Андрей И. Артеменков (artemenkov@rambler.ru), кафедра Экономических Измерений Государственного Университета Управления.

Владимир Б. Михайлец (mihail-mmm@mail.ru), начальник отдела оценки ЗАО «Профит-центр»

Эссе об неоклассических и постнеоклассических перспективах в теории оценки стоимости

с отступлениями на тему, почему Федеральные Стандарты Оценки устарели уже в тот момент, когда они были созданы.
(Рабочий вариант – сентябрь 2007)

В связи с принятием в России новых стандартов ФСО № 1,2, 3 взамен прежних стандартов № 519 можно наблюдать окончательное оформление оценочных понятий и принципов, значение которых устанавливается теперь законодательным образом. Поскольку сами стандарты достаточно коротки и не обеспечивают дедуктивной интерпретации провозглашенных в них же самих принципов, представляется необходимым сделать попытку анализа общего воззрения стандартов ФСО на профессиональную оценку.
Поскольку в ФСО из всех дозволяемых баз оценки, характеризующих виды обменной стоимости, реально теперь сохранилась только Рыночная стоимость (Ликвидационная стоимость в мировой практике (МСО 2007) теперь не признается базой оценки, а представляет собой минимально приемлемую цену обмена, основанную на инвестиционной стоимости продавца), сконцентрируем внимание на ее анализе: (Определение Рыночной стоимости по ФСО и МСО приведено в Табл. 1).
Сперва о происхождении этого определения Рыночной стоимости (РС). Хотя это определение содержится в законе РФ об оценочной деятельности с 1998 г., оно не является продуктом российского происхождения, и даже никак существенно не адаптировалось к условиям российского рынка. Представляется очевидным, что оно было позаимствовано из американской практики, в частности, из существовавшей на тот период редакции Стандартов USPAP, 11 издания «Оценки недвижимости» Института оценки США [21] (русский перевод этой фундаментальной работы был недавно опубликован РОО), «Терминов оценки недвижимости», и из некоторых законодательных норм США (акт FIRREA). [1] Единственным дополнительным условием русского определения РС, которое отличает его от американского, это уточнение того, что «объект оценки представля[ется] на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки», т.е. представляется так как он обычно представляется, но только если речь идет об открытом рынке.
Если анализировать данное определение, то понятно, что при его формулировке учитывались лишь воззрения на продажу достаточно ликвидных активов, обращающихся на широком (открытом) рынке, т.е. активов с характеристиками «финансовых титулов»[1], являющиеся предметом изучения инвестиционно-финансовой оценки (ИФО) [2]. Далеко не всякий вид недвижимости удовлетворяет характеристикам таких активов даже в США, о чем в период кризиса рынка недвижимости в США в начале 1990ых годов среди американских оценщиков велись убедительные дискуссии [3], которые, возможно, и привели к тому, что ныне в Стандартах USPAP не дается никакого конкретного определения Рыночной стоимости за исключением того достаточно разумного

[1] Под финансовыми титулами, также как в [10] , понимаются стандартизованные активы, торгуемые на активных ликвидных рынках: ликвидные ценные бумаги, обращающиеся на биржах, биржевые «коммодити» и сырьевые ресурсы, биржевые фьючерсы, опционы и т.д.

требования, чтобы оценщик излагал в отчете все подразумеваемые характеристики гипотетического обмена с оцениваемым активом, которые он приписывает определению рыночной стоимости.

Вряд ли следует напоминать, что в России для большинства типов активов и имущества, являющихся предметом профессиональной оценки, -- особенно «передовых» типов активов, таких как нематериальные активы, закрытые бизнесы и т.п. – не созданы условия и не имеется фактической практики обмена ими «на открытом рынке в условиях конкуренции». Однако это обстоятельство никак не смутило составителей ФСО. Видимо, для многих типов активов,- рассудили они, - достаточным будет определять идеальную стоимость, которой они бы обладали на «открытом рынке в условиях конкуренции». При таком видении, потребности реальных заказчиков оценок и отражение в них реальных (типичных, наиболее вероятных) условий обмена и дедуктивных процессов ценообразования здесь, конечно же, ни причем. Зачем допускать всякие иные базы оценки, вызванные жизненными потребностями, в частности «стоимость на ограниченном рынке», возможность применения которой устанавливалась в прежних стандартах оценки № 519? Конечно же, искусство оценки должно быть идеальным искусством, не отягощенным излишними сущностями и потребностями учета реальной действительности, а разрешенный вид (база) определяемой стоимости должна быть идеальной стоимостью – рыночной стоимостью в ее русском (устаревшем американском) понимании. Не важно, что эта стоимость для большинства объектов оценки (нематериальные активы, непубличные бизнесы, виды немассовой недвижимости (коммерческая, специализированная)) в реальном мире российской действительности может существовать только в сослагательном наклонении.

Сложно не согласиться с такой мудростью составителей ФСО. Однако, ареал обитания этой мудрости – это мир идеальной мысли и идеальной (чистой) теории стоимости; иными словами, это мир инвестиционно-финансовой оценки (ИФО), а не профессиональной стоимостной оценки (ПСО) [2]. Этот освещенный в Стандартах ФСО № 1 и 2 мир, на который, как мы видим, выходят кабинеты МЭРТа, не простирается за границы наиболее ликвидных (биржевых) рынков и, в большинстве случаев, он имеет малую уместность для реальной практики профессиональной (стоимостной) оценки (ПСО) и лежащей в ее основе практической теории стоимостной оценки и ее понятий. Этому есть объяснение. В последнее десятилетие в связи с процессом пересмотра понятий во всех областях экономических измерений, который набрал обороты во всем мире, происходит смена парадигм: парадигма, на которой покоится инвестиционно-финансовая оценка (ИФО), более не является парадигмой профессиональной стоимостной оценки (ПСО), теорию и практику которой собственно и призваны освещать и регулировать Стандарты ФСО в России [2]. Мир, в котором обитают теоретические части ФСО (Стандарты № 1 и 2), более не является предметом практической теории стоимостной оценки, в становление которой на основе поведенческих финансов и теории игр Нобелевскими премиями за вклад в область экономики были удостоены ее лауреаты 2002 (Вернон Смит, Д. Каннеман) и 2007 г. (Гурвиц, Майрсон). Поэтому регулирование представлений профессиональной стоимостной оценки с помощью парадигмы той области измерений, которая ныне является смежной, примерно столь же целесообразно как отказ от использования в ФСО концепций и определений из международных стандартов оценки (МСО) и их подмена представлениями (устаревшей) американской практики оценки недвижимости под предлогом соблюдения (российских?) национальных интересов.

Далее будет проанализирован смысл (экс)американо-российского определения рыночной стоимости и его отличие от того смысла, который вкладывается в это понятие в МСО и в практической теории оценки стоимости.

Поскольку ФСО, в отличие от того, как это сделано в МСО, не содержит «понятийных рамок» (разъяснительного комментария) для данного в нем определения РС, но представляет собой фактическую кальку с (экс-)американского определения рыночной

стоимости, то разумно будет обратиться к интерпретации ведущими американскими авторами соответствующих понятий, на которых основывается данное определение, всякий раз освещая возможные различия в проведении понятийно- лингвистического соответствия между схожими понятиями русского и английского языка, когда они имеются.

Неоклассический равновесный рынок как единственно возможная сфера профессиональной оценки, санкционируемая ФСО

Вот какую интерпретацию дает Питер Томсон представлению об «открытом рынке в условиях конкуренции» («open and competitive market») в своей работе «*Рыночная стоимость: подходит ли один размер для всех случаев»*:
«Условия конкурентного рынка обычно существуют, когда две или большее число сторон действуют независимо для того, чтобы получить для себя бизнес третьей стороны путем предложения наиболее выгодных условий. Открытый рынок может быть определен как доступный и свободный от создающих препятствия ограничений… Конкурентный и открытый рынок, поэтому, характеризуется множеством лиц, действующих независимо друг от друга, чтобы добиться для себя бизнеса третьей стороны, с той оговоркой, что рынок свободен от создающих препятствия ограничений. Учитывая характер прежних сделок с коммерческим имуществом, можно прийти к выводу, что без достаточных кредитных ресурсов [сделок с привлечением кредитных средств], конкурентный и открытый рынок не может существовать. Вместо этого, монополистические преимущества проистекают к тем лицам, которые способны доминировать на рынке благодаря их выгодному доступу к источникам капитала. Недостаток собственного капитала также может привести к монополистическим условиям на рынке. Как мы видели осенью 1992 г. нежелание кредиторов выдавать кредиты под залог недвижимости создало недостаток капитала, который повлиял на цены, выручаемые за имущество. Проблема оценки может быть усложнена тем, когда такие условия, которые по своей природе схожи с монополистическими, смешиваются с действительно открытыми и конкурентными рынками». [4] Таким образом, интерпретация «открытого рынка в условиях конкуренции» представляет собой достаточно жесткую интерпретацию, описываемую условиями конкуренции, близкими к идеальным. В частности, такая интерпретация необходима, чтобы иметь возможность применять для расчетов РС ряд моделей идеального рынка, разработанных в русле современной портфельной теории (СПТ), например, модель CAPM, а также затратный подход (см. ниже). С другой стороны, если учитывать соображения автора выше приводимой цитаты по поводу доступа к кредитным ресурсам как источника совершенной конкуренции, будет также необходимо свободным образом интерпретировать требование в российском определении РС, что платеж за объект оценки должен быть выражен «в денежной форме», например, так: что, хотя платеж должен быть выражен в денежной форме, фактически он способен проводиться за счет кредитных расчетов (к примеру, векселей). Действительно, вряд ли условия открытого и конкурентного рынка и требование к осуществлению платежа за счет денежной наличности совместимы между собой в современных институциональных обстоятельствах. Признавая это, американское определение РС, которое содержалось в американских стандартах оценки USPAP в 1996 г. и приводится в изданиях «Оценки недвижимости» Института Оценки США [21], в отличие от российской трактовки РС, также явным образом предусматривает возможность определения РС на основе платежа «денежной наличностью, ее эквивалентами, или иными явным образом определенными средствами» в зависимости от практики характерной на соответствующем рынке.

В США, как в стране с наиболее развитыми рынками, возможно фокусировать внимание профессиональных оценщиков на определении РС объекта оценки как будто бы сделка

осуществлялась на «открытом конкурентном рынке» (т.е. в реальных условиях соответствующего рынка, но при их максимальном приближении к идеальным условиям обмена на широких эффективных равновесных рынках). Однако, будет ли это удовлетворять российскому национальному интересу и интересам участников отечественных рынков? Приняв во внимание характер рыночного обмена для большинства объектов оценки, которые оцениваются профессиональными оценщиками в России (т.е. массу рынков, характеризующихся не стандартизованными и эпизодическими двусторонними сделками, с ценообразованием в них не имеющим рыночно-равновесного характера), можно только будет обнаружить несоответствие Рыночной стоимости (в ее интерпретации по ФСО) потребностям, целям и задачам оценки у большинства отечественных пользователей профессиональных оценок. Ведь потребителям профессиональных оценок чаще всего нужно знать не то, сколько их актив способен принести в условиях его обмена на идеальном рынке (это представляет собой сферу интереса инвестиционно-финансовой, но не профессиональной стоимостной оценки [2]), а то, за сколько его можно реализовать в существующих на дату оценки условиях, т.е. им необходимы консультации в отношении определения разумных запрашиваемых или предлагаемых цен с учетом обстоятельств и целей сделки у них (иначе говоря, «справедливых цен» или того, что в американской практике называется «liquidation price» - «цена реализации» [4]). Однако, если стандарт ФСО № 1 (п. 4) как-то еще намекает на потребность в определении цен как на предмет оценочной деятельности (ПСО), то стандарт ФСО № 2 (п. 3 и 4) явно не предусматривает такой возможности.

