

**СОЦИАЛЬНО-ГУМАНИТАРНЫЕ НАУКИ**

УДК 65.5.01+65.09

*Н. Ю. ТРИФОНОВ***ОЦЕНКА СОБСТВЕННОСТИ:  
РЫНОЧНАЯ И ПОЛЬЗОВАТЕЛЬСКАЯ СТОИМОСТЬ***(Представлено академиком П. Г. Никитенко)**Государственный институт управления и социальных технологий БГУ, Минск**Поступило 27.12.2010*

**Введение.** Понятие стоимости является одним из основных в экономической науке, а в процессах оценки приобретает прикладной характер. Оно развивается вместе с понятием рынка. Наиболее широко используемая до настоящего времени концепция рыночной стоимости, как одного из типов меновой стоимости, основана на предположении о стабильности рынка объекта оценки (например, недвижимости или предприятия) и не вполне соответствует современным условиям неустойчивого и малопрозрачного рынка инвестиционных объектов. В сообщении предложен иной тип стоимости, более подходящий для меняющегося рынка.

Хотя в последнее время под влиянием мирового финансового кризиса известны попытки улучшения концепции стоимости, но большинство из них лежит в традиционном русле рыночной стоимости. В данном сообщении в соответствии с требованиями современного рынка предложено перейти от меновых стоимостей к потребительным стоимостям. В рамках развития концепции потребительной стоимости был предложен её новый тип – «пользовательская стоимость». В современных условиях меняющихся рынков лица, принимающие инвестиционные решения, чаще интересуются будущим объекта недвижимости, чем его нынешним состоянием. Как следствие, применение пользовательской стоимости как основания оценки часто встречает большее понимание клиентов, чем вычисление рыночной стоимости. Автор нашёл практическое подтверждение этому при оценке для иностранных инвесторов различных белорусских предприятий (оператор мобильной связи, стекольный завод). Конечно, полученный результат ограничен разнообразием и шириной рынка недвижимости. Предложенное понятие пользовательской стоимости не исключает применения рыночной стоимости и является лишь одним из возможных для использования в качестве основания оценки.

Традиционная методология оценки стоимости была выработана на основе неоклассических представлений в США после 30-х годов XX в. во время Великой депрессии [1]. Позже эта методология признана всем мировым сообществом. Достаточно подробное описание природы стоимости и её различных определений содержится в [2]. Эта же методология была использована в стандартах оценки. В 1980-х годах как результат объединённых усилий мирового сообщества оценщиков появилась система Международных стандартов оценки (МСО) [3], которая постепенно начала находить всё увеличивающееся признание среди оценщиков различных стран и представителей смежных отраслей, прежде всего бухгалтеров. На этой же основе многие страны разрабатывают национальные стандарты оценки (например, [4–5]). Главная цель всех этих стандартов состояла в том, чтобы установить единые традиционные подходы к оценке, развитые на протяжении многих столетий деятельности в условиях устойчивой экономики, типичной для ведущих стран мира в течение предшествующего периода.

В то же время стало постепенно ясно [6], что оценочная деятельность на развивающихся рынках имеет новые, дополнительные существенные особенности, которые не были замечены

в традиционных руководствах по оценке (например, [7]). Но позже было отмечено, что некоторые элементы экономики развивающихся рынков стали проявляться в ранее весьма устойчивых и экономически развитых странах на отдельных рынках в течение отдельного времени. Относительно недавние скандалы с компаниями «Пармалат» в Европе, «Энрон» в США, и, наконец, грянувший мировой финансовый кризис показали, среди прочего, что отсутствие учёта особенностей оценки в этих ситуациях приводит иногда к катастрофическим последствиям. Некоторые говорят о необходимости смены парадигмы экономики [8]. Более того, утверждается понимание, что экономика промышленности и услуг, которую экономические теории стремятся анализировать (а именно на основе этих теорий формируется основа для принятия экономических решений), является неполной. Действительно, эти теории не рассматривают в качестве экономических ценностей основные ресурсы, такие как воздух, вода, экологическое равновесие в целом. Эти ресурсы рассматриваются как свободные, из-за чего природная основа капитала, поддерживающая экономическую деятельность, разрушается быстрыми темпами, не соответствующими ноосферному (устойчивому) развитию [9]. Пришло время пересмотра фундаментальных понятий. Одно из них – применяемые понятия стоимости.

