального тезиса, что «оценка — это экономический анализ», Ратклифф пытался облачить теорию проведения оценки в логическую и непротиворечивую форму.

Оценка, согласно Ратклиффу, должна ориентироваться на разрешение проблем и принятие решений. Заказчик обращается с проблемой, которую надо разрешить, и оценка должна быть проведена с позиции этой проблемы и надлежащей концепции стоимости. В конечном счете, оценка должна помочь заказчику принять решение и поэтому должна быть приспособлена к нуждам заказчика, а не к стандартизированной стереотипной концепции рыночной стоимости.

Для оценок на основе рыночной стоимости Ратклифф предложил, что оценщик должен прогнозировать *наиболее вероятную цену продажи*, а не просто быть озабочен тем, чтобы измерять некоторую внутренне присущую этическую стоимость имущества.

Согласно Ратклиффу, существуют два базовых метода оценки — статистическое наблюдение (statistical inference) и симуляция рынка (market simulation). Эти подходы должны использоваться для предсказания наиболее вероятной цены и, поскольку прогнозирование содержит неопределенность, нужно использовать вероятностный формат представления результатов.

Атакуя затратный подход с исторической точки зрения, Ратклифф прослеживает происхождение его концепции в трудовой теории стоимости, разделяемой классическими экономистами. Это воззрение также было

воспринято неоклассическими экономистами, которые пришли к выводу, что затраты и стоимость соответствуют друг другу на долгосрочном горизонте времени. Распространенность затратного подхода, по мнению Ратклиффа, свидетельствует о потребности оценщиков в этической или внутренне присущей стоимости (ethical or intrinsic value).

Ратклифф полагал, что рыночная стоимость — в том виде, как она рассматривается традиционной школой оценки[15], — подразумевает внутренне присущую стоимость, которую могут определить только оценщики. Он пришел к выводу, что настоящим виновником в этой ситуации является доктрина трех подходов. Представление о том, что три подхода эквивалентны (равнозначны), предполагает рассмотрение рынка под ракурсом долгосрочного горизонта (в смысле горизонтов рыночного функционирования рынка по Маршаллу) и стоимости на долгосрочном рыночном горизонте, укорененной в затратах на производство. Позиция Ратклиффа состояла в том, что оценщики пытались оценить равновесные затраты со стороны предложения на долгосрочном горизонте (long run equilibrium supply cost), в то время как заказчики заинтересованы в том, чтобы узнать цену продажи на краткосрочном горизонте (short term selling price). По Ратклиффу, оценщики традиционной школы делают одну вещь, в то время как заказчики хотят получить другую.

Как уже отмечалось, Ратклифф вовсе не был наивным позитивистом. Напротив, современную школу он разделил на два направления. Во-первых, имеется технико-механически ориентированная группа исследователей, которая включает всех, кто воспринимает компьютерно - статистический/модерный анализ как наиболее целесообразный подход к

---

[15] Благодаря Ратклиффу, выкристаллизовалось понятие «традиционной школы» оценки, основанной на работах Бабкока, Хайдера, Шмутца, Мэя и пр. В то же время Ратклифф называл свой позитивистский синтез «неотерическим взглядом» (букв. «новым взглядом», или «современной (contemporary) школой»).

проведению оценки. Второе направление является поведенческо-ориентированным («рыночная симуляция»). Оценщики, относящиеся ко второму направлению, делают основной упор на понимании человеческого поведения на рынке имущества, что иногда называют взглядом с «позиции сделки», перекликающимся с девизом неоавстрийской экономической школы — «Понимание мира с позиции человеческих действий». (См. D. Macnight, 1994).

Кроме того, среди своих концепций возможных стоимостных метрик (таких позитивистских концепции как «наиболее вероятная цена продажи» Vp, и затраты замещения, Vo) Ратклифф также признавал место за Vs – «субъективной стоимостью» (инвестиционной стоимостью или ценностью – в терминологии других авторов). Определение Vs как раз и является объектом приложения усилий во втором из указанных направлении оценочной деятельности: поведенческо–ориентированном анализе или рыночной симуляции. В рамках позитивистской методологии оценки это направление имеет также полное право на жизнь, поскольку Ратклифф признавал, что стимулом к совершению сделок рыночными субъектами является разница между их Vs и рыночно выводимой Vp. Хотя методы определения Vs многогранны (главным образом, принято использовать анализ ДДП и его множественные вариации) и не являются центральным фокусом в позитивистском движении в оценке, все современные работы поддерживают выраженную Ратклиффом неизбежную методологическую двойственность между отражением цен и симуляцией рынка/сделок, свойственную профессиональной оценке (см. например, S. Sayce et al, 2006).