Принцип НЭИ на «неоклассических» рынках

Это приводит нас к необходимости рассмотреть следующий вопрос возникновения противоречий между «реальным» или «идеальным», который мы обнаруживаем в бытовой интерпретации и применении понятия о наиболее эффективном использовании (НЭИ) всякий раз, когда его стараются включить в контекст оценок, выполняемых на основе определения Рыночной стоимости по ФСО.

Дело в том, что представление о НЭИ имущества как об использовании, которое приводит к достижению максимальной его цены, не согласуется с предпосылками определения РС в ФСО. В определении прямо говориться, что РС - это «наиболее вероятная цена..». Из вполне очевидных соображений, наиболее вероятной цене соответствует наиболее вероятное использование [5] . При чем же тут принцип НЭИ, который свидетельствует об учете максимальных цен реализации или цен предложения в контексте определения рыночной стоимости?

История этого вопроса занимательна. Первое американское определение РС, разработанное Институтом оценки США в 1975г., начиналось со слов: «РС - это «самая высокая цена… (highest price)». Такое определение гармонировало с судебными определениями РС, поскольку американским судам в до- и после-военный период принадлежала роль законодателя мод в формировании оценочной практики и понятий, хотя компетенция судов была в основном ограничена лишь делами по изъятию земель у собственников для государственных нужд, прокладки дорог и т.п., и в таком контексте определение цены изъятия как максимальной цены представлялось справедливым для таких дел. В последствии с развитием саморегулирования общая оценочная практика в США обретала большую независимость от судебных прецедентов и анализировалась уже профессиональными организациями оценщиков. В результате, можно наблюдать, что после 1983г. определение РС Института Оценки (закрепленное с небольшими изменениями в некоторых законодательных актах США, регулирующих рынок

недвижимости и ипотечного кредитования, например, в акте FIRREA[2]) неотъемлемо начиналось со слов «Рыночная стоимость – это наиболее вероятная цена…». Представляется, что путаница о роле и статусе принципа НЭИ в контексте определения рыночной стоимости является следствием различного взгляда на «рынок». Рынки бывают разных типов. Тот рынок, который подразумевает «идеальная» РС в ее (экс)американо-российской дефиниции, можно назвать массовым и широким рынком. Все активы такого рынка торгуются в взаимосвязанности между собой. Хорошим примером будут рынки «финансовых титулов», высшим пределом взаимоувязанности у которых является «рыночный портфель» (представление о котором фигурирует, например, в модели CAPM у В. Шарпа). Именно возможность кристаллизации рыночного процесса на таких рынках как единого взаимоувязанного массово–атомистического процесса приводит к представлению о важности, которую играет равновесные условия («общерыночный эквилибрум») в качестве детерминанты цен. Можно понять озабоченность экономистов и инвестиционно-финансовых оценщиков разработкой моделей ценообразования, основанных на фундаментальном значении принципа массово- рыночного равновесия (модель процентных ставок Фишера, модель CAPM, арбитражные представления Модильяни и Миллера и т.п.). Действительно, для ценообразования активов на таких рынках важно, что на них никогда не бывает «бесплатного обеда»: это рынки в силу их открытости и конкурентности эффективны. На них побеждают силы, которые устремляют рынок к срединному равновесному состоянию. Силы, направляющие рынок к предельным (маржинальным) состояниям, обретают значимость только на этапах кризисов, в остальных же случаях они сами разбавляют или уравновешивают себя. На таких рынках, которые являются объектом изучения в неоклассической экономической теории (А. Маршалл, И. Фишер и др.), действительно, среднерыночное (наиболее вероятное) и наиболее эффективные использования устремляются друг к другу, коль скоро рынок находится или приближается к равновесному состоянию (см. сн. 11). На таких и только таких рынках вряд ли будет иметься какое-либо значимое внешне проявляющееся различие между НЭИ (и основанной на нем «наивысшей ценой») и среднерыночным использованием (и основанной на нем наиболее вероятной ценой) – так что можно сказать, что смешивание НЭИ и среднерыночного использования, лежащего в основе «наиболее вероятной цены», не представит большого вреда. Итак, в рассматриваемом контексте НЭИ для всех практических целей возможно будет отождествлять со среднерыночным использованием. Но реальная профессиональная оценка (ПСО) не проводится на таких рынках!

Рынки реального мира – относительность и индивидуализация обменного процесса на них.

Сложно понять, какое отношение такой в высшей степени совершенный рынок, который даже для ликвидных массово-торгуемых активов чаще всего является ненаблюдаемым идеалом, имеет, например, к обмену пакетом акций швейной фабрики в г. Бобруйске, который директор фабрики пытался продать уже второй год и обратился к оценщику с тем, чтобы оценить его? Влияние равновесного состояния некого (весьма далекого) «рыночного портфеля» на оценку доли в капитале такой фабрики в большинстве случаев можно будет объяснить не иначе как сверхъестественно умозрительными силами. Между тем, профессиональный оценщик сталкивается в своей практике с такими фабриками куда чаще, чем с заказами по оценке фундаментальной стоимости биржевых ценных бумаг.

---

[2] Именно такой процесс законодательного закрепления определений оценочных понятий и терминов представляет собой единственный разумный способ кодификации наилучшей оценочной практики. Государство не должно сочинять для оценщиков «правильные» определения. Этим видом деятельности должны заниматься профессиональные объединения и институты оценщиков. А государство может только перенимать их и вносить соответствующие изменения в той степени, в какой имеется потребность стандартизировать практику оценок для государственных нужд.

Такой оценщик невольно будет смотреть на ценообразование пакета фабрики «с позиции сделки» -- с позиции относительного влияния переговорных сил различных сторон подразумеваемой сделки (пусть даже и гипотетической). Рынок, о котором может лишь идти речь в таких оценках, -- это рынок, представленный двумя (даже гипотетическими) субъектами: «заинтересованным покупателем» и «заинтересованным продавцом». На нем в общем случае может и не быть «третьей силы»- конкурирующего покупателя или мириады других экономических агентов, проявляющих интерес к данному активу. Такой рынок -- это рынок, рассматриваемый с «позиции сделки», и именно с базовой привязкой к такому рынку было сформулировано международное определение РС в МСО.

О различных базовых взглядах на рынки в различных практиках стоимостных оценок (ПСО и ИФО) мы уже писали в работе [2], где был сделан вывод, что практика профессиональной стоимостной оценки (ПСО) может быть удовлетворительно описана лишь в рамках постнеоклассического экономического воззрения, в частности такого, на котором основывается *практическая теория стоимостной оценки*. Здесь же следует повторить, что, согласно дедуктивному анализу, определение РС в ФСО отражает «широкорыночную перспективу» и только ее, в то время как определение РС в МСО дано «с позиции сделки», т.е. с более общей позиции, и поэтому оно пригодно для использования при оценке как на активных массовых рынках, так и на немассовых рынках (т.е. на рынках индивидуализированных сделок с соответствующими допущениями о применимых обстоятельствах обмена актива и обменивающихся им сторонах). Только одного этого обстоятельства достаточно, чтобы привести к непримиримым расхождениям в трактовке обоих «видов» Рыночной стоимости -- «идеализированного» вида РС из российского определения и «рефлективного» вида РС в МСО, которое обладает достаточной гибкостью, чтобы путем введения (ныне обязательных) квалифицирующих допущений учитывать значительный спектр всевозможных механизмов обмена объектами оценки (а не просто подразумевать обмен на равновесном широком рынке, как это делается в определении РС в ФСО, хотя и с оксюморонной оговоркой относительно условий « типичной публичной оферты»): См. табл. 1.

Табл. 1 Сравнение определения Рыночной стоимости в ФСО и МСО

Рыночная стоимость	МСО	ФСО
Определение	Расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен актива на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения	При определении рыночной стоимости объекта оценки определяется наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда: одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение; стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах; объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки; цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было; платеж за объект оценки выражен в денежной форме. (это определение основано на *прежних* американских стандартах USPAP)
Характер определения	Определение «с позиции сделки» (transaction based view) (см. [2],[6]) Хорошо сочетается с современными воззрениями “практической теории стоимостной оценки” [2].	Определение с «позиции широкого рынка» (находящегося «в условиях конкуренции» и в равновесии, т.е. ближе к идеальному рынку, чем в случаях, учитываемых в определении МСО), таким образом, оно более близко к сущности фундаментальной стоимости («Рыночной ценности») (см. [2]) В данной интерпретации Рыночная стоимость = Стоимости на открытом рынке (Open Market Value). [8] Хорошо сочетается с теоретическими воззрениями на идеальный рынок (СПТ) [2]
Границы применимости	Подходит ко всем активам, которые могут участвовать в гражданском обороте, в т.ч. и к слаболиквидным активам [6]	В силу широкорыночного характера этого определения оно исключает многие слаболиквидные активы из границ своей применимости (в отличие от определения МСО). Например, согласно определению ФСО, *специализированные активы* не обладают рыночной стоимостью, поскольку если бы их можно было бы продать «на открытом рынке в условиях конкуренции» , то они бы противоречили своей сущности и не были бы специализированными.
Результат применения	Стоимость будет учитывать реальные (наиболее вероятные) обстоятельства обмена. Кроме того, ее необходимо всегда квалифицировать при практическом применении дополнительными допущениями подразумеваемого обмена. (см. МСО 2 2007, МР-3)	Весь спектр допущений установлен в самом определении, каковы бы не были наиболее вероятные обстоятельства обмена актива, Цель измерения состоит всегда в том , чтобы установить стоимость достижимую «на открытом рынке в условиях конкуренции».
Последствия применения к некоторым активам	В силу общности определения, наиболее вероятные обменные стоимости активов не будут искажаться за счет понятийных рамок определения.	*При оценках бизнеса*: такое определение не подразумевает потребности во введении ни скидок/премий за контроль, ни скидок на недостаток ликвидности. На «открытом рынке в условиях конкуренции» нет причин для возникновения таких скидок/премий. [7] Определение во многих случаях, поэтому, будет приводить к завышению реальной обменной стоимости активов

Принцип НЭИ на реальных рынках

Теперь возвратимся к вопросу о НЭИ, но применительно к реальным рынкам. Следует думать, что принцип НЭИ в его абсолютном восприятии также не является принципом, лежащим в основе обмена и оценки активов на таких рынках. Есть тип активов, особенно характерный для некоторых ниш практики ПСО, – а именно, нестандартизованные неликвидные активы (например, специализированная коммерческая

недвижимость, и, в особенности, нематериальные активы),— для которых концепция НЭИ (так как она определяется в МСО или в «Определениях терминов» Института Оценки) не выглядит естественной в свете современных представлений *практической теории стоимостной стоимости*, но для которых оценщиков часто учат применять НЭИ в первую очередь. Мы имеем возможность рассматривать такие активы и рынки для них только с позиции индивидуализированных сделок, когда актив выставляется на «рынке» в течение достаточного периода экспозиции. В таких условиях согласование переговорных позиций продавца и различных нашедшихся претендентов на покупку приводит к установлению некоего диапазона соотносимых цен предложения и спроса, которые будут удовлетворительными для обеих сторон так, что сделка может быть заключенной в каждой точке этого диапазона. Как правило, областью наличия такого удовлетворительного диапазона является превышение инвестиционной стоимости покупателя над инвестиционной стоимостью продавца на определенную относительную величину [9;10], а предельным условием выполнения обмена будет равенство инвестиционной стоимости продавца и покупателя [6]. Так или иначе, в таких условиях можно говорить о формировании обменной цены на базе разности в эффективности использования того или иного объекта оценки, измеряемой ожидаемым чистым денежным потоком: чтобы сделка была совершена, использование покупателя должно быть более эффективным, чем использование продавца. Но должно ли оно быть просто более эффективным в относительном плане, или обладать некоторой степенью эффективности в абсолютном плане, чтобы сделка состоялась – зависит от условий (или, вовсе, наличия) конкуренций претендентов на покупку объекта оценки и конкретного подразумеваемого механизма обмена (индивидуально согласуемая двухсторонняя сделка, английский аукцион, голландский аукцион, двухсторонний аукцион и т.п.). Без привязки к подразумеваемому механизму обмена нестандартизованным активом никаких общих правил определения того, что будет реализацией эффективного использования, установить нельзя. Представляется, что эта мысль следует из теории разработки обменных механизмов, за которую в этом году были награждены Нобелевской премией Л. Гурвиц, Э.Мэскин и Р. Майерсон [9].