**Рыночная стоимость.** Самая широко распространенная теперь методология оценки основана на предположении о стабильности рынка объекта инвестиционной оценки (недвижимости или предприятия). Это предположение имеет в качестве следствия понятие рыночной стоимости, в частности, в определении МСО [3], которую для простоты часто приравнивают к понятию справедливой стоимости Международных стандартов финансовой отчетности (МФСО). Ещё пару десятилетий тому назад большинство оценок в мире было выполнено на основе рыночной стоимости [10].

В основе рыночной стоимости (market value) лежит концепция меновой стоимости (value in exchange), согласно которой продавец и покупатель решают обменять объект оценки на расчетную денежную сумму в дату оценки. Рыночная стоимость объекта оценки – это расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен объекта оценки на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате хозяйственной сделки после проведения надлежащего исследования рынка, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения [3].

Рыночная стоимость – наиболее вероятная цена сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом при нормальном (т. е. устойчивом) состоянии рынка, и предполагает продажу самому вероятному покупателю [11]. В [7] отмечается, что рыночная стоимость достигается тогда, когда «покупатель и продавец действуют расчетливо, будучи хорошо осведомленными, в своих целях», «обе стороны хорошо информированы или хорошо консультированы и действуют для наилучшего достижения своих интересов».

Отметим предположения, лежащие в основе определения рыночной стоимости. Во-первых, объект оценки, т. е. продукт, торгующийся на рынке, считается однородным (так называемый биржевой продукт, стоимость которого пропорциональна его количеству). Во-вторых, рынок считается открытым, т. е. нет каких-либо препятствий правового, финансового или иного характера для появления на нём новых участников (покупателей и продавцов) или ухода с него. В-третьих, участников рынка объекта оценки столь много, что никакой отдельный не влияет на стоимость. В-четвёртых, все участники полностью осведомлены и расчетливы.

Очевидно, что определение рыночной стоимости предполагает информационную прозрачность рынка объекта оценки, которая позволяет его соответствующее исследование для достижения хорошего понимания о последствиях предполагаемой сделки обмена. Кроме того, рыночная стоимость часто идентифицируется с равновесной ценой, возникающей при пересечении кривых спроса и предложения, расчёт которой требует, вообще говоря, наличия на рынке совершенной конкуренции. Иными словами, разумно сделать вывод, что вычисление рыночной стоимости возможно только в условиях равновесного (устойчивого) прозрачного конкурентного рынка.

**Сложности в применении.** Практически со времени формализации понятия рыночной стоимости в МСО в 1994 г. отмечалась важность расширения этого понятия [12]. Указывались недостатки при использовании цен продажи при оценке недвижимости [13]. Но в целом ещё в начале

века казалось, что приближение рыночной стоимости выглядит странным только для развивающихся рынков [14] с их непрозрачностью и, как следствие, невозможностью выполнения приведенных в определении рыночной стоимости условий.

Но последнее пятилетие изменило ситуацию. Размышляя о причинах низкоккачественной оценки со времен скандалов с компанией «Энрон» и т. д. до современного ипотечного кризиса, многие аналитики приходят к заключению, что, очевидно, устойчивые рынки существуют только в воображении, как достаточно абстрактная модель. Неоклассические представления о «совершенном рынке» и «рациональном поведении» его участников становятся предметом тщательного рассмотрения и пересмотра. В современном мире цены не определяются тем, что было прежде (затратный подход) или даже тем, что существует теперь (сравнительный подход), а будущими потребностями и ожиданиями покупателей и продавцов.

По этой ли причине или на основе интуиции, но клиенты все большего количества оценщиков (владельцы, покупатели, инвесторы) интересуются не существующими условиями рынка, а его будущим. Принимая инвестиционное решение, они желают знать будущие доходы от использования объекта оценки (недвижимости или предприятия). Иными словами, добровольный продавец и добровольный покупатель типично игнорируют рыночную стоимость, а интересуются какой-либо потребительной стоимостью.

**Пользовательская стоимость.** Понятие потребительной стоимости – value in use (иногда в англоязычной литературе её также называют инвестиционной стоимостью, или ценностью – worth) известно. Потребительная стоимость – это стоимость конкретной собственности для конкретного пользователя при конкретном использовании (см., например, [3]) и, следовательно, не связана с рынком. В бухгалтерии потребительная стоимость – это стоимость приведенных к текущей ситуации расчетных будущих потоков доходов, которая, видимо, станет результатом продолжительного использования актива и его продажи в конце срока полезной жизни.