В результате Ратклифф заключал: «Таким образом, Новая школа избавляется от понятия определения стоимости в пользу концепции оценки рыночной стоимости как процесса поведенческого анализа, как экономического прогнозирования в условиях неопределенности. Эта школа подразумевает цель оценки в том, чтобы предсказать экономическое событие – ценовой

исход гипотетической продажи оцениваемого имущества, выраженный в терминах вероятности – как руководство для заказчика по использованию результатов стоимости». (цит. по J. Lawson, 1999)

В. Киннард

В. Киннард обеспечил дальнейшее развитие и популяризацию идеям Ратклиффа. Его синопсис позитивистских идей в методологии оценки (W. Kinnard “New thinking in appraisal Theory” (Appraisal Journal No. 8, 1966, переведенный нами на русский язык и опубликованный в “Вопросах оценки” № 1, 2008) теперь легко доступен и отечественным читателям. Хотя мемориальный сборник самих работ Киннарда и работ других авторов в его память (под ред. Sirmans, Worzala (2003)) раскрывает Киннарда как значительно более широкого мыслителя, затронувшего множество практических и прикладных тем оценки, его вклад в методологию оценки характеризуется эволюционным развитием позитивистских идей: Основной вклад Киннарда заключается в убедительной демонстрации, что концепция «наиболее вероятного использования» (the concept of most probable use) в оценочном анализе должна заменить концепцию «наиболее эффективного использования (highest and best use)». Он показал, что наиболее эффективное использование — это концепция, имеющая основание в совершенном конкурентном мире экономической теории, в которой предполагается, что отдача всегда будет максимальной. В несовершенном мире рынков имущества более уместной будет концепция удовлетворительной, хотя и менее чем максимальной отдачи, соответствующая наиболее вероятному использованию. Киннарду удалось стать свидетелем как под влиянием его внушений в 1981 г. Словарь оценочных терминов института AIREA сменил первые слова в определении Рыночной стоимости и, вместо «рыночная стоимость – это максимальная цена…», начал приводить определение, начинающееся со слов «Рыночная стоимость – это наиболее вероятная цена…». Впоследствии это обновленное определение вошло в американские

стандарты USPAP и оттуда перекочевало в российский закон об оценочной деятельности.

Методология стоимостной оценки на современном этапе: 1980ые- 2000ые годы

На 1980-ые годы пришелся пик заключения позитивистской методологии в каноны и концепты оценочной практики. В это время активно исследуется история оценочных понятий и практик (на первую половину 1980-ых годов выпало 50-летие институционализации оценочной деятельности в США, что привело к потоку воспоминаний об их практике со стороны ключевых фигур оценки и пр.). Появляется множество обзорных статей, пытающихся логически систематизировать «эры оценочной деятельности» (например, Dorchester (1985)[16]), рассмотреть историю понятий в оценке (в особенности, эволюцию и взаимоотношения понятий «цены», «рыночной стоимости», «затрат»- см. P. Korpacz & R. Marchitelli (1984)[17], J. Shlaes (1984)[18], R. Plattner (1985)[19], Entreken (1980)[20]). Весьма примечательными по своей логической четкости были работы T. Grissom'a (Grissom (1985)[21], Grissom (1986)[22]), в которых он исследовал отношения между концептами стоимости (Vp, Vs, Vo, Vi - у Ратклиффа), подразумеваемые позитивистскими основоположниками. В этих работах он также предложил идею о том, что каждый подход

---

[16] John D. Dorchester, Jr., The next era in Appraisal: Opportunity vs. Obsolescence", The Appraisal Journal (Jan, 1985).

[17] P. Korpacz & R. Marchitelli "Market value: A contemporary perspective" (The Appraisal Journal, Oct. 1984)

[18] J. Shlaes "Market in Market value" (The Appraisal Journal, Oct. 1984)

[19] Robert Plattner "Value and price" (The Appraisal Journal, Oct. 1985)

[20] H. Entreken "Are we really seeking market value" (The Appraisal Journal, July 1980).

