

*Истинно знать что-либо – значит знать его причины.*

**Ф. Бэкон**



## **ПОЧЕМУ И ПРИ КАКИХ УСЛОВИЯХ ОБЪЕКТЫ ДОЛЖНЫ ОЦЕНИВАТЬСЯ ПО ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ**

В последнее время проблемы определения стоимости объектов оценки в условиях вынужденной реализации и сокращенного периода экспозиции приобретают все большую актуальность, о чем, в частности, свидетельствует интерес, проявляемый к ним известными специалистами в области оценки [1-16]. По мнению большинства специалистов, оценка объектов в условиях вынужденной реализации и сокращенного периода экспозиции по ликвидационной стоимости является наиболее адекватной. Такой подход в полной мере соответствует Международным стандартам оценки и мировой практике оценки.

В ходе проводимых в течение ряда лет исследований и благодаря опыту оценки объектов залога, накопленному специалистами фирмы «ИНКОН-ЦЕНТР», входящей в состав консалтинговой группы «КАУПЕРВУД», был разработан метод определения ликвидационной стоимости объектов оценки (метод Галасюков), который на сегодняшний день успешно используется как в Украине, так и за рубежом при оценке объектов залога, активов ликвидируемых предприятий и других объектов, подлежащих вынужденной реализации в условиях сокращенного периода экспозиции [17]. Однако, на сегодняшний день, некоторые специалисты утверждают, что предложенный метод якобы позволяет учитывать лишь сокращенный период экспозиции объектов оценки, и не позволяет учитывать вынужденность их реализации. Вместе с тем сокращенный период экспозиции объекта и вынужденность реализации являются основными признаками, отличающими ликвидационную стоимость от рыночной, и метод Галасюков позволяет их учитывать (см. рис.1).

**Как было показано в ходе проводимых исследований, под сокращенным периодом экспозиции объекта следует понимать период экспозиции, продолжительность которого меньше продолжительности разумно долгого периода экспозиции данного объекта [17,с.47-48].**

Следует подчеркнуть, что использование понятия «период экспозиции» является более целесообразным, чем использование понятия «период реализации». Дело в том, что специалистами не выработано единое толкование понятия «период реализации», поскольку даже вопрос о моменте реализации до сих пор остается дискуссионным. Является ли



моментом реализации объекта момент перехода права собственности на него от продавца к покупателю или момент передачи денег покупателем продавцу? В зависимости от ответа на этот вопрос в каждом конкретном случае период реализации может принимать ту или иную продолжительность. Эта неоднозначность проявляется тем ярче, чем значительнее отрезок времени между моментом перехода права собственности на объект от продавца к покупателю и моментом передачи денег покупателем продавцу.

Использование понятия «период экспозиции» позволяет избежать подобного рода неоднозначности, поскольку период экспозиции подразумевает вполне конкретный период времени между моментом начала публичного предложения объекта к продаже на рынке и моментом его прекращения. Следует отметить, что американские специалисты в области оценки оперируют понятием «период экспозиции», о чем, в частности, свидетельствует употребление этого термина в USPAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice).



Необходимость в учете вынужденности реализации объектов оценки при определении величины их ликвидационной стоимости очевидна. Ведь если реализация объекта оценки будет иметь вынужденный характер, но при этом период экспозиции объекта не будет сокращенным, а метод оценки ликвидационной стоимости будет базироваться лишь на учете сокращенного периода экспозиции объекта, то в этом случае возникает проблема определения величины ликвидационной стоимости данного объекта.