Поэтому, в среде обмена рассматриваемыми активами говорить об эффективности их использования можно только разве что в относительном плане с явным объяснением применяемых при этом допущений-критериев определения эффективности как для подразумеваемого «заинтересованного покупателя», так и «заинтересованного продавца». Вовсе не факт, что для того, чтобы «гипотетическая обменная сделка» состоялась, необходимо в качестве допущения обмена предусматривать самое эффективное использование из всех возможных или самую большую разность инвестиционных стоимостей у обменивающихся сторон. Говорить же о какой-либо (наибольшей) вероятности эффективного использования в статистическом смысле, когда речь идет об обменах не стандартизованными активами в двухсторонних индивидуализированных сделках, также бессмысленно, поскольку вероятность таких сделок или соответствующего использования, лежащего в их основе, нельзя характеризовать эмпирически на основе какого-либо распределения (просто нет или бывает недостаточно соответствующих данных чтобы его охарактеризовать, т.к. объект является уникальным и без истории недавних сделок с ним), а «вероятность» того или иного допущения, положенного в основу гипотетической сделки в определении Рыночной стоимости «с позиции сделки», является «100%», поскольку значение Рыночной стоимости выводится исключительно на основании принятого допущения об обстоятельствах обмена, а при иных допущениях о них Рыночная стоимость была бы не просто другая -- она бы носила другой характер, несопоставимый с прежним.

Как мы указывали на это в работах [2;6], проводить ценообразование нестандартизованных объектов оценки (в отличие от финансовых титулов-объектов ИФО) на основе понятий, принципов и методов ИФО, в частности статистических методов, в

общем случае нельзя. В этом контраст ПСО с широко-рыночным характером и представлениями ИФО. Роль «заинтересованного покупателя» и «заинтересованного продавца» в обменных процессах, характерных для ПСО, слишком индивидуальна и проактивна, чтобы ее можно было описывать какими- либо статистическими техниками («наибольшая вероятность») или маржинальными представлениями («побеждает 'маржинальное' (самое эффективное) использование»). Эти представления взяты из другой оперы—оперы широких открытых рынков, характерных для финансовых титулов и ИФО. Вот как проводит данное принципиальное различие Ирвинг Фишер в своей классической работе «Теория процента» ((1930) Гл. 10, пар. 12):

«*В среде теоретиков ценообразования является давно признанным фактом, что теоретическое определение любой цены в специальной сделке, или торге (haggle) [т.е. в индивидуализированных сделках с нестандартизуемыми активами] между двумя лицами, каждое из которых осознает свое влияние на вытекающую единую цену, является более сложным, чем по сравнению с полноценным конкурентным рынком, на котором каждый отдельный человек является таким мало значащим фактором, что он не осознает своего влияния на рыночную цену [именно такой рынок мы называем также иногда «широким» или «массовым»]».*

Если по общему признанию (но не по ФСО) Профессиональная Стоимостная Оценка (ПСО) имеет наиболее тесное отношение к «торгу» и моделированию-отражению поведенческих мыслительных процессов участников таких торгов, определение стоимости на основе которых, как мы показали, идет с «позиции (подразумеваемой) сделки», то инвестиционно-финансовая оценка (ИФО) рассматривает обезличенный массовый процесс на широких активных рынках. Рынок в ПСО -- на самом базовом уровне – это взаимодействие двух сторон, «заинтересованного покупателя» и «заинтересованного продавца», в рамках «торга», ведущегося по определенным правилам. Эти две стороны индивидуализируются и им вменяется определенная динамика взаимодействия в рамках вводимых оценщиком в понятие о Рыночной стоимости конкретных допущений об обстоятельствах обмена. Ныне в ПСО, практикуемой как на основе МСО 2007, так и на основе современных USPAP, просто понятие о рыночной стоимости без дополнительной спецификации конкретного обменного процесса – это бессмысленное понятие. В этом можно видеть признание проактивной роли «заинтересованного покупателя» и «заинтересованного продавца» как «маркет-мейкеров» -- индивидуализированной активной силы «создающей рынок».

Три подхода к оценке – продукт господства неоклассических представлений в стоимостной оценке.

Теперь снова переместимся в плоскость практики ИФО. Широкий активный рынок – это рынок «атомистических участников», влияние каждого из которых на процесс ценообразования, рассматриваемый «в общем», пренебрежимо мало. Такие участники фактически не устанавливают, а только «принимают цены» (price-takers). Массовость торгового процесса на таком рынке и стандартизованность товара на нем наделяет процесс ценообразования активов эмерджентными свойствами, связанными с понятием о равновесности таких рынков как устойчивой формой их функционирования. Свободные действия «заинтересованного продавца» заменяются действием закона (кривой) предложения, а свободные действия «заинтересованного покупателя» -- законом (кривой) спроса. Учитывая множественность участников рынка и массовость стандартизованного актива, обмениваемого на таком рынке, естественным результатом является взаимодействие спроса и предложения в направлении установления эквивалентности (равновесия) между ними. В такой точке равновесия и, казалось бы, наблюдается стационарность массового обменного процесса, приводящая к «очистке рынка». Предпосылка равновесия – «очистки рынка»-- поэтому закладывается в основу ценообразования и определения стоимости активов на массовом рынке. Если же

равновесие нарушается по тем или иным причинам, то предполагается, что рациональная заинтересованность участников рынка (которые аксиоматически считаются в неоклассической теории полностью информированными о состоянии рынка, а рынок, поэтому, признается естественным образом эффективным и определенным (детерминированным)), способна восстановить его. Важная особенность в таком мышлении в том, что, рассматривая рынок «сверху» -- с позиции действия общерыночных законов спроса и предложения, – все равно приходится прибегать к введению определенных достаточно жестких допущений о действиях на «низовом уровне» -- на уровне конкретных рыночных участников, а именно допущений об их мотивации в качестве *рациональных производительных* агентов (с полным знанием информации, в т.ч. о форме кривых спроса и предложения). Если проводить аналогию, это все равно, что рассматривать теорию газа и при этом требовать соблюдения определенного механизма поведения всеми молекулами этого газа. А проблема еще усложняется тем, что поведение «молекул» на самом деле разное, и принадлежат они разным «веществам»: ведь реальный массовый активный рынок имеет игроков с различными целями их участия на нем: одним игрокам (производительным агентам) рынок нужен, чтобы проводить сбыт и реализацию своих товаров и получать дальнейшие сигналы для их производственных усилий, другим (спекулянтам) он нужен как средство обогащения за счет колебаний цен. К примеру, рациональным действием последнего класса участников является стремление, противоположное стремлениям производителей,— стремление уводить рынок от состояния равновесия («подкачивать тренд»), а не стремление уравновешивать рынок за счет выгод от чистого производства/потребления.

Таким образом, характером мотивации и поведенческим интересом индивидуальных сторон сделок–теперь «атомов» в рамках массового обменного процесса— невозможно пренебрегать. Этот характер по-прежнему накладывает отпечаток на характер всего рынка и массового обменного процесса на нем. Поэтому, массовый обменный процесс в реальности редко когда бывает равновесным и детерминированным. Классическая и неоклассическая экономическая теория решает эту проблему о комплексности мотиваций, вменяя ограничения на характер поведения экономических агентов, чтобы обеспечить действие взаимоуравновешивающих сил спроса и предложения— они рассматриваются как безгранично рациональные экономические максимизаторы, старающиеся получить наибольшую выгоду (отдачу) от любой сделки. В этом, например, некоторые авторы видят происхождение принципа наиболее эффективного использования, заявляя также, что данный принцип не реалистичен, поскольку на самом деле с поведенческой точки зрения большинство участников стремятся не найти *наилучшее* инвестиционное решение и не максимизировать свою выгоду (ведь это, помимо прочего, требует осведомленности о бесконечных альтернативах), а принять *приемлемое* решение, которое удовлетворяет их запросам с учетом их уровня знания и предпочтений инвестирования (т.н. «доктрина удовлетворения» - «satisficing») [5].

Между тем взгляд на активные массовые рынки с позиций экономических агентов-максимизаторов, в результате действий которых рынок всегда возвращается в состояние равновесия, настолько прочно вошел в понятия и практику всех типов экономических измерений-оценок (а также инвестиционного анализа), что даже лежит в основе многих догм - например, догмы о трех подходах к оценке и т.п.

Проясним это на примере.

Рассмотрим действие экономических агентов - максимизаторов в условиях, когда массовый рынок не находится в состоянии равновесия. В каждом случае, следуя логике «маршаллианских ножниц» (рассмотрение принципа спроса во взаимодействии с принципом предложения), будем анализировать как спрос, так и предложение. Для начала предположим обобщенный случай массового рынка: спрос на актив является эластичным по цене, предложение способно реагировать на изменение уровня спроса так,

что продавцы, подстраивая свое производство под ожидаемые нужды рынка, стремятся всегда достичь наибольшей выгоды для себя. Рассмотрим крайнее состояние рыночного неравновесия и проследим его исход в эволюционном плане. Такое состояние может, например, наблюдаться при образовании нового рынка. Представим себе образование рынка коммерческой недвижимости (например, развлекательных центров) в городе N , в котором до этого вовсе не было коммерческой недвижимости, при наличии спроса на нее. Первый проект строительства объекта такой недвижимости в городе N будет способен удовлетворить верхний эшелон спроса, представленный самыми богатыми жителями города. Естественно, отдача девелопера по такому проекту строительства будет весьма высокой и, возможно, многократно покроит затраты на него. В условиях такой ситуации крайнего неравновесия, когда имеющийся экономический спрос многократно покрывает объем предложения, затраты на строительство объекта имущества не могут являться критерием обменной стоимости этого имущества. Таким образом, на начальном этапе становления рынка имеется большой спрос на услуги, но незначительное предложение. Это является признаком рынка, далекого от равновесия, и движущегося по пути к наполнению спроса. Рентабельность деятельности первых девелоперов на такой стадии очень велика.

Последующее строительство новых объектов будет приводить к насыщению верхних самых выгодных эшелонов спроса и падению предельной выгодности (эффективности) использования каждого объекта последующей постройки (например, как только будут насыщены потребности высших классов общества в развлекательных центрах, то центры для развлечения широкой публики будут реализовываться уже только по более низким расценкам). Рубль, вложенный в каждый последующий новый проект строительства развлекательных центров для насыщения спроса, будет давать меньшую отдачу. Например, рубль, вложенный в строительство первого центра в городе, - 600% чистой отдачи; рубль, вложенный в строительство второго центра, – 300%, рубль, вложенный в строительство третьего центра – 150%; 5-ого – 40% и т. д.[3], пока плотность покрытия развлекательными центрами города N не достигнет определенного критического уровня, когда рубль, вкладываемый в проект строительства дополнительного центра, не даст уже никой чистой отдачи и лишь возместит сам себя. Такое падение отдачи связано с насыщением спроса: при последующем увеличении количества центров будут способны удовлетворяться все менее эффективные или менее полезные новые использования. На данной стадии весь экономический спрос уже поэтому оказывается удовлетворенным, а точка равновесия достигнутой: дальнейшее увеличение предложения не найдет для себя соответствующего спроса.