[21] T. Grissom "Value definition: its Place in the Appraisal Process" (The Appraisal Journal, April 1985) (В «Вопросах оценки» № 4, 2007 нами также был выполнен русский перевод этой работы).

[22] T. Grissom "Value debates: The argument forms and market structure" (The Appraisal Journal, Jan, 1986)

характеризуется своей логической привязкой к неоклассическим горизонтам рыночного функционирования: сравнительному подходу соответствует краткосрочный горизонт, анализу ДДП – среднесрочный горизонт, а затратный подход указывает на восприятие долгосрочного горизонта рыночного функционирования. Таким образом, трем Маршалианским горизонтам в оценочной практике соответствуют три подхода, и из-за невозможности сведения межвременных оценок к единой временной точке с помощью процедур взвешивания, не учитывающих фактор времени, вытекает неадекватность современных представлений о смысле согласования подходов. Однако, с позитивистских позиций, деятельность профессионального оценщика больше всего востребована в контексте краткосрочного горизонта. Примечательная триадичность мышления Гриссома проявлялась также и в том, что в указанных работах он представил логический анализ взаимоувязанности между теорией стоимости (value theory), теорией оценки стоимости (valuation theory) и теорией проведения оценки (appraisal theory), так что традиционное различие в оценочной методологии между первыми двумя категориями преодолевается за счет спецификации теории проведения оценки (Grissom, 1985).

После 1980-ых годов в методологии стоимостной оценки не наблюдалось каких–либо оригинальных течений, и она шла по пути стандартизации оценочных процедур через стандарты оценки, создание национальных баз данных по имущественным рынкам, создание компьютерных программ обработки данных, более точных регрессии (многофакторные регрессии в оценке получили название «моделей гедонистического ценообразования») и т.д. Действительно, техническая сторона вопроса стала в последнее время затушевывать фундаментальные принципы, лежащие в основе применяемых техник: техники все чаще практикуются ради техник и тем самым пытаются обосновывать сами себя.

Из более фундаментальных и опасных тенденции следует выделить

вторжение в сферу методологии профессиональной стоимостной оценки (ПСО) концептов и техник инвестиционно-финансовой оценки (ИФО). Таким образом, рынкам реального капитала, функционирующим по иным принципам, нежели более эффективные рынки финансового капитала, пытаются вменить принципы функционирования, для них изначально не свойственные. В определенном смысле такое вменение – есть скрытый и неосознанный отход от принципов позитивизма в ПСО. Ему до самого последнего времени способствовали сопутствующие институциональные тенденции, такие как секьюритизация ипотечного долга, создание «биржеподобных» индексов рынка недвижимости (например, индексы Case - Shiller в США), создание имущественных хедж - фондов, REIT'ов, «портфелизация» реального капитала вместе с финансовыми активами и пр., имевшие целью приблизить рынок имущества к фондовой бирже. Однако, текущий экономический кризис и роль рынков реального капитала в его возникновении показали, к чему приводят такие попытки «обиржевления» реального капитала: попытки оценивать реальный имущественный капитал по принципам финансового капитала.

Такое увлечение идеологией ИФО в сфере ПСО, характерное для двух последних десятилетий во многих западных странах, привело к появлению многих странных концепций, таких как концепции «реальных опционов», концепций учета «ликвидности» и пр., математическое обращение с которыми, по большому счету, сознательно весьма похоже на обращение с соответствующими концепциями, применимыми к финансовым активам.

В результате, в ПСО возникла колоссальная мода делать все по аналогии с ИФО – не без ущерба изначально признанным концепциям и отличительным признакам реальных активов (A. Artemenkov, G. Mikerin & I. Artemenkov, 2008). Возможно, в связи с текущим кризисом, произойдет отход от такой моды – однако, поскольку многие финансовые инновации, заимствованные из ИФО, например, «реальные опционы», имеют целью вести поиск скрытой

«дополнительной стоимости» (или «стоимости пустого места» -- как она была названа в работе J. Roche (2005)), -- в условиях депрессивных цен участники рынка реального капитала, напротив, могут долгое время поддерживать свою увлеченность такими представлениями.