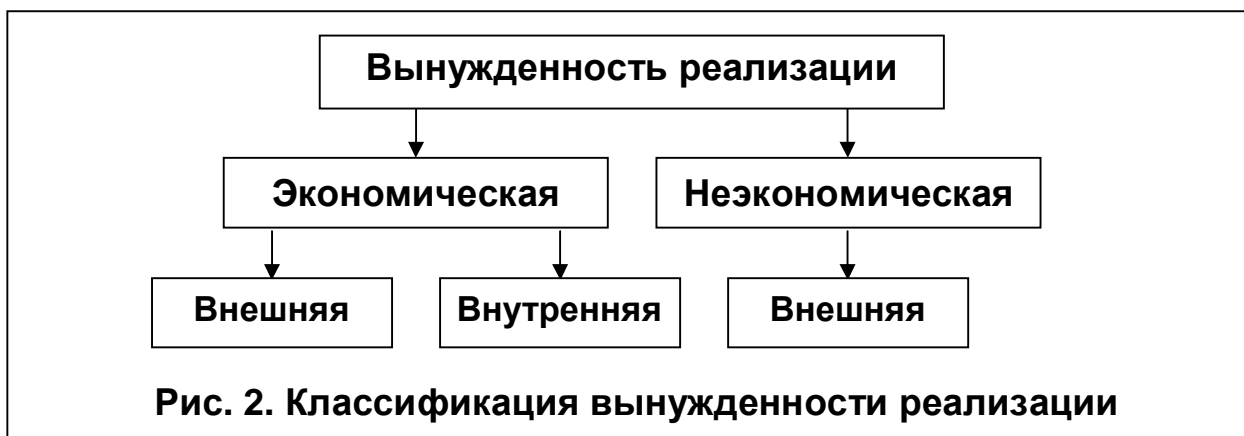
Несмотря на существенную практическую значимость проблемы учета вынужденности реализации, она до сих пор остается малоизученной. Как правило, упоминания вынужденности реализации носят общий характер и не раскрывают ее экономическую сущность достаточно полно. Так, например, п.3.10. Международного стандарта оценки 2 «Базы оценки, отличные от Рыночной стоимости», в частности, указывает на то, что «В некоторых странах к ситуациям вынужденной продажи могут быть отнесены случаи с незаинтересованным продавцом и покупателем или с покупателями, знающими о невыгодном положении продавца» [7, с.55].



Возникает вопрос – всегда ли причины, обуславливающие вынужденность реализации, имеют единую природу? По-видимому, нет. Можно выделить, по крайней мере, два типа вынужденности реализации – экономическую и неэкономическую. Экономическая вынужденность реализации отличается от неэкономической тем, что все же оставляет для субъекта некоторую степень свободы в принятии решений о реализации объекта. Эта «свобода» может выражаться в возможности выбора какой именно объект реализовывать, либо в возможности участия субъекта в установлении цены реализуемого объекта и т.п. Неэкономическая же вынужденность реализации не оставляет субъекту практически никакой свободы в принятии решений о реализации объекта и, как правило, не требует осуществления каких-либо экономических расчетов, в том числе и оценки ликвидационной стоимости.

Примером экономической вынужденности реализации может служить ситуация, когда субъекту приходится продавать свой актив для погашения своих обязательств. В подобной ситуации, субъект, по-видимому, все же обладает определенной свободой и в выборе объекта, и в установлении его цены и т.д., и, следовательно, может понадобиться осуществление экономических расчетов, например, оценка ликвидационной стоимости. Примером неэкономической вынужденности реализации может являться ситуация, в которой субъекту приходится продавать свой актив «под дулом пистолета». Очевидно, что последняя ситуация не оставляет субъекту свободы ни в выборе объекта, ни в установлении его цены и т.п., и следовательно не требует осуществления каких-либо экономических расчетов.

В данной работе будет рассматриваться *экономическая* вынужденность реализации. Этот тип вынужденности реализации, в свою очередь, может быть разделен на два подтипа: внешнюю и внутреннюю, в зависимости от ее источника. При этом, по-видимому, неэкономическая вынужденность реализации может быть только внешней (см. рис.2).



**Внешняя экономическая вынужденность реализации активов представляет собой необходимость реализации этих активов, обусловленную необходимостью погашения обязательств или другими внешними факторами. Рассмотрим этот подтип вынужденности реализации с позиций концепции ССФ.**

В соответствии с положениями концепции CCF [18, [www.ccf.com.ua](http://www.ccf.com.ua)] объект и субъект экономических отношений могут находиться в одной из двух качественно различающихся ситуаций: объект не контролируется субъектом (ситуация 0) или объект контролируется субъектом (ситуация 1). Очевидно, что поскольку при анализе вынужденности реализации речь идет о реализации объектов, то они находятся в ситуации 1, то есть контролируются субъектом. В ситуации 1 субъект экономических отношений может принять по отношению к объекту экономических отношений решение одного из двух качественно различающихся типов: «продолжить контроль над объектом» ( $R_{11}$ ) или «прекратить контроль над объектом» ( $R_{10}$ ). При этом реализация является одним из видов решений, относящихся к типу решений «прекратить контроль над объектом» ( $R_{10}$ ). Другими видами решений, относящимися к этому типу, являются, например, дарение и ликвидация. В рамках указанных видов решений можно выделить конкретные решения, например, такие как реализация актива субъекту А и реализация актива субъекту Б, или дарение актива субъекту А и дарение актива субъекту Б (см. рис.3).