Если бы соответствующий рынок недвижимости был близок к идеальному, а строительный цикл на таком рынке занимал мало времени, то такую точку равновесия экономическим агентам данного рынка – действующим как на стороне спроса (ключевой арендатор), так и на стороне предложения (девелопер) -- можно было бы легко

---

[3] Такая прогрессия убывающих отдач при принятии каждого последующего инвестиционного проекта представляет собой иллюстрацию хорошо известного в неоклассической экономической теории «закона убывающей предельной отдачи» [11]. В данном примере со строительством развлекательных центров мы предполагаем, что любой инвестор может предпринять проект такого строительства, и что отрасль не является монополистичной. Пример с развлекательными центрами, может быть, и не лучшая иллюстрация соответствующих оценочных принципов на широком конкурентном рынке, поскольку строительство центров является капиталоемким и длительным процессом, а введенный в эксплуатацию центр монополизирует соответствующий рынок в данном месте и, по существу, является уникальным, а не однородным «бесконечно делимым» товаром. Тем не менее, мы специально избрали такой сложный пример, чтобы продемонстрировать трудности применения свободно-рыночных маржиналистских неоклассических воззрений к реальным экономическим процессам в той области, которая имеет определенную распространенность в практике профессиональной стоимостной оценки (ПСО). Действительно, объекты оценки, рассматриваемые в ПСО, редко обладают свойствами стандартизованных практически бесконечно делимых и массовых объектов (т.е. «финансовых титулов», сырьевых товаров, сельхоз и бакалейной продукции и т.п.).

установить (особенно рациональным всеобъемлюще информированным агентам, представляющим идеал неоклассической теории). Характерным признаком для такой точки будет стремление отдачи у девелоперов и арендаторов к нулю (или, если учитывать наличие кредитного рынка, то ее приближение к среднему ссудному проценту в экономике [11]) -- т.е. доходы от реализации каждого нового производственного проекта будут стремиться к затратам на него[4]. Таким образом, мы наблюдаем, что в точке равновесия рынка стоимость, по которой актив, скорей всего, будет обмениваться, соответствует затратам на него. Затраты в таком контексте в каком-то смысле выступают принципиальным системо - регулирующим «барьерным» показателем. Например, если по каким-то причинам на том или ином рынке возрастает устойчивый спрос, то может оказаться возможным проведение дальнейшего наращивания предложения, выгода от чего, в конечном счете, перекроит требуемые текущие затраты или капитальные затраты, при этом в ходе реализации данных действий или проектов приводя рынок снова к равновесию. Таким образом, критерий затрат и их объем, согласно неоклассическим воззрениям, являются принципиальным моментом при решении вопроса о принятии проекта или решении, какую минимальную сумму запрашивать при продаже объекта (имущественного комплекса, созданного в результате реализации проекта) или при оказании услуги на его базе. Именно в этом смысле затраты являются «барьером»: чтобы проект осуществлять или оказывать услугу (производить товар) на его базе, выгоды, притекающие за счет удовлетворения рыночного спроса на конечную услугу или товар, должны превысить соответственным образом распределенные капитальные и текущие затраты на этот конечный продукт, или (используя, аналогию А.Маршалла) давление в «рыночном котле» со стороны спроса, сверх равновесного спроса, должно быть больше «притягивающей силы» затрат, определяющей момент, в который производители откроют «клапан» котла, т.е. начнут выводить на рынок новые товары или услуги на базе прежнего производственного капитала или за счет новых инвестиционно - производственных проектов, компенсирующие избыточный спрос. Насколько велика должна быть разность между давлением избыточного спроса и прижимной силой пружины затрат, чтобы такой клапан открылся? Иными словами, насколько сильно рынок должен выйти из состояния равновесия, чтобы побудить к действию силы, которые могли бы привести его назад в это состояние (в котором, как показано (см. также [11], [12]), извлекаемые выгоды становятся снова равными или лишь чуть-чуть превышающими затраты (отдача снова становиться неотрицательной, но не более величины равновесной процентной ставки ссудного рынка). На этот вопрос в неоклассической экономической теории не дается никакого ответа[5] кроме того, что на идеальном («свободном и конкурентом») рынке в долгосрочном плане

---

[4] Помимо рынка доходо-приносящей коммерческой недвижимости ситуацию можно обобщить и на другие случаи. Без изменения выводов возможно, например, рассмотреть другие категории активов типа неспециализированных машин и оборудования для использования в производстве и потребительские товары и услуги. С точки зрения потребителей производственных активов будет наблюдаться нечто подобное: если товар того или иного рынка является производственным активом, то достижение равновесия и отсутствие дальнейшего спроса на него будет означать, что покупатели (инвесторы) не видят дальнейшего смысла направлять актив для использования в некотором производстве—экономическая полезность потребления дополнительной единицы такого производственного актива для них будет равна нулю (т.е. доходы от реализации инвестиционного проекта с использованием такого актива будут ,скорей всего, близки к затратам), либо возможно будет перейти на актив-субститут, цена которого оказывается ниже; если же товар рассматриваемого рынка является непроизводственным (конечным) товаром, например, товаром народного потребления, – то, вообще говоря, на стороне спроса проявляется та же закономерность, только «полезность» уже нельзя будет измерять экономическими категориями (например, показателем отдачи) и она становиться психологическим понятием, т.е. не предметом стоимостной оценки или инвестиционного анализа. Другое дело, что поскольку производственные активы чаще всего не являются однородными «бесконечно делимыми» товарами, говорить о соответствующих рынках как о рынках, которые стабилизируются и стремятся к состоянию равновесия и большее время прибывают в нем, не всегда возможно.

[5] Возможно поэтому в применениях ее к задачам ПСО данный вопрос и вовсе игнорируется.

это обязательно произойдет, а «нормальная» (долгосрочная) обменная стоимость продукции рынка будет таковой, что, в конечном счете, она будет соответствовать затратам на производство продукции на долгосрочной перспективе с учетом некоего уровня предпринимательского стимула [12][6].

В действительности же можно сказать, что реальный массовый рынок не является детерминированным или описываемым механическими аналогиями, как это склонна делать экономическая неоклассика. На реальном рынке всегда есть место господству неопределенности и поэтому все понятия о спросе, предложении, равновесии и т.д. вряд ли имеют конкретное объективизируемое воплощение. Чем более сложен, длителен и капиталоемок производственный процесс актива, обменивающегося на соответствующем рынке, и чем к большему числу различных видов использования пригоден данный актив, тем более сложно производителям и потенциальным инвесторам будет рассчитать равновесный уровень насыщения рынка, да и вовсе определить границы самого этого рынка. Их действия могут привести к тому, что рынок может перейти из состояния дефицита (спрос, сверх спроса, который ранее был равновесным) не к точке равновесия, а перескачить ее и войти в стадию избытка[7]. Фактически поведение рынка в таком случае будет характеризоваться не возвращением в состояние равновесия, а проявлять себя подобно маятнику в настенных часах. Как известно, для маятника в таких часах точка равновесия имеет некий смысл гармонии и симметрии, но описывать поведение маятника в предположении, что он в основном пребывает в нижнем положении (точке равновесия) вряд ли является в какой-либо мере целесообразным, поскольку заведенный маятник как раз большее время пребывает вне точки равновесия. То же самое и с реальными рынками и объектами, с которыми отчасти связана ПСО (производственные активы, машины и оборудование, недвижимость) (см. Рис.1[8]). Хотя по мере того, как мы начинаем говорить о рынках «финансовых титулов» или о рынках продукции, объем производства которой можно с легкостью контролировать и подлаживать под спрос (рынки ряда потребительских товаров, соль, спички и т.п. -- назовем их стационарными или «условно-равновесными рынками»), для них неоклассическая теория рыночного поведения, подразумевающая открытый рынок,конкуренцию, тесное взаимодействие между спросом и предложением детерминированность законов ценообразования, и, в конечном счете и в результате всего этого, равновесие как центральное устойчивое состояние, может быть вполне приемлемой, по крайнем мере, в первом приближении.

Итак, как следует представлять процесс оценки на открытых конкурентных рынках наподобие тех, которые подразумеваются в неоклассике и с которыми в основном связана практика ИФО (Рис.1)?

---

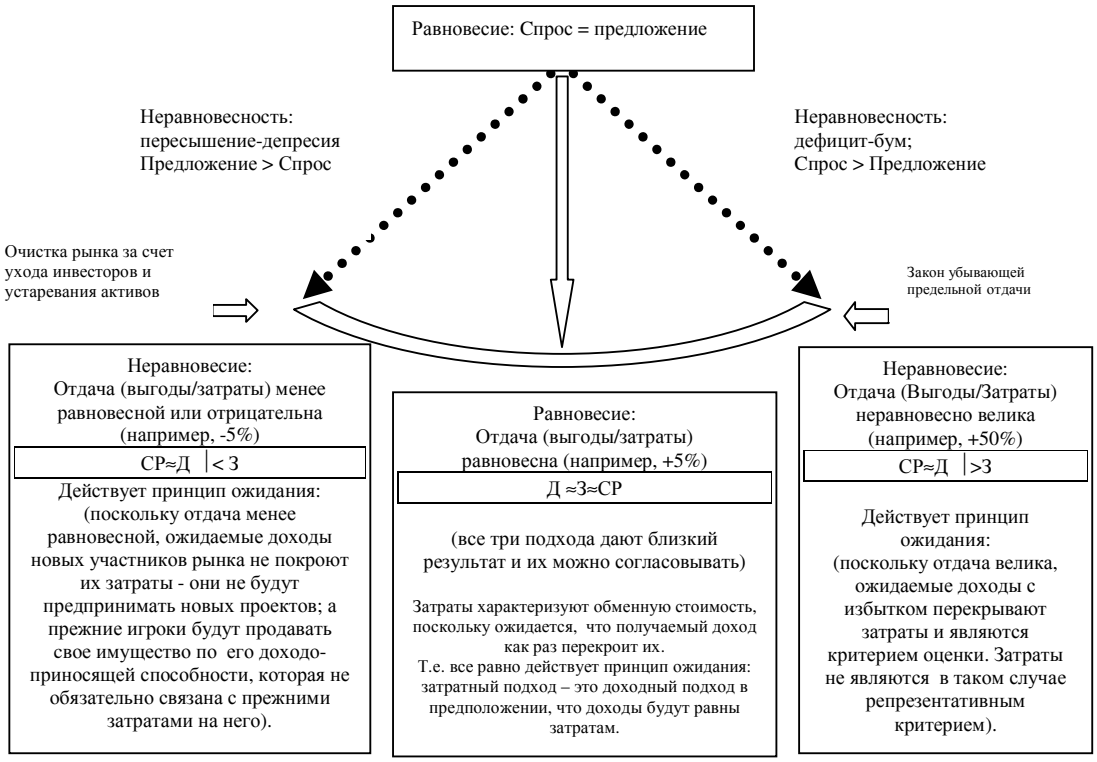
[6] Об этом уровне можно сказать только то, что он, как показал Фишер [11], в условиях определенности равен ссудному проценту на рынке заемного капитала, а, в иных условиях, ожиданиям доходности по общедоступным альтернативным инвестициям. Поскольку оценка активов по затратному подходу предполагает в качестве своего допущения равновесие рынка в конечном счете (см. ниже), эта доходность не может быть сверх-доходностью и тем более не может отражать какие –либо специфические для проекта «риски девелопера» (однако, если последние носят характер ожидаемых затрат, то они должны относиться к стороне затрат). В бухгалтерских измерениях признаются эти обстоятельства: например, применение метода АЗЗ при оценке имущества для МСФО не предусматривает учета «предпринимательской прибыли» [13].