С другой стороны, увлеченность чистым позитивизмом также по-прежнему не исчезает со сцены. Об этом свидетельствуют масштабные исследования «точности оценок» институционального имущества, проводимые в Великобритании (RICS/IPD, 2008), которые выдержаны в духе наивного позитивизма и, следовательно, за такой практикой и резонансом, который получили выводы таких исследований, стоит поддержка крупных оценочных институтов. Одновременно с этим, самые последние сборники по теории оценки реального имущества (Research issues in real estate, vol. 8 «Valuation theory», Appraisal Institute (2002)) свидетельствуют о новых попытках преодоления позитивистских воззрений на основе практик, отличных от практик ИФО— это касается как непозитивистских концепций точности оценок и учета факторов неопределенности в оценке (Л. Лейфер (2008), V. Galasyuk & V. Galasyuk, 2008), так и современных воззрений на смысл понятия рыночной стоимости (N. French (2003)), указывающих на сильное влияние в сущности антипозитивистского движения «от стоимости к ценности», провозглашенного в S. Sayce et al. (2006) и также находящее поддержку RICS («Calculation of worth Information paper», RICS (1996).

В то же время некоторые последние обзоры по эволюции методологии профессиональной оценки (например, T. Vandell (2007)[23] находят, что цели такого движения от стоимости к ценности не стоят перед профессией, и вполне удовлетворены текущими позитивистки –эволюционными тенденциями развития методологии.

---

[23] Kerry Wandel “Expanding the academic discipline of real estate valuation, Journal of Property investment and finance (JPIF)” Vol. 25, No. 5 , 2007.

Широко говоря, также как в отношении общеэкономической теории в целом (см. Heilbroner & Millberg (1996, [2005 – preface to Japanese edition in Fullbrook (2007)]), передовой край в методологии профессиональной оценки ныне можно охарактеризовать как движущийся к «четкому эмпирическому повороту» в стратегии исследований (Research issues in real estate Vol. 8 (2002)). S. Sayce et al (2006) также усматривает в таком повороте «современную (ccontemporary) базу» для методологии стоимостной оценки, отличную от ее прежней модерной (modern) основы, хотя сам характер ее видения развития методологии, в т.ч. тезис «движения от стоимости к ценности» очерченный в ее работе, едва ли сонаправлен с такими тенденциями.

Оставаясь удовлетворенным прошлыми и текущими успехами в развитии оценочной методологии, T. Vandell (2007) в своем заключении, тем не менее, отмечает: «Недавний вклад в теорию [оценки] стоимости носит обещающий характер в плане унификации и трансформации практики оценки реального имущества на пути к ее осовремениванию и уместности для настоящего времени. Однако, многие проблемы встают как препятствия на этом пути, включая недостаточное признание «реальной» природы (в противоположность «[финансово-] капитальной» природы) имущества, задержка в образовательных стандартах для профессии, приводящая к ее устареванию; избыточное доверие моделям и данным, а не суждениям и здравому смыслу, а также «силосизация специализаций». Последнюю метафору автора сложно интерпретировать иначе как необходимость в признании единства базовой методологии между ПСО и ИФО. Кроме того, этот обзор содержит намеки автора на обстоятельства сильного давления «финансовых оценщиков бизнеса» на тех, кто оценивает реальный капитал – выражающиеся в отказе от финансирования или задании априорных результатов по исследовательским проектам, имеющих цель проведения более четких различий в стандартах оценки между реальными и

финансовыми составляющими имущественного капитала и пр.

Иными словами, даже в официальных обзорах развития методологии оценочной деятельности, написанных донами этой индустрии, проскальзывают явные ноты неудовлетворенности и противоречивости по поводу текущего положения в методологии профессиональной стоимостной оценки. В целом, из проводимого нами анализа международных профессиональных оценочных журналов следует, что за последние два десятилетия проблемы в общей методологии оценочной деятельности отошли на второй план и к ним проявляется явно убывающий интерес по сравнению с темами совершенствования уже имеющихся техник оценки. Текущие мнения о дальнейших течениях в развитии методологии оценки остаются противоречивыми.