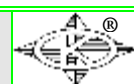
Следует подчеркнуть, что в данной статье речь идет об экономической вынужденности *реализации*, а не о более общем понятии – экономической вынужденности *прекращения контроля*, поскольку ликвидационная стоимость, как и рыночная, предполагает именно *реализацию* объекта оценки на рынке, а не какой-либо иной вид решения, относящегося к типу решений «прекратить контроль над объектом» ( $R_{10}$ ).

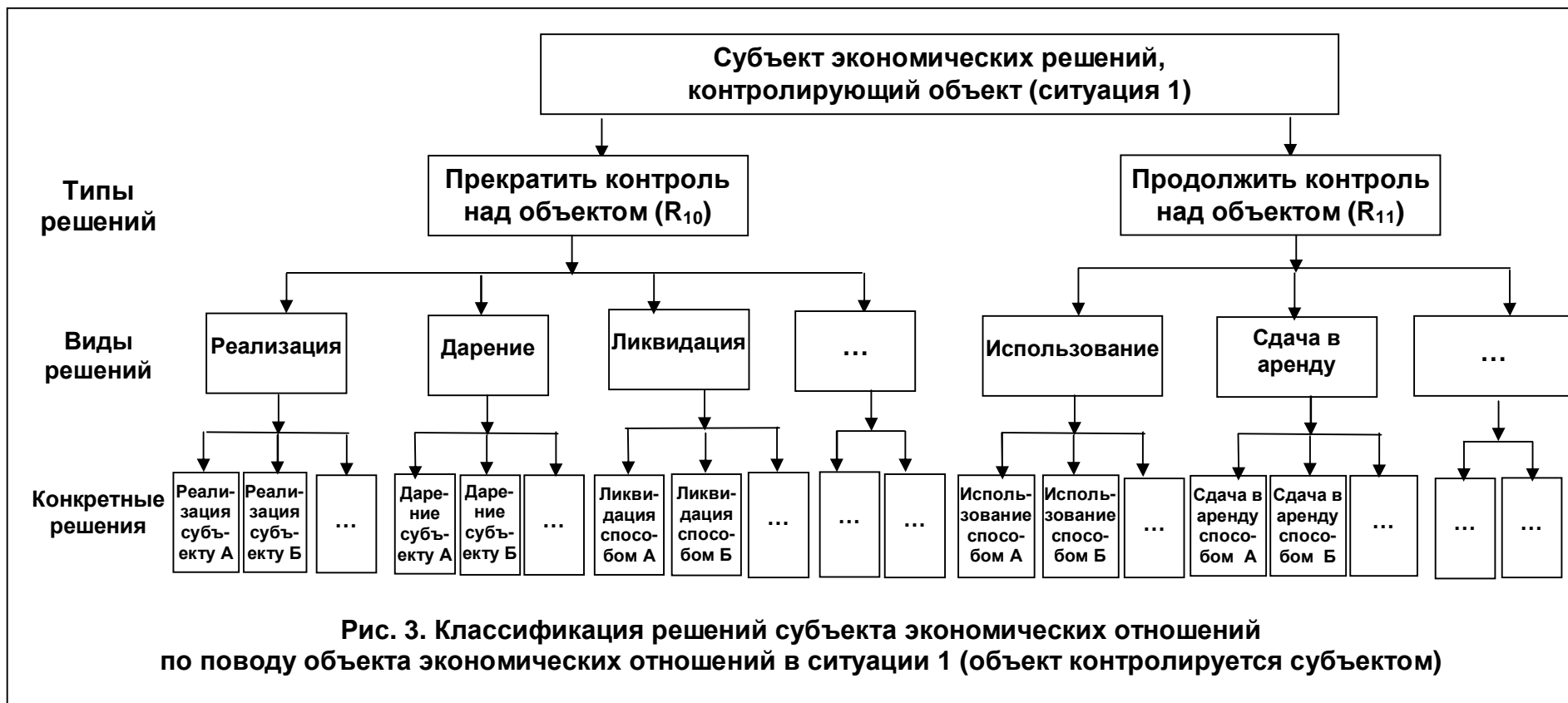
Любое экономическое решение имеет стоимость ( $R$ ), которая может быть исчислена как разность между величинами положительных ( $X$ ) и отрицательных ( $Y$ ) условно-денежных потоков (CCF), являющихся вероятным следствием реализации данного экономического решения [18, [www.ccf.com.ua](http://www.ccf.com.ua)].