[7] Это будет означать, что производители переусердствовали со своими производственными или инвестиционными планами в надежде покрыть спрос, вызвавший дефицит, и теперь их стало слишком много для рынка, так что отдача по их производству, становиться уже не только не сверхприбыльной, но и отрицательной (поступившие выгоды меньше, чем совокупные затраты). Конечно, часть производителей могут покинуть рынок, осознав это, и тем самым восстановить равновесие, но этот обратный процесс возвращения к точке равновесия не будет быстрым, да и в реальности не всегда возможным.

[8] К сожалению, следует признать, что аналогия с заведенным маятником также является не до конца удачной, поскольку никакая механическая аналогия не сможет отразить поведение механизма, управляемого не детерминированными законами и функционирующего в условиях внутренней неопределенности, каковым является реальный массовый рыночный процесс.

Ради строгости нам сразу надо оговориться, что в неоклассике (и ее приложениях, даже таких как модель CAPM) оценка стоимости рассматривается только как оценка долгосрочной стоимости (Маршалл называет ее «нормальной стоимостью»), т.е. обменной стоимости, которую актив будет иметь не в какой-то момент времени, а в среднем большее число периодов на определенном долгосрочном интервале времени. Иначе говоря, речь идет об обменной стоимости в условиях рыночного равновесия. Речь вовсе не идет о Рыночной стоимости «на дату оценки».

Тем не менее, коль скоро рынок является в достаточной степени массовым, рыночную стоимость – как наиболее вероятную цену на дату оценки, основывающуюся на наблюдаемых недавних ценах -- можно, если имеются сопоставимые свидетельства, определять по сравнительному подходу. Согласно неоклассике, сравнительный подход не является независимым подходом (процессом) при ценообразовании активов, а данные, лежащие в его основе, представляют собой результат взаимодействия принципов оценки, лежащих в основе других подходов, - принципов («ножниц») спроса и предложения, принципа ожидания и принципа оптимизации. Эти принципы не являются независимыми и действующими в отрыве друг от друга, а представляют собой единое иерархически увязанное полотно утверждений неоклассической теории оценки стоимости. К сожалению, в «Оценке недвижимости» Института Оценки США, а, вслед за этой работой, и в МСО (раздел ОППО) и в некоторых других стандартах теория оценки формулируется как калейдоскоп отдельных принципов без объяснения какой-либо взаимосвязи между ними, и в результате у пользователей такой литературы формируется весьма расплывчатая картина о содержании и предпосылках того, что выдается за единую теорию оценки и роли различных подходов в ней. В Табл. 2 приведена попытка рассмотреть принципы оценки в их иерархической целостности.



Где:
СР- Результат оценки по сравнительному подходу;
Д- результат оценки по доходному подходу;
З - Результат оценки по затратному подходу.

Рис 1. *Рыночный маятник: схема состояний массового неравновесного рынка и соответствующие подходы к оценке, уместные для отображения текущего состояния рынка.*

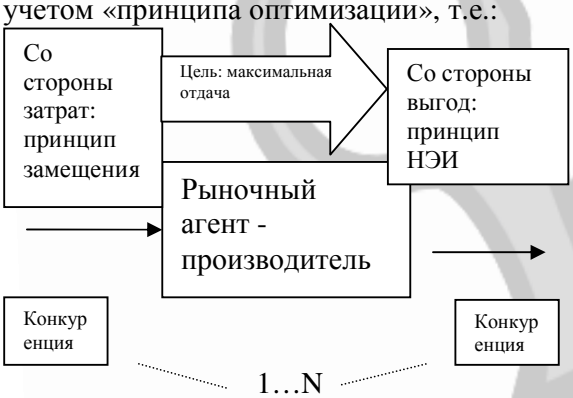
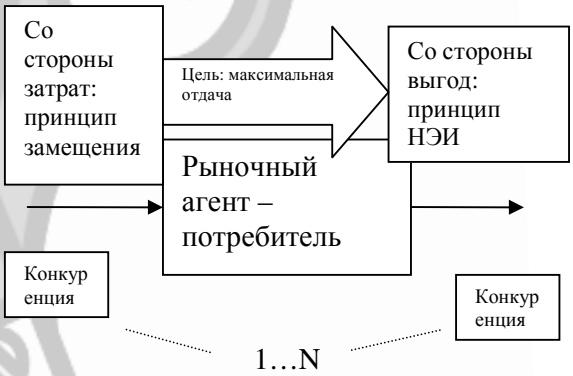
<table>
<tr>
<td>Принцип предложения:
Анализ ожидаемого соотношения выгод и затрат от производства (Анализ: «выгоды-затраты», наподобие установления IRR) с учетом «принципа оптимизации», т.е.:
 
</td>
<td>Конкуренция
Принцип спроса:
Анализ ожидаемого соотношения выгод и затрат от последующего использования (Анализ: «выгоды-затраты», наподобие установления IRR) с «учетом принципа оптимизации», т.е. :
 
</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="2">Условно -равновесный («открытый и конкурентный рынок»)- участники являются всеведущими, действуют в своих интересах и их атомистически много.
Взаимодействие принципа спроса и принципа предложения: Совместное действие закона убывающей предельной полезности (со стороны спроса) и закона убывающей предельной отдачи (со стороны предложения). => Установление (условного) равновесия: выгоды = затраты.
Выгоды (Д)
Затраты (ЗП)
Совершается множество сделок. В среднем, на условно-равновесных рынках, находящихся в условиях равновесия, все три подхода будут действительно давать сопоставимые результаты.</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="2">(Нормальная) обменная стоимость = Затратный подход (приблизительно) = доходный подход.</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="2">(В иных случаях результаты будут разными… (См. Рис. 1).)</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="2">Но фактически на реальных массовых рынках в каждой сделке реализуется своя цена: реально участники не являются совершенными и рациональными. Сделки могут совершаться не обязательно в тот момент, когда массовый рынок находится в состоянии равновесия:
Цены 1…N
Сравнительный подход: ∑ 1…N Агрегация цен на определенную дату оценки – установление уже (не «нормальной»), а рыночной стоимости (т.е. на дату оценки).</td>
</tr>
</table>

Таблица 2. *Принципы оценки и подходы к оценке на массовых рынках согласно неоклассике*

Из таблицы 2 видно, что процесс ценообразования, как предполагается в неоклассике, происходит за счет действия определенных принципов на конкурентных рынках, но сама неоклассическая теория никогда не заходила так далеко, чтобы формулировать какие-либо подходы к оценке. Представление о трех или большем числе подходов к оценке – есть результат американской судебной практики, которая затем была закреплена во многих учебниках и стандартах [15]. Фактически, неоклассическая теория признает, что обменная стоимость, в конечном счете, определяется ожиданиями о получаемых в будущем чистых выгодах (идея доходного подхода). Но за счет действия конкуренции на открытых массовых рынках состояние таких рынков стремиться к равновесному, и поэтому в долгосрочном плане выгоды скорей всего будут такими, что не смогут значительным образом перекрывать затраты (в противном случае возможность сверхприбыли привлечет

производственного конкурента и нивелирует саму себя). Последнее обстоятельство создает почву для возможности применения затратного подхода при оценке обменной стоимости производственных благ. Однако затраты будут соответствовать обменной стоимости только для производственных благ и только в моменты, когда их рынок находиться в состоянии равновесия или способен быстро возвращаться к этому состоянию за счет действия конкуренции.

На этот счет Маршалл замечает: «Влияние затрат производства на [обменную] стоимость не раскрывает себя явным образом иначе как на достаточно длинном периоде времени, и оно должно рассматриваться принимая во внимание совокупный процесс производства, а не производство определенного локомотива или определенной совокупности товаров… Затраты производства оказывают незначительное прямое воздействие на стоимость, за исключением случаев, когда покупатели способны с легкостью дожидаться производства новых поставок. К тому же, нет никакой связи между затратами производства и ценами, когда мы рассматриваем ситуацию с продовольствием в осажденном городе или ситуацию с хинином, запасы которого истощились на острове, пораженном лихорадкой, или для картины Рафаэля, или для книги, которую никто не удосуживается прочесть, или для броненосного корабля устаревшей конструкции, или для рыбы, рынок которой пересыщен или когда рыба, наоборот, в дефиците, или для треснутого колокольчика, или для ткани, расцветка которой вышла из моды, или для дома в шахтерской деревне, покинутой шахтерами.» [12]

Иначе говоря, применение затратного подхода возможно оправдать лишь на конкурентных условно-равновесных рынках. Но даже на них затратный подход не имеет независимой сути. По существу, его применение будет подразумевать в качестве допущения, что производитель (или продавец) ожидает получить выгоды от своей деятельности в размере понесенных им затрат. Таким образом, «затратный подход» представляет собой особую технику вычислений дохода при оценке производственных благ в предположении, что рассматриваемый рынок конкурентный и в основном находится в состоянии равновесия[9]. Сами же по себе затраты являются всего лишь затратами, а не обменной стоимостью. Любое совпадение между ними на «маятникообразных» реальных рынках будет случайным. К примеру, известно, что рынок недвижимости чрезвычайно подвержен деловым циклам и в большинстве периодов оказывается либо депрессивным, либо перегретым, т.е. либо проведение строительных работ признается весьма выгодным, либо наоборот их осуществление не покроит затрат. На данных рынках строительный цикл занимает годы, и за период строительства ситуация со спросом может значительно измениться, таким образом подстраивать предложение под спрос вряд ли оказывается возможным, а любая точка равновесия будет иллюзорной. Учитывая эти обстоятельства, предполагать при оценке рыночной стоимости, что затратный подход возможно согласовывать («взвешивать») с доходным или, вовсе, с эмпирическим анализом цен на рынке в данный момент (сравнительный подход) – это все равно что создавать абстрактного оценочного кентавра, живущего без привязки к конкретному моменту времени или дате оценки. Лишь на равновесном массовом рынке в условиях, близким к условиям определенности (что вряд ли возможно), все три подхода способны давать близкие друг к другу результаты, в остальных случаях неизбежны разночтения между подходами, которые невозможно снять в процессе взвешивания результатов (см. рис.1).

Из сказанного может быть понятным, почему результаты затратного подхода и доходного подхода не согласуемы между собой в рамках определения рыночной стоимости на дату оценки. На дату оценки массовый рынок может находиться либо в состоянии равновесия,

---

[9] Ср. такой взгляд со словами Ирвинга Фишера [11; гл. 20]: «Единственные случаи, в которых затраты (с учетом процента) оказываются равными стоимости, возникают, когда эта стоимость также оказывается равна оценке ценности на базе будущих ожиданий, т.е., иными словами, когда затраты являются избыточными в качестве детерминанты стоимости».