Однако часто потенциального инвестора в недвижимость или предприятие не интересует стоимость в конкретном (текущем) использовании, но стоимость в самом выгодном использовании (наилучшее использование – highest and best use). В этом случае мы получаем новый тип потребительной стоимости, который называем «пользовательская стоимость» (user value) [15]. Она может быть определена следующим образом. Пользовательская стоимость – текущая стоимость будущих доходов объекта оценки в наилучшем использовании.

Основываясь на этом определении, просто установить алгоритм вычисления пользовательской стоимости. На первой стадии необходимо определить наилучшее использование объекта оценки. Далее следует спрогнозировать доходы от этого использования, включая возврат капитала путём продажи в конце использования. Наконец, следует предсказать изменения ставки капитализации дохода на рынке объекта оценки и привести рассчитанные на предыдущей стадии будущие доходы к дате оценки.

Для дискретного описания текущей отдачи от объекта оценки описанный выше алгоритм выразится формулой

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} C_t / (1+i_t)^t + C_k / (1+i_k)^n, \quad (1)$$

где  $C_t$  – текущие доходы в момент  $t$ , а  $i_t$  – ставка капитализации, действующая на рынке объекта оценки в момент  $t$ . В общем случае, если в конце экономической жизни объекта оценки  $n$  предполагается конечная продажа  $C_k$ , то она, в силу отличия величины текущих потоков  $C_t$  от конечного, должна капитализироваться по ставке  $i_k$ . Текущие потоки можно интерпретировать как проценты на первоначальную инвестицию, а конечный – как её возврат.

В случае непрерывности текущей отдачи (1) будет выглядеть следующим образом:

$$V = \int_0^n \rho(t)v(t)dt + C_k / (1+i_k)^n, \quad (2)$$

где  $\rho(t)$  – интенсивность дохода от даты оценки 0 до конца его экономической жизни, а  $v(t)$  – функция приведения, вообще говоря, с переменной интенсивностью процентов  $\delta(x)$ :

$$v(t) = \exp\left[-\int_t^0 \delta(x) dx\right]. \quad (3)$$

Опыт показывает, что в современных условиях меняющихся рынков использование оценщиком пользовательской стоимости в качестве основания оценки часто встречает большее понимание клиентов, чем вычисление рыночной стоимости.

Автор благодарит участников республиканского научно-методического семинара «Экономика недвижимости и оценка стоимости» за конструктивное обсуждение.

### Литература

1. Closser B. M. // The Appraisal J. 2007. Vol. LXXV, № 2. P. 116–129.
2. Roulac S., Adair A., McGreal S. et al. // J. Property Investment & Finance. 2006. Vol. 24, № 6. P. 474–489.
3. Международные стандарты оценки. 8-е изд. / Пер. с англ. М., 2009.
4. Codice delle Valutazioni Immobiliari. Roma, 2002.
5. Федеральные стандарты оценки. Утв. прик. Минэкономразвития Российской Федерации от 20 июля 2007 г. № 256.
6. Трифонов Н. Ю. // Современные вопросы оценки стоимости: сб. науч. и метод. тр. / Под общ. ред. Н. Ю. Трифонова. Минск, 2005. С. 11–16.
7. The Appraisal of Real Estate. 13th ed. Chicago, 2008.
8. Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Пер. с англ. М., 2008.
9. Никитенко П. Г. // Проблемы инновационного развития и креативная экономическая мысль на рубеже веков. Материалы междунар. науч.-практ. конф., Минск, 25–26 марта 2010 г. Минск, 2010. С. 18–21.
10. Horsley G. J. // J. Property Valuation & Investment. 1992. Vol. 10, № 4. P. 694–700.
11. Baum A., Mackmin D., Nunnington N. The Income Approach to Property Valuation. 4th ed. L., 1997.
12. McKnight D. // The Appraisal J. 1994. Vol. LXII, № 3. P. 370–374.
13. Clark L. J. // Assessment J. 1996. September/October. P. 27–31.
14. Трифонов Н. // The Appraisal J. 2002. Vol. LXX, № 2. P. 132–134.
15. Трифонов Н. // Book of Abstracts and Programme. 17<sup>th</sup> Annual European Real Estate Society conference. 23–26.06.2010. Milan, 2010. P. 218.

TRIFONOV N. Yu.

guild@unibel.by

### PROPERTY APPRAISAL: FROM MARKET VALUE TO USER ONE

#### Summary

The article develops the concept of value which is in the centre of the valuation process and presents a new kind of value in use – “user value”, which is more suitable for changing non-stable and non-transparent market of a valuation subject such as a real estate or a business.