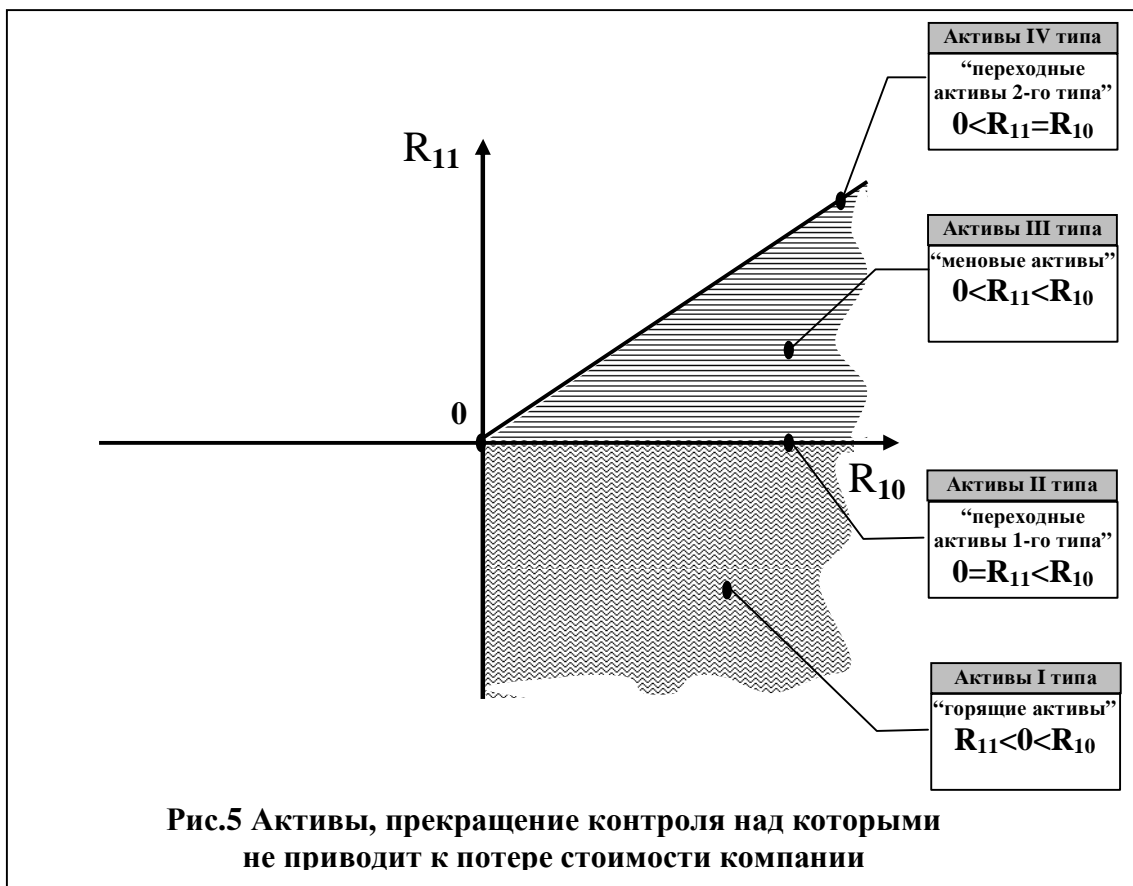
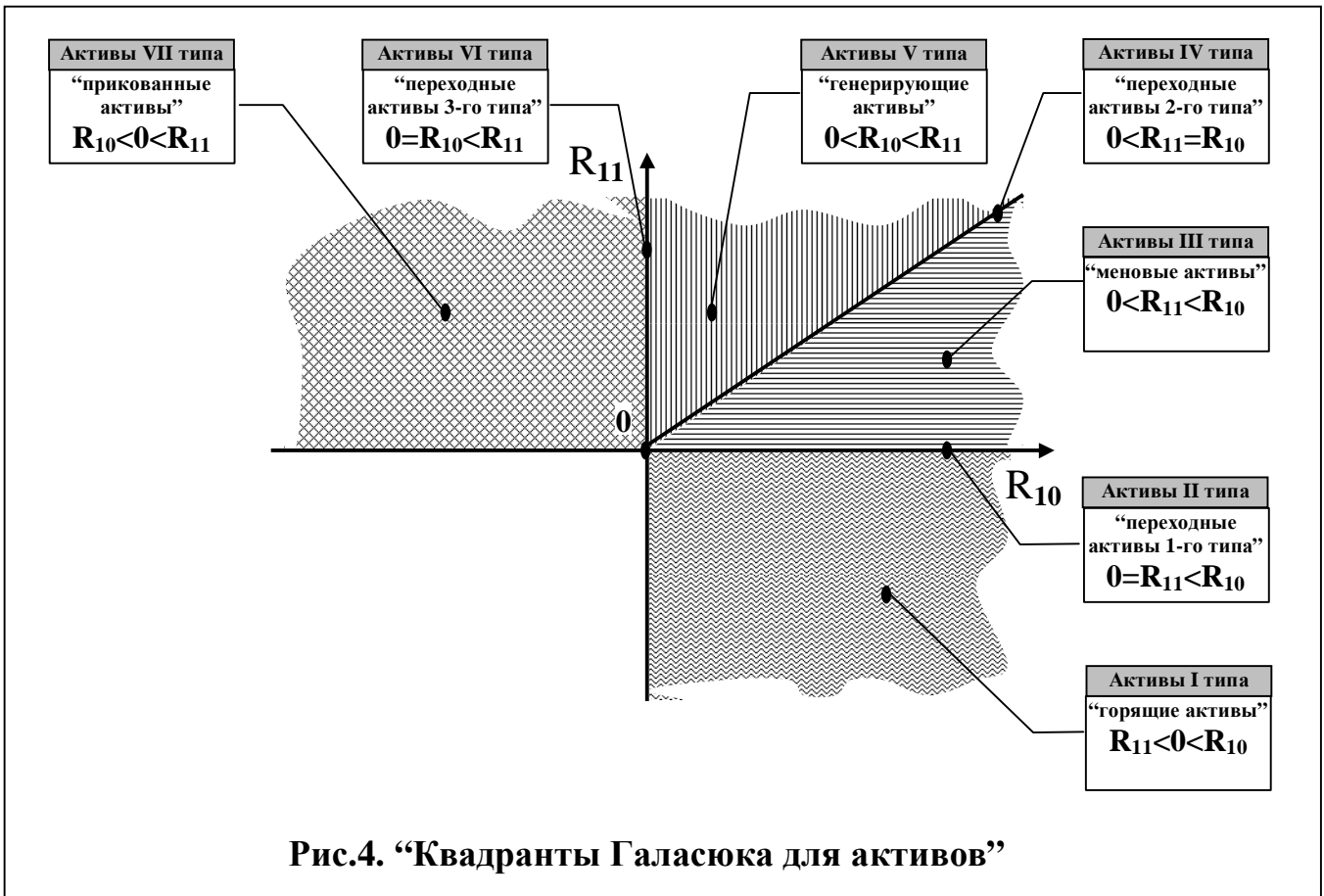
Для удобства изложения в дальнейшем в данной статье будет использоваться понятие активов, которые с позиций концепции CCF представляют собой объекты экономических отношений, контролируемые субъектом экономических отношений, для которых хотя бы одна из величин стоимости решений  $R_{11}$  и  $R_{10}$  имеет положительное значение [19].