либо (скорей всего) в состоянии неравновесия. Результат применения доходного подхода (анализа выгод или ДДП) будет отображать индивидуализированное (сфокусированное на единичном сценарии) восприятие неравновесного уровня выгод, которые, как ожидается, будут получены в будущем. Затратный подход, с другой стороны, подсказывает уровень равновесных выгод. Если рынок на дату оценки не равновесен, то затратный подход не способен отражать обменную стоимость *на дату оценки*, которая, естественно, связывается с реализацией в будущем неравновесного сценария (анализом выгод или ДДП). Теперь о сравнительном подходе: на массовом рынке возможно наблюдать ряд идентичных или сопоставимых сделок, заключенных в период, непосредственно предшествующий дате оценки. Рассмотрение цен, образовавшихся в таких сделках, с целью выявления наиболее вероятной цены, позволит определить рыночную стоимость на массовом рынке в соответствии с ее законодательным определением. На ряде рынков массовых однородных товаров такой процесс определения рыночной стоимости является естественным процессом, например, чтобы определить рыночную стоимость компьютера определенной модели никто не прибегает к доходному подходу, а лишь анализирует рыночные цены, которые можно обнаружить на соответствующие компьютеры вблизи даты оценки. В то же время, сравнительный подход, являясь процессом и подходом оценки рыночной стоимости, который позволяет *отразить* массовый рынок, не является процессом *ценообразования* на таком рынке, т.е. процессом создания и формирования цен. Действительно, если бы *ценообразование* на рынке происходило только благодаря сравнительному процессу, то массовый рынок рекурсивно бы отражал сам себя, и на нем не было бы места никой динамике, никакому процессу направленного изменения цен. Именно поэтому экономическая неоклассика склонна рассматривать наблюдаемые в прошлом цены как «воду под мельницей» -- как совершившееся взаимодействие, которое не оказывает никакого влияния на дальнейший ход процесса ценообразования. В связи с этим также естественно будет предположить, что результат применения сравнительного подхода (ретроспективной категории статистического анализа массовых данных) и результат анализа доходов или выгод (перспективной категории отражения ожиданий по определенному сценарию)[10] могут оказаться схожими не иначе как случайным образом (хотя, если рынок статичен, находится и, как ожидается, будет продолжать находиться в состоянии равновесия, вряд ли будут иметься причины для существенного отклонения текущих цен от ожиданий будущих приведенных выгод- см. Рис. 1).

Таким образом, рассмотрев различные циклы функционирования массового рынка, мы видим, что оценочная «догма от трех подходах» (все три подхода дают приблизительно равный результат, и их возможно согласовывать) уместна лишь по отношению к статическому равновесному рынку, действующему в условиях, близким к условиям определенности[11]. Во всех остальных случаях представление об адекватности совместного

---

[10] Здесь понятия о «сравнительном подходе» и «доходном подходе (анализе выгод)» используются в соответствии с их экономическим смыслом, а не так как они могут часто использоваться на практике. Например, метод определения стоимости доходоприносящей недвижимости на основе прямой капитализации, так как он используется в британской оценочной практике, следовало бы скорее отнести к разряду сравнительного подхода, поскольку все данные для него являются эмпирически извлеченными с рынка, а для проведения перспективных суждений фактически не остается места; в то же время доходный подход и любой анализ будущих выгод требует именно проведения неотягощенных прошлым перспективных суждений. Как отмечал И. Фишер в его самой знаменитой в среде оценщиков цитате: «Оценка (ценообразование)– это процесс, который предусматривает перспективные суждения (Valuation is the process in which foresight enters)».

[11] Интересен результат действия принципа НЭИ на массовом рынке, находящемся в таком состоянии. НЭИ использование при равновесии статического (условно-равновесного) рынка - это маржинальное (наилучшее) использование, но при котором избыточный экономический эффект по сравнению со среднерыночными альтернативами незначителен (выгоды чуть более затрат на величину, не превышающую равновесный ссудный процент), но на массовых рынках, чтобы обеспечивалось такое соотношение маржинального и среднерыночного использования, нужно, чтобы участники рынка -- как на стороне спроса так и на стороне предложения –все время проводили в поисках наиболее эффективных инвестиционных

применения всех трех подходов к оценке – не более чем миф, появление которого связано с ошибочным мнением о том, что экономическая неоклассика способна описывать все ситуаций проведения обмена активами на всех видах рынков. Представляется, что догма о трех подходах (вошедшая в ФСО) также является следствием активного формирования теоретического воззрения на оценку со стороны американской судебной практики в период, когда неоклассическая парадигма была господствующей в экономике [15]. Хотя надо сказать, что ни в одном из первых американских классических учебников по оценке такой догмы нет. В большинстве учебников, начиная с самого первого учебника «Оценка недвижимости», написанного Ф. Бабкоком в 1924 г., применение подходов к оценке рассматривается иерархически: для определенного типа недвижимости, рассматриваемой в определенным рыночных обстоятельствах и оцениваемой для определенных целей, всегда найдется один из подходов или методов, который будет давать наиболее приемлемые результаты, максимально приближенно отражающие мыслительные процессы ценообразования и мотивацию у типичных рыночных участников. Именно такой подход и следует применять для оценки в данных обстоятельствах, а не заниматься согласованием яблок с апельсинами. Такое же воззрение имеется и в практике по оценке бизнесов (как в ПСО, так и в ИФО), а также в настоящее время закрепилось в области бухгалтерских измерений (после публикации Стандарта SFAS 157 в США). Только в России догма о трех подходах целенаправленно насаждается оценочным законодательством и ФСО. Видимо авторы ФСО полагают, что подходы к оценке похожи на согласование дебитов и кредитов в бухгалтерии, где обороты по обоим в силу принципа двойной записи должны обязательно совпадать. Никакого такого общего «принципа трех подходов» в оценочной теории не было, нет, и не может быть.

Пересмотр оценочных понятий: от теории оценки, основанной на неоклассике, к постнеоклассической теории.

Развитие теории оценки в постнеоклассическом русле не подразумевает отрицание того, что было достигнуто неоклассикой в отношении массовых рынков, однако, происходит расширение теории оценки стоимости и ценообразования, позволяющее, с одной стороны, описывать на основе т.н. «поведенческих финансов» и их приложений поведение внутренне неравновесных маятникообразных массовых рынков в условиях неопределенности (таких как рынки наиболее ликвидной недвижимости, рынки финансовых титулов и пр.) и, с другой стороны, рассматривать ценообразование неликвидных активов, т.е. ценообразование на рынках немассовых активов, обмениваемых в рамках индивидуализированных двухсторонних сделок (См табл. 3). Рассмотрением оценки и ценообразования на рынках, которые нельзя описывать с помощью неоклассических представлений о равновесных рынках, занимается постнеоклассическая *практическая теория стоимостной оценки.* [2;6] Эта теория, являющееся прикладной областью *практической экономической теории*, имеет следующие главные особенности, отличающие ее подход от подхода неоклассической теории:

1) Индивидуализация массового процесса – переход от взгляда «с позиции обезличенного рынка» к взгляду «с позиции сделки»: Реальный массовый рынок

возможностей (приобретали активы, чтобы затем получать от них наилучшую отдачу). Из сказанного следует, что на конкурентных равновесных рынках (в периоды, когда на них отсутствуют внешние шоки в т.ч. технологические) НЭИ от среднерыночного использования будет отличаться весьма на небольшую величину (Доказательство: арбитражный аргумент, схожий с тем, который объясняет, почему на улице обычно не валяются деньги: иначе бы НЭИ, сильно отличное от среднерыночного использования, «подобрал» бы кто-либо ранее и нивелировал бы его в силу действия закона убывающей предельной отдачи – ведь рынок в данном случае, как и улица, предполагается «открытым и конкурентным»).

имеет множество участников с различной мотивацией своей деятельности (крупные или мелкие производители, спекулянты, хеджеры и т.п.), поэтому рыночных участников целесообразно делить на определенные классы, чтобы иметь возможность целостного описания и предсказания поведения рынка и цен на нем. В итоге, поведение рынка будет определяться тем, какой класс участников доминирует на рынке. При таком подходе рынок более не рассматривается как единая совокупность лиц, действующих по определенному набору рационалистических правил, а как результирующее взаимодействие между различными категориями участников. Иначе говоря, то новое, что вносит практическая теория оценки в рассмотрение рыночных процессов, заключается в идентификации «лиц в толпе». При анализе рынка оценщик перестает быть простым наблюдателем однородной среды, процесс в которой, согласно неоклассике, развертывается по определенным предписанным законам, а идентифицирует движущий рынком процесс с активным поведением определенных субъектов. Таким образом, осознавая активное субъектное начало как движитель рынка и соотнося свою деятельность с этим началом, оценщик уже не может говорить о рынке обезличенно с позиции стороннего наблюдателя. Так или иначе, взгляд на рынок и проникновение в него с позиции воззрения определенного субъекта, играющего активную роль, смещает центр тяжести в деятельности оценщика с позиции отражающего рынок наблюдателя в плоскость ценообразования (см ниже). В профессиональной оценке такое смещение фокуса также известно под названием движения «от стоимости к ценности». [17] Воззрение на рыночные процессы с позиции активных субъектов и их групп позволяет понять рынок «с позиции человеческих действий», что также является рабочим лозунгом неоавстрийской школы» [22].

2) Хотя может показаться, что практическая теория носит лишь описательный эмпирический характер (в противовес умозрительному характеру неоклассики) – и действительно во многих учебниках ее парадигма рассматривается именно в таком ракурсе [17] – следует отметить, что ее ориентированность заключается в том, чтобы проникать в суть механизмов обмена и признавать их во всем их многообразии. Поэтому такой ограниченный взгляд на практическую теорию приводит к неоправданному урезанию ее сущности. Безусловно, к области практической теории оценки стоимости следует относить все те работы, которые пытаются проникнуть в суть всех типов и видов механизмов обмена, в т.ч. и тех, описание которых возможно лишь на умозрительном, дедуктивном уровне. [2;6;9;10].

Более подробное резюме сущности и достижений постнеоклассического движения в теории оценки см. в [23]

Таким образом, учитывая возрастающее признание того, что не существует единой теории оценки, которая подходила бы ко всем рынкам и механизмам обмена благами, и что каждый тип рынка и механизм обмена (см. Табл. 3) требует формулировки своей собственной теории оценки стоимости, следует ожидать существенных сдвигов в общепринятых воззрениях на оценку стоимости в ходе нынешнего процесса пересмотра понятий во всех областях экономических измерений. Без преувеличения текущую ситуацию во всех областях, связанных с оценкой стоимости и ценообразованием экономических благ, можно уподобить ситуации, в которой находилась классическая физика в начале XX века, когда ей были открыты новые миры на макро- и микроуровне, для которых все незыблемые прежние представления оказывались уже не пригодными в условиях открывшихся обстоятельств соответствующего «мира».