Выводы:

Относительно имеющегося методологического статуса–кво, баланс известных нам позиций позволяет утверждать, что с 1970-ых годов позитивистская методология в теории оценки стоимости стала господствующей – т.е. в качестве основной функции оценочной деятельности было вменено отражать превалирующие цены. Во многом такому развитию событий способствовал коллапс обеспеченных денег и инфляционный период, связанный с нефтяными шоками в 1970-ых годах, который поставил оценщиков перед фактом, что прогнозировать что-либо на перспективу в денежном выражении весьма трудно. В условиях, когда оценщики измеряют все в «денежном выражении», но не контролируют свой измерительный инструмент (деньги), действительно, их прогностическая или нормативно-оценочная работа с портняжным метром в руках вряд ли способна убедить кого-либо в своей фундаментальности.

Однако резкие дефляционные периоды, как было продемонстрировано на примере Великой депрессии, вполне способны направить русло развития

оценочной методологии в противоположном—непозитивистском -- направлений. Возможно, в условиях современной мировой рецессии такое течение в обратном направлении к непозитивистским истокам оценочной деятельности уже начинает наблюдаться. Именно поэтому непозитивистские обстоятельства становления методологии оценочной деятельности более 70 лет назад представляют для нас самый прямой интерес. Будущие несколько лет способны раскрыть, характеризуются ли течения в оценочной методологии маятникообразным характером развития или, напротив, в ней, также как в экономике, по меткому выражению Кейнса, всегда происходят неожиданные, а не неизбежные изменения.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1) Blaug M. ,2006, Economic theory in retrospect /fifth ed. Cambridge , UK -- pp. 204- 299
2) Blaug M. ,1992, The methodology of Economics/ 2 ed., Cambridge University Press, UK , Reprinted 2006
3) Fisher I.,1930, The Theory of Interest /John Wiley, NY, digitized http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Fisher/fshToI.html
4) Heilbroner R., 1994, 21st Century Capitalism/ W.W. Norton & Co, NY, 1994
5) Heilbroner R & Millberg W. ,1995, The Crisis of Vision in Modern economic Thought , Cambridge University Press, 1996
6) Keynes, J. , 1936, The General Theory of Employment, Interest & Money / Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society; Cambridge, digitized: http://www.marxists.org/reference/subject/economics/keynes/general-theory/
7) Kruschwitz, L & Loffler, A.., 2006, Discounted cash flow: A theory of the valuation of firms/ John Wiley, 2006
8) Marshall, A. 1890, The principles of political economy/ London: Macmillan & Co , digitized: http://www.econlib.org/library/Marshall/marP.html
9) Rubenstein, M. 2007, A history of the theory of investments: my annotated bibliography, John Wiley, 2007
10) Soros G., The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered/ L. Simon & Schuster, 1998. P. 85-87.
11) Sayce S. & Smith J. et al, 2006, Property Appraisal: From Value to Worth, /Blackwell Publishing, 2006 – pp. 114-167
12) Schiller R.,2001, Irrational exuberance/ NY: Broadway books
13) Schumpeter J., 1954, The History of Economic Analysis / NY, Oxford University Press, 1954 – p.1240
14) Slee, R, 2008, Private capital markets: valuation, ownership and transfer, John Wiley, NY, 2008 -- p. 423
15) The Appraisal Institute, 1996, The Appraisal of Real Estate 12ed./ Chicago: The Appraisal Institute, p.970
16) Wicksteed P., 1910, The common sense of political economy /London: Macmillan & Co , digitized: http://www.econlib.org/library/Wicksteed/wkCS.html
17) Wicksell, K.,1908, Lectures on Political Economy /Ludwig von Mises Institute, 2007 – p. 452, digitized: http://mises.org/books/LPEvol1.pdf
18) А. Грязнова, М. Федотова, 2003б Оценка стоимости предприятия (бизнеса) Учебное пособие// М: Интерреклама, 2003 – стр. 425
19) Грибовский С.А., 1996, «Оценка недвижимости» курс лекции/ СПБ.: СПБГТУ, 1996 – стр. 212.
20) Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. /Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
21) Международные стандарты оценки МКСО 7-ое издание / пер.с англ. под ред. Г.И. Микерина, И.Л.Артеменкова, Н.В.Павлова. - М.: ОО "Российское общество оценщиков", 2005. - 375 с.
22) Международные стандарты оценки МКСО 8-ое издание / пер с англ. под ред. Г.И. Микерина, И.Л.Артеменкова, Н.В.Павлова. - М.: ОО "Российское общество оценщиков", 2008. - 392 с.
23) Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж., 2005, «Стоимость компаний: оценка и управление», Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес»;