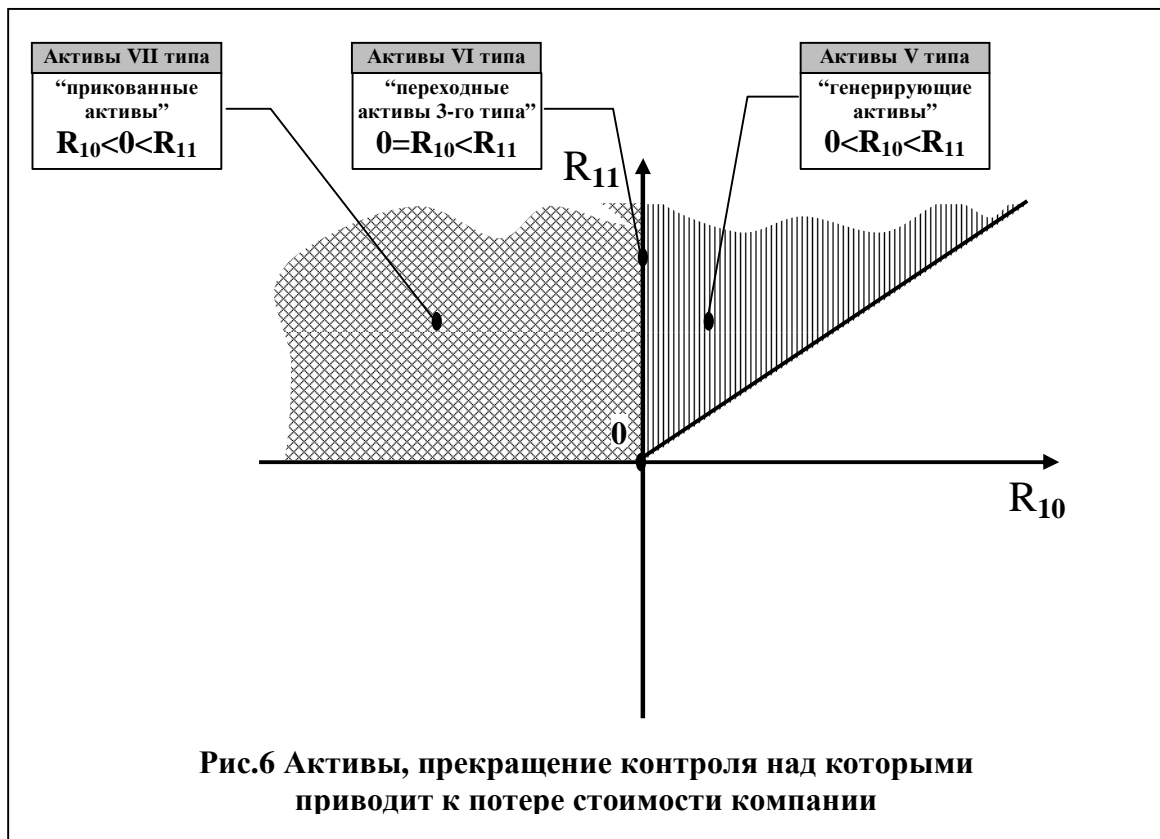
На базе концепции CCF, исходя из соотношений величин стоимости решений  $R_{11}$  и  $R_{10}$ , которые могут быть приняты по отношению к активам, была осуществлена классификация активов (см. рис.4) [19].