Табл. 3 Виды рынков, нужды оценочной практики и соответствующие теории оценки на них

Рынок	Сфера оценочной практики и применяемая теория оценки	Подходы к оценке
Статический (условно-равновесный) массовый рынок стандартизованных (однородных) объектов оценки. Рынок детерминированный, либо неопределенность рынка можно охарактеризовать в рамках статистических показателей и законов распределения.	Область инвестиционно-финансовой оценки (ИФО). Характерные объекты и цели оценки: ликвидные финансовые титулы; анализ их фундаментальной стоимости («Рыночной ценности» [2]). Также анализ фундаментальной стоимости товаров на рынках сельскохозяйственной продукции и т.п. Такие оценки в основном основаны на приложениях неоклассической экономической теории (фундаментальный анализ, например, с использованием современной портфельной теории (СПТ), теории арбитражных возможностей (M&M), опционной теории).	Методы оценки… …1) **Для фундаментальной («нормальной») стоимости:** Затратный подход ≅ доходный подход (в предположении равновесной отдачи - CAPM); …2) **Рыночной стоимости на дату оценки, если рынок не находится в состоянии равновесия:** *Иерархия значимости*: *1 уровень:* сравнительный подход, *2 уровень:* доходный подход (ожидаемое соотношение между выгодами и затратами—неравновесная отдача);
«Маятникообразный» неравновесный массовый рынок стандартизованных или неоднородных (недвижимость) объектов оценки. В основном такими являются реальные массовые рынки. Поведение таких рынков часто бывает внутреннее неопределенно или не описываемо статистически.	*Объекты оценки*, торгуемые на таких рынках, подлежат рассмотрению как в рамках практики профессиональной стоимостной оценки (ПСО), так и ИФО. *Характерные примеры соответствующих рынков*: рынок неспециализированной недвижимости, главным образом жилой; рынок некоторых неспециализированных товаров, предложение которых не всегда способно подстраиваться под спрос (нефтегазовое сырье). *Цель оценки*: определение рыночной стоимости на дату оценки; прогноз цен на определенный горизонт. *Теория оценки:* постнеоклассическая *практическая теория оценки стоимости* на основе следующих элементов: поведенческих финансов, теории анализа динамических нелинейных систем [16] и принципов предсказательного эмперико - статистического анализа. Главным образом используется	Методы оценки… **…Определение фундаментальной («нормальной») стоимости** не имеет смысла, ее величина не будет наблюдаться на рынке в большинство моментов времени. Но с помощью технического анализа возможно делать прогнозы на определенный горизонт (в основном, это сфера ИФО) или на основании тенденций в рыночных данных проводить ценообразование (сфера ПСО). **…Для рыночной стоимости (обменной стоимости на дату оценки)** (в основном, сфера деятельности ПСО): *Иерархия значимости:* *1 уровень:* сравнительный подход; *2 уровень*: для доходоприносящих объектов - - доходный подход (ожидаемое соотношение между выгодами и затратами

	сравнительный подход и соответствующие специализированные техники проведения индуктивных суждений (техника анализа «малых выборок» и т.п.). Для ценовых прогнозов используется т.н. «технический анализ».	(отдача), не обязательно равновесное).
Немассовый рынок индивидуализированных двухсторонних сделок с неоднородными (не стандартизованными, уникальными) редко торгуемыми активами.	*Объекты оценки*: неликвидные активы (специализированное имущество, нематериальные активы и т.п., которые либо являются, либо не являются доходоприносящими), определение их обменной стоимости в рамках конкретных допущений о подразумеваемых обстоятельствах и механизме обмена, или их инвестиционной стоимости для конкретных инвесторов. *Теория оценки*: постнеоклассическая *практическая теория оценки стоимости* на основе следующих элементов: поведенческие финансы; теория игр (теория разработки обменных механизмов- Л. Гурвиц, Р. Майэрсон и пр.)).	*Методы ценообразования (*установления справедливой стоимости по МСО): Для доходоприносящих активов: Транзакционная модель ценообразования [6], иные модели доходного подхода, не связанные с широким равновесным рынком, а использующие поведенческие критерии инвесторов [10] . Для прочих активов: Коллегиальные экспертные суждения: метод контингент - оценки [2]. В качестве суррогата минимальной обменной стоимости – затраты, если их возможно определить.

Что нужно государству и обществу от профессиональной стоимостной оценки?

Представляется, что многие из проблем в установлении целесообразных баз оценки и их формулировке можно было бы разрешить, если бы удалось договориться о том, какие функции должен выполнять профессиональный оценщик. Разным лицам нужны разные услуги от оценщика. Для многих третьих лиц (бухгалтерский учет) и государства (налогообложение) роль оценщика в ПСО видимо представляется как роль независимого арбитра. По их мнению, оценщик должен определять объективную цену (стоимость) объекта оценки без какой-либо привязки к конкретным лицам, которые совершили или готовятся совершить сделку с данным объектом оценки. В рамках такой объективной оценки (назовем ее «третейской оценкой») предполагается, что оценщик проводит отражение рынка и, в результате своей деятельности, никак не влияет на цены на нем. Оценщик в данном смысле является наблюдателем, сообщающим результаты своего наблюдения.

Разумеется, такой взгляд на профессиональную оценку как на деятельность по отражению цен на рынке может быть применен лишь по отношению к объектам оценки, торгуемым в рамках массового процесса торговли, т.е. на неком наблюдаемом достаточно широком рынке. Именно с данного угла зрения на профессиональную стоимостную оценку как на объективную третейскую оценку результат деятельности профессионального оценщика

можно было бы охарактеризовать как установление Рыночной стоимости практически в соответствии с ее российским определением, т.е. «как наиболее вероятной цены» на рынке без привязки к какой-либо конкретной сделке или ее участникам. В данном смысле подразумевается, что цены объективно существуют на (массовом) рынке и агрегируются оценщиком в результате наблюдения данного рынка в некий показатель стоимости -- рыночной стоимости, приписываемой объекту оценки в качестве объективной его характеристики, где бы и в каких бы то ни было руках объект не находился. Видимо, такой взгляд на профессиональную оценку существует в умах большинства сторонних наблюдателей профессиональной оценки, и в особенности у государства (неслучайно, что профессиональную оценку еще иногда обозначают с добавлением эпитета «независимая»), но не все оценщики или их индивидуальные заказчики склоны разделять такую точку зрения[12].

Многие оценщики, особенно те, которые имеют дело с объектами оценки, не торгуемыми на массовых рынках, наверное, согласятся с тем, что характер их деятельности часто заключается не в «*отражении рынка*», а в *ценообразовании*. Эта роль оценщика -- не как пассивного наблюдателя цен, а как активной стороны в процессе, приводящем к заключению сделок, и, в конечном счете, к оформлению обменных процессов и рынков -- редко признается на сознательном уровне самими оценщиками. Между тем, именно эту роль они часто призваны выполнять. Ни недвижимость, ни акции закрытых компаний, ни неосязаемые активы не являются однородными массовыми объектами, в отличие от объектов, которые рассматриваются в экономической неоклассике. Если рынок квартир возможно еще в какой-то мере соотнести с массовым рынком однородных товаров, то это едва ли можно сделать для офисных комплексов или промышленной недвижимости, на которые, соответственно, заключены арендные договоры с конкретными арендаторами или которые приспособлены под определенный производственный процесс. То же самое и в отношении непубличных бизнесов, специализированного торгового имущества и нематериальных активов. Данные объекты слишком индивидуализированы, чтобы дать возможность говорить об объективном отражении цен на них, ведь они или идентичные им объекты выставляются для обмена всего пару раз на протяжении их жизненного цикла (кроме того, на дату оценки, вовсе, может не имеется актуальных или текущих цен), и, если мы все же и занимаемся отражением цен, то эти цены относятся не к данному объекту, а к каким-либо другим неидентичным объектам.

В реальности, недвижимость и другие наиболее частые объекты профессиональной оценки обмениваются в рамках индивидуализированных двухсторонних сделок, и цена сделок таких объектов поэтому связана не с их третейской «объективно рыночной стоимостью - в - себе», а с обстоятельствами сделки с ними и с характеристиками конкретных обменивающихся в рамках нее сторон [2;6] . Можно столкнуться с ситуациями, когда государственные органы просят оценить какие-либо их специализированные активы, такие как неторгуемые пакеты акций в стратегических предприятиях или специализированное имущество, по «рыночной стоимости». Понятно, что рыночной стоимости у такого имущества как эмпирически выводимой «наиболее вероятной цены» нет, поскольку нет рынка, которого можно было бы отражать. Таким

---

[12] Взгляд на оценку как на «отражение рынка» главным образом свойственен для Инвестиционно-финансовой оценки (ИФО), то, что это функция также характерна для Профессиональной стоимостной оценки (ПСО), является одним из свидетельств того, что четкое функциональное разграничение между ИФО и ПСО вряд ли существует. Однако, отражение рынка в ИФО характеризуется одной особенностью: в ИФО отражается стоимость активов на ликвидном рынке, как если бы он находился в равновесном состоянии (например, определение фундаментальной (равновесной, нормальной) стоимости с помощью применения таких моделей, как CAPM и.т.д.). В ПСО рынок отражается « так как он есть» -- по состоянию на его текущий момент (дату оценки), не важно находиться ли он в этот момент в равновесном или неравновесном состоянии. Или, используя терминологию американского спора об определении «Рыночной стоимости» в 1970-80ых годах, можно сказать, что в рамках ПСО отражается «наиболее вероятная *цена*» на рынке, в то время как в рамках ИФО -- «справедливая рыночная *стоимость*» (в ее неоклассическом понимании).

образом, оценщику под видом определения (независимого третейского отражения) рыночной стоимости приходится заниматься *ценообразованием*, например, рассматривать какую цену продажи можно было бы заявить на имущество, т.е. определять т.н. «цену продавца», или, действуя на стороне покупателя, определять «цену покупателя». Это вводит нас в поле определения инвестиционной стоимости (ценности), но невозможно не согласиться, что цена сделки с определенным не стандартизованным имуществом является результатом соотношения между инвестиционными стоимостями покупателя и продавца. Это признается и в современных постнеоклассических теориях ценообразования и разработки механизмов обмена [9].

Профессиональный оценщик в своей практике занимается не только отражением уровня цен на рынке, когда такой рынок для объекта оценки имеется, но и, консультируя конкретного покупателя или продавца, ценообразованием (*формированием цен*) объектов. Очень убедительно артикулирует эту позицию С..А. Смоляк, отмечая [10], что цены покупателя и цены продавца, наравне с «объективно-третейской» рыночной стоимостью, должны признаваться полноправными и независимыми друг от друга базами профессиональной оценки. Ведь современная практика профессиональной стоимостной оценки наглядно свидетельствует, что как деятельность по отражению рынка (назовем ее «третейской оценкой»), так и деятельность по ценообразованию (назовем ее «прямой оценкой») являются характерными и законными приложениями оценочных усилий. Если бы законы и стандарты различали эти два вида оценочной деятельности, то понятийной и сущностной путаницы стало бы во стократ меньше, чем сейчас, а направления развивались бы своими путями[13]. Результаты третейской оценки нужны для разрешения судебных споров, налогообложения, бухгалтерского учета и т.п., т.е. там, где имеется или предполагается конфликт интересов сторон. Для третейской оценки в наибольшей степени применимы статистические методы обработки наблюдений, а также методы, использующие доказанные взаимосвязи между затратами на создание объекта, доходами от его использования и рыночной стоимостью – наиболее вероятной ценой, наблюдаемой на реальном рынке. Самое главное при третейском оценивании – противоестественность самой возможности влияния оценщика на процессы ценообразования. Оценщик лишь показывает сложившуюся независимо от него и конфликтующих сторон наиболее вероятную цену на наблюдаемом массовом рынке - цену максимума плотности распределения вероятностей этих самых цен. При этом он просто не имеет права оценивать объект «с позиции сделки» [2;6], т.е. с точки зрения конкретных условий, обстоятельств и, главное, людей. Наоборот, занимаясь прямой оценкой (ценообразованием), оценщик как раз должен проводить не объективное отражение обезличенного массового процесса рыночного обмена, а учитывать все конкретные обстоятельства и инвестиционные критерии обменивающихся сторон (или, при установлении цены покупателя или продавца, одной из сторон). Разумеется, понятие о практике прямой оценки значительно более объемлюще, чем о третейской оценке. Третейской оценкой можно заниматься только по отношению к ликвидным активам, которые торгуются если не на активном, то, по крайней мере, на наблюдаемом рынке. Прямая оценка возможна для актива любой степени ликвидности, коль скоро для него существует или возможен продавец, готовый его продать, и покупатель, готовый его купить.

Представляется, что известный американский спор о том, что положить в основу определения рыночной стоимости, «наиболее вероятную цену» или «справедливую стоимость в рамках сделки, заключенной на условиях справедливой продажи» (т.е.