24) Тарасевич Е.И., 1997, Оценка недвижимости/ СПБ: издательство СПБГТУ, 1997 – стр. 447
25) Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия./ Ревуцкий Л.Д. - М.: Перспектива, 1997. - 124 с.
26) имущества», М.: «Наука», 2006г.
27) Смоляк С.А., 2006, «Дисконтирование денежных потоков в задачах оценки эффективности инвестиционных проектов и стоимости имущества», М.: «Наука», 2006г. – стр. 344
28) Фридман Д., Ордуэй Н., Анализ и оценка приносящей доход недвижимости., М.: Дело,. 1995

29) A.I. Artemenkov, G.I. Mikerin, I.L. Artemenkov, 2008, "Professional Valuation and Investment Financial Valuation: Distinctions in Valuations for Private and Public Markets"// The Appraisal Journal Vol. LXXVI No.4 (Fall 2008), p.355-371
30) Artemenkov, Andrey Igorevich, Mikerin, Georgiy Ivanovich and Romashevski , Anton,What to Value in Business Valuations? (May 1, 2008). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1133147

31) Babcock F.,1934, Depreciation allowances// The Appraisal Journal, July 1934, pp.275-292

32) Baldwin T. & Berry R., 1999, The measurements of nineteenth century accounting error: Cases from the British coal industry 1864- 1900// Accounting History, May 1999,pp. 145-172
33) Boykin J., 1976, Valuations in Colonial Era//The Appraisal Journal, July 1976, pp. 251-255
34) Buzaglo, J..,2007, Capabilities: from Spinoza to Sen and beyond // in A Post –autistic Economics Reader ed. By E. Fullbrook, Anthem Press, 2007 pp. 377-390
35) Canonne, Jean, Macdonald , Roderick J., 2003, "Valuation without value theory: A North American "Appraisal" //, Journal of Real Estate and Education, №2, 2003 pp. 32-64
36) Closser B., 2007, The evolution of appraiser ethics and standards // The Appraisal Journal, Spring 2007, pp. 159- 173
37) Davis, J, 2007, Economic Methodology since Kuhn// In A Companion to the History of Economic Thought, UK: Blackwell, 2007- p. 571
38) *Dolan, G., 1976, The Foundations of Modern Austrian Economics*" // Edited by Edwin G. Dolan Institute for Humane Studies; Sheed and Ward, Inc. Kansas City, 1976. Stable URL: http://www.econlib.org/library/NPDBooks/Dolan/dlnFMAtoc.html
39) Dorchester J.,2007, Voices in the Evolution of Appraising: Hindsights and insights// The Appraisal Journal, Summer 2007 , pp. 211- 226

40) Ellwood, L.,1951, How many approaches to value?// The Appraisal Journal, October 1951, pp. 518-525
41) Entreken H., 1980, Are we really seeking market value //The Appraisal Journal, July 1980, p. 197-205
42) Fuhrer M., 1944, Our old friend Hoskold// The Appraisal Journal, Jan. 1944, pp. 50-51
43) French N., 2003, A Question of value: A Discussion of Definitions and the Property Pricing process // In Essays in honor of William N. Kinnard, Jr. ed. By Sirmans and Worzala, Kluwer Academic Publishers, 2003, p. 45-54
44) Kinnard W.,1966 The New thinking in property valuation// The Appraisal Journal , August, 1966, pp. 564-578
45) Korpacz P. & Marchitelli R. "Market value: A contemporary perspective"// The Appraisal Journal, Oct. 1984, pp. 324-341
46) Hanson P., 1933, The meaning of value// The Appraisal Journal, July 1933, pp. 289-297
47) Fama, Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work." *Journal of Finance* 25, no. 2 (1970): 383–417.
48) Galasyuk, Valeriy V. and Galasyuk, Viktor V., 2007, "Consideration of Economic Risks in a Valuation Practice: Journey from the Kingdom of Tradition to the Kingdom of Common Sense" (September 7, 2007). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1012812
49) Gallomore P., 2003, The components of Appraisal Accurancy// ch.3 In the Research issues in Real Estate vol. 8: Real Estate Valuation theory, 2003, The Appraisal Institute & RICS foundation.
50) Gibbons J.,1972, A View of the Changing Appraisal Scene // *The Appraisal Journal* (October 1972): pp.529-544.
51) Guilliamme Plantin, Haresh Sapra, Hyun Song Shin, 2007, "Marking to market: Panacea or Pandora Box" // *Journal of Accounting Research, Vol. 46, No. 2, pp. 435-460, 2008*
52) Grissom T., 1985, Value definition: Its place in Appraisal Process"// The Appraisal Journal (April 1985)
53) Grissom T.,1986, Value debates: The argument forms and market structure// The Appraisal Journal, Jan. 1986, pp. 51-62