В работе «Об определении понятия «платежеспособность» в контексте концепции CCF» было продемонстрировано, что все множество активов, представленное на «квадрантах Галасюка для активов», можно условно разделить на два подмножества: активы, прекращение контроля над которыми не приводит к потере стоимости компании (см.рис.5) и активы, прекращение контроля над которыми приводит к потере стоимости компании (см.рис.6) [20].









Очевидно, что в ходе нормального функционирования бизнеса целесообразно прекращать контроль только над теми активами, прекращение контроля над которыми не приведет к потере стоимости компании, то есть над активами, для которых стоимость решения типа «прекратить контроль над активом» ( $R_{10}$ ) равна или превышает стоимость решения типа «продолжить контроль над активом» ( $R_{11}$ ):  $R_{10} \geq R_{11}$  [19,20]. Исходя из изложенного выше, при допущении, что реализация активов является наиболее целесообразным видом решения о прекращении контроля, можно утверждать, что в ходе нормальной деятельности бизнеса целесообразно осуществлять реализацию лишь «горящих активов», «переходных активов 1-го типа», «меновых активов» и «переходных активов 2-го типа».

Вместе с тем, поскольку внешняя экономическая вынужденность реализации связана с необходимостью погашения обязательств или с наличием других внешних факторов, то вопрос об экономической целесообразности реализации активов становится второстепенным. При наличии внешней экономической вынужденности реализации, несмотря на экономическую нецелесообразность такого решения, может оказаться необходимой реализация также «генерирующих активов», «переходных активов 3-го типа» и «прикованных активов». Вопрос возможности реализации активов, для которых  $R_{10} < 0$ , то есть «переходных активов 3-го



типа» и «прикованных