---

[13] В настоящее время, возникающее понимание рассматриваемой проблемы можно наблюдать лишь в МСО 2007, поскольку в них теперь процессу ценообразования имеется соответствие в виде такой базы оценки как «Справедливая стоимость» (в оценочном, а не бухгалтерском смысле), т.е. цены, которая справедлива для двух определенных сторон сделки, и которая не обязательно соответствует ценам наблюдаемом на более широком рынке.

стоимость не обязательно основанную на текущих ценах), который велся на страницах The Appraisal Journal в 70-ых и 80-ых годах [18;19] , можно отчасти уяснить с позиции конкурирующих практик прямой и третейской оценки.

Даже сейчас, когда в мире намечается активная эволюция практики профессиональной оценки, ее выход преимущественно из сферы третейской оценки и развитие в русле прямой оценки или, иначе говоря, движение от стоимости к ценности [17], вряд ли имеется полное понимание особенностей и сущности данного процесса. Например, в известных исследованиях о точности оценок, уже много лет проводимых RICS на рынках коммерческой недвижимости Великобритании и Европы [20], можно видеть отождествление сущностей, лежащих в основе практик прямой и третейской оценок, которое приводит к странным выводам. В указанном исследовании мерой точности оценки, выполненной оценщиком на основе анализа объективных рыночных данных (третейской оценки),[14] служит разность между фактической ценой продажи имущества впоследствии в рамках сделки конкретного продавца с конкретным покупателем (ценой фактической сделки) и сертифицированной оценщиком рыночной стоимости этого имущества. Вывод исследования: «абсолютная погрешность» большинства оценок в целом для разных категорий имущества в пределах +/- 20% . Но каким образом оправдать такой подход к измерению «абсолютной погрешности»? Каждая конкретно реализованная цена являлась в таком исследовании результатом процесса *ценообразования* со стороны определенных продавцов и покупателей, в то время как вывод оценщика основывался на отражении массового процесса на всем рынке, т.е. без учета инвестиционной ценности имущества для этих самых продавцов/покупателей.

Таким образом, можно сказать, что осознание постепенного поворота профессиональной оценки «от «стоимости к ценности» может иметь последствия для ее законодательного регулирования. Законодатель должен решить, для чего нужно государственное регулирование профессиональной оценки. Понятно, что, когда от профессионального оценщика требуется предоставления третейской оценки, весьма целесообразно обязывать оценщика достоверно отражать имеющейся рынок, т.к. в противном случае будет ущемлен интерес заинтересованных третьих лиц (пользователей бухгалтерской отчетности, сборщиков налогов, кредиторов), которые в таком контексте имеют веру в оценщика как беспристрастного арбитра-наблюдателя рынка. Но какой смысл регулировать на государственном уровне процессы ценообразования (прямой оценки), когда оценщик нанят для предоставления консультации в интересах определенного покупателя или продавца или учитывает в своей оценке действия таких конкретных сторон? Ведь продавец и покупатель сами вольны устанавливать или заявлять на актив ту цену спроса или предложения, какую они захотят, а оценщик лишь помогает им с принципами того, как определить такую цену или лежащую в ее основе (инвестиционную) ценность, или, например, как обосновать ярлык, который продавец повесит на свой актив при попытках продать его. Действительно, такое законодательное регулирование ценообразования (прямой оценки) даже будет противоречить представлениям о свободном рыночном функционировании и походить на директивную попытку контроля государства за ценами. Таким образом, прямая оценка (ценообразование) не должна регулироваться со стороны государства. Например, предписывание государством формата отчета оценщика при проведении им прямой оценки с этих позиций выглядит абсурдом (но является необходимостью для третейской оценки). Общегосударственные стандарты оценки, такие как ФСО, не могут заниматься регулированием или определениями таких баз оценки как инвестиционная стоимость или ликвидационная «стоимость» (т.е. регулированием установления цены при обстоятельствах вынужденной продажи). Таким

[14] В Великобритании, в отличие от некоторых других стран, третейская оценка до сих пор является главной сферой профессиональной оценки, и поэтому британские методы оценки недвижимости, в отличие от, например, американских, в большей мере носят индуктивный (рыночная экстракция), а не дедуктивный (анализ ДДП) характер.

образом говорить, что ФСО являются обязательными к применению во всех обстоятельствах профессиональной оценки, выполняемой на территории России, можно лишь на абстрагированном уровне. Такое требование может быть оправдано лишь в рамках обстоятельств, когда речь идет о третейской оценке неспециализированных (достаточно массовых) активов. Очевидно, что составители ФСО имели именно такой фокус своей деятельности при написании стандартов, однако, не позаботились сообщить об этом в самом тексте своего труда. В результате чего, вся профессиональная оценка во всех ее сферах приложения теперь оказалась загнана в очередное прокрустово ложе, выход из которого будет возможен только тогда, когда будут реально обозначены цели государственного регулирования оценочной деятельности, а стандарты начнут писаться не с «учетом» МСО, а с учетом всех существующих в профессиональной оценке современных теорий, практических процессов и общемирового понятийного языка.

Выводы:

1) В настоящее время единая теория оценки, исторически сформировавшаяся на основе экономической неоклассики, переживает революционный этап пересмотра понятий и сегментируется на отдельные (постнеоклассические) теории и направления, каждое из которых является пригодным для описания обменных процессов на соответствующем типе рынков. Но для ряда оценочных практик, которые имеют дело с эффективными условно-равновесными рынками (например, для ИФО), неоклассические воззрения на оценку по- прежнему остаются еще пригодными. Этого нельзя сказать об общей практике ПСО…
2) В неоклассике главный принцип оценки — это ожидание будущих чистых выгод (доходный подход). Этот вывод соответствует выводу И. Фишера [11]. Затраты играют роль критерия оценки только в одной точке траектории «рыночного маятника» (рис. 1)- точке равновесия. Определение стоимости по сравнительному подходу ни есть ценообразование – а представляет собой отражение цен. Если бы все оценивалось по сравнительному подходу, рынок был бы статичным и ретроспективным, в то же время рынок меняет свои цены и наделен определенной динамикой – что можно объяснить действием принципа ожидания и теорией поведения нелинейных систем [16]. Представление о том, что все три подхода должны приводить к одному или близкому результату – является справедливым только в случае, когда рынок прибывает в состоянии равновесия. Во всех остальных случаях это представление не пригодно.
3) На равновесном массовом конкурентном рынке, лежащем в основе неоклассики, наиболее эффективное использование в целом соответствует наблюдаемому среднерыночному использованию. На иных типах рынков и при других механизмах обмена проведение сделки зависит от относительной разности в предполагаемой эффективности использования имущества со стороны покупателя и продавца, в связи с этим НЭИ является не абсолютной, а относительной концепцией.
4) Законодательное регулирование Профессиональной Стоимостной Оценки (ПСО) в России и воззрение авторов ФСО на ПСО будет сдерживать проникновение современного постнеоклассического воззрения на ценообразование и процесс оценки в практику ПСО. Имеющиеся Стандарты и проекты ФСО не только не стимулируют учет особенностей поведения национальных рынков при проведении оценки на них (этого можно будет добиться только если базовые теоретические стандарты ФСО будет основываться как на неоклассической, так и на постнеоклассической теории оценки стоимости), но и скрытым образом приводят к все большему укоренению устаревшей американской практики оценки на российских национальных рынках, с которыми связана ПСО, и функционирование

которых даже отдаленно не описывается неоклассическими принципами функционирования открытых конкурентных рынков, характерных для США. В результате применение неоклассических принципов оценки для национальных рынков, поведение которых чаще всего возможно адекватно отразить лишь в рамках оценочной постнеоклассики, чревато разрывом между процессами оценки, которые должен будет применять оценщик, чтобы его отчет удовлетворил требованиям российского оценочного законодательства, и процессами ценообразования, которыми будут руководствоваться реальные рыночные участники на соответствующих рынках. В глазах таких участников отчет оценщика, выполненный в соответствии с ФСО, не будет рассматриваться как адекватный реальным целям и задачам оценки. В результате на оценку в соответствии с ФСО не будет иметься никакого спроса. Более того, в определенных ситуациях ФСО могут превратиться в еще одну «бесполезную» бюрократическую пустышку, некоторые теоретические положения которой, связанные с идеальным рынком, можно будет использовать в качестве оправдания для того, чтобы сертифицировать любую стоимость. Безусловно, суммы, выделенные на написание ФСО, заслуживают того, чтобы были созданы действительно качественные теоретически обоснованные оценочные стандарты, пригодные, с одной стороны, для отражения особенностей функционирования национальных рынков и ,с другой стороны, для предотвращения недобросовестной практики. Ведь самым лучшим способом оправдания недобросовестной практики является недобросовестная теория…

Литература

1. R. Marchitelli «Market value: the elusive standard», Appraisal Journal , July 1992.
2. Г.И. Микерин, А.И. Артеменков «О различии между профессиональной стоимостной оценкой и инвестиционно-финансовой оценкой: возможные объяснения с учетом происходящего «пересмотра понятий», «Вопросы Оценки» № 2, 2007
3. J. Shlaes, “Value: more than ever, in your eye”, The Appraisal Journal, January 1993.
4. P. Thompson “Market Value: does one size really fit all?” , The Appraisal Journal, October 1993.
5. W. Kinnard, “New thinking in Appraisal theory (real estate Appraisal), The Appraisal Journal, July 2001.
6. V.Michaletz, A. Artemenkov, I. Artemenkov «Valuing income producing illiquid assets: revisiting the concepts of income approach and developing the model of transactional assets pricing» , Forthcoming in the ICFAI Journal of Applied Finance, Dec. 2007 edition. Also: ENG: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=996016; RUS: http://ssrn.com/abstract=1008875.
7. C. Mercer “The Integrated theory of business valuation” , Peabody publishing, 2004, ch.7
8. Энциклопедическая статья «Real estate appraisal (Оценка недвижимости)» в «Википедии» (http://en.wikipedia.org/wiki/Real_estate_appraisal)
9. Prize Committee of the Royal Swedish Academy of Sciences, «Scientific background on the Sveriges Riskbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2007: Mechanism design theory» (http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2007/adv.html)
10. С.А. Смоляк «Дисконтирование денежных потоков в задачах оценки эффективности инвестиционных проектов и стоимости имущества», М.: «Наука», 2006г.
11. I. Fisher «The Theory of Interest» 1930 http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Fisher/fshToI.html
12. Alfred Marshall , «Principles of Economics» 8th edition, 1920 (http://www.econlib.org/library/Marshall/marP.html) , Book Five.
13. The RICS Valuation Information Paper 10 «DRC method for financial reporting», 2007
14. J. Frey, R. Roddewig, «Testing the reliability of contingent valuation in the real estate marketplace.», The Appraisal Journal, June 2006
15. **Hodges, McCloud B., Jr.** «Three Approaches», The Appraisal Journal, Jan 2007
16. Ларс Твид «Психология финансов» М.: Аналитика, 2002
17. Sarah Sayce et al., *Property Appraisal: From Value to Worth,* Blackwell Publishing, 2006 (Ch. 12).
18. Robert H/ Plattner «Value and price» , The Appraisal Journal, October 1985
19. Terry V. Grissom «Value debates: The argument forms and Market structure» , The Appraisal Journal, January 1986
20. «Valuation and Sale Price Report 2007» , RICS RESEARCH, IPD DATABANK., 2007 \

21. «Оценка недвижимости», учебник Института Оценки США, 11 издание, пер. на русский язык Российского общества оценщиков, 2007
22. *"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
23. Андрей И. Артеменков «Постнеоклассический синтез в теории и практике профессиональной стоимостной оценки: движение «от стоимости к ценности» и Международные Стандарты Оценки», «Вопросы Оценки» № 4, 2007