54) Lawson, J., 1999, The search for valuation theory: the time for a tested and adopted valuation theory has arrived// A Columbia University PH.D. thesis: http://www.prres.net/Papers/Lawson_The_search_for_a_valuation_theory.pdf
55) Lusht K, 1975, A viewpoint on Appraiser Roles and Responsibilities in Income property valuation //The Appraisal Journal, Jan. 1975 , pp. 29-36

56) Myerson R, 2007, "Perspective on Mechanism Design in Economic Theory", The Nobel Prize lecture, 8 Dec. 2007 (Stable URL: http://home.uchicago.edu/~rmyerson/research/nobelnts.pdf)
57) Michaletz V., Artemenkov, A. and Artemenkov, I. (2007),Income Approach and Discount Rates for Valuing Income-Producing Illiquid Assets - Outlines of New Framework: Revisiting the Concepts in Income Approach and Developing the Model of Illiquid Assets Transactional Pricing. Icfai Journal of Applied Finance, December 2007; Proceedings of the Icfai University and the University of Philadelphia V International Conference on Business and Finance, Hyderabad (India), 2006 . Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=996016
58) David Miles. 2008, How will housing and mortgage markets emerge from the credit crunch?» // Nov. 2008, RICS Conference Research Paper, London: 2008
59) M.H. Miller, F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *The Journal of Business* v. 34 (1961), p. 411-433.
60) Modigliani, F. and Miller, M. H., (1958). The Cost of Capital, Corporation Investment, and the Theory of Investment. American Economic Review, 48, 261–97.
61) Parli R., 2007, The education of a profession// The Appraisal Journal, Oct. 2007, pp. 433-452
62) Plattner R,1985, Value and price// The Appraisal Journal, Oct. 1985, pp. 372-391
63) Ratcliff R., 1964, A restatement of Appraisal Theory// The Appraisal Journal, Jan & April 1964
64) Rerolle, J., The fair value debate: from accounting utopia to financial realism //*Revue Trimestrielle de Droit Financier,* no. 4 2008 , digitized: http://www.ivsc.org/pubs/papers/0804_fairvaluedebate_rerolle.pdf
65) RICS/IPD,2008, 2008 Valuation and Sale Price report// Investment Property Databank, http://www.rics.org/Practiceareas/Property/Valuation/valsaleprice2008_041108_research.htm, accessed: November 2008
66) Ruskin J.,1862, Unto this last// N.ed. digitized: http://www.efm.bris.ac.uk/het/ruskin/ruskin
67) Sharpe W. ,1964, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *The Journal of FINANCE*, Vol. 19, No. 3. (September 1964), p. 425-442. (Stable URL: http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28196409%2919%3A3%3C425%3ACAPATO%3E2.0.CO%3B2-O)

68) Shlaes J.,1993, "Value: more than ever, in your eye" // The Appraisal Journal, January 1993 p. 425-460
69) Schmutz G. & McCormick L.,1934, Economic factors// The Appraisal Journal, January 1934, pp. 98-103
70) Schmutz G. & McCormick L.,1934, The factors affecting market price// The Appraisal Journal, April 1934, pp. 181-188
71) Schmutz G.,1934, Evolution of the Interpretation of Appraisal Principles// The Appraisal Journal, Jan 1948, pp. 40-48
72) Schmutz G.,1948, Valuation: today and everyday// The Appraisal Journal, April 1948, pp. 256-269
73) Slee R (Сли. Р.), 2007, Рынки публичного и частного капитала не заменяют друг друга // «Вопросы оценки» № 2, 2007 , стр. 4-17
74) Chris Thorne "Red Book 2008"// in "The Proceedings of the RICS International Valuation Conference Nov. 4, 2007" , RICS, London 2007
75) Thorson I., 1933, Relation of value to purpose of Appraisal// The Appraisal Journal, Jan. 1933, pp.104-122
76) Vandell K., 2007, "Expanding the academic discipline of real estate valuation"// Journal of Property Investment & Finance Vol. 25 No. 5, 2007, pp. 427-443
77) Wendt. P. Recent developments in Appraisal Theory, The Appraisal Journal, Oct 1969, pp. 485-494
78) А.И. Артеменков, И.Л. Артеменков, Г.И. Микерин, 2007, «Об Интегрированной теории оценки К. Мерсера» // Вестник ГУУ, №1 (19), 2007. - стр. 4-25

79) А. И. Артеменков, Г.И. Микерин, 2007, «О различии между профессиональной стоимостной оценкой и инвестиционно-финансовой оценкой: возможные объяснения с учетом происходящего «пересмотра понятий» //«Вопросы Оценки» № 2, 2007 – стр. 42-63

80) А.И. Артеменков, И.Л. Артеменков. «Постнеоклассическое движение в практической теории оценки: переход от стоимости к ценности и Международные Стандарты Оценки 2007» // «Вопросы оценки», № 4, 2007.

81) А.И. Артеменков, В.Б. Михайлец , 2008, Неоклассические и постнеоклассические перспективы в теории оценки стоимости: ФСО не для ПСО // препринт: http://www.labrate.ru/discus/messages/23/3476.html?1205829106
82) Велез- Пареья И.,2008, Будущее стоимостной оценки: от логарифмической линейки до Блекбери// Материалы X Международного Конгресса Российского Общества оценщиков 10 декабря 2008, М.: РОО, 2008
83) *Микерин Г.И., Смоляк С.А., 2006,* Измерения (оценки) справедливой стоимости для финансовой отчетности: применение методик оценки стоимости и методик приведенной стоимости в бухгалтерских оценочных расчетах (в измерениях, в расчетных оценках). // Вопросы оценки, № 3, 2006, с. 2-14.

84) Г.И. Микерин, О.И. Козлова, 2007, Стоимость корпорации: оценка и управление (о дискуссии по базовым понятиям) // http://www.appraisal.ru/phys/seepubl.asp?ID=2725
85) Г.И. Микерин, Е.И. Нейман, 2008, О концептуальной основе и о стандартах оценки стоимости имущества в условиях новой экономики // http://www.appraisal.ru/phys/seepubl.asp?ID=2988
86) Микерин Г.И., 2008, Третье дано – но только вместе с оценочными суждениями// Тезисы Круглого стола Лабрейт 22 апреля 2008, http://www.appraisal.ru/phys/seepubl.asp?ID=3031
87) Нейман Е.И., 2009, Стоимостной анализ как основа новой архитектуры экономических измерений //Библиотека Интернет Портала Лабрейт, Москва 2009 Stable URL: http://www.labrate.ru/articles/neiman_value_analysis-2008.htmhttp://www.labrate.ru/articles/neiman_value_analysis-2008.htm
88) Пирсон А. (A.Pearson), 2008, Набор знаний необходимых оценщиках// Вопросы оценки № 4, 2008; стр. 42-53
89) Л.Д. Ревуцкий ,2006, Методы доходного и нормативно-доходного подхода к определению рыночной стоимости предприятий. Мифы о доброкачественности получаемых оценок и действительность // «Вопросы Оценки», № 2, 2006 стр. 56- 72
90) Смоляк С.А., 2007, О некорректном применении математических методов в оценке рыночной стоимости. // Вестник университета. 2007. №1(19). Стр. 42-52
91) Смоляк С.А., Микерин Г.И., 2007, «Оценка эффективности инвестиционных проектов в сравнении с оценкой стоимости имущества: сходства, различия и перспективы» (http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionId=255&Id=2514)
92) Смоляк С.А., 2008, Некоторые теоретические проблемы оценки имущества". // Сайт оценщиков http://www.labrate.ru/articles/smolyak_article_2008-1_valuation_problem.htm.
93) Царихин К.,2005 «Экономика больших батальонов»// Журнал Акмос-Трейдинг «Валютный Спекулянт» №2,2005 стр. 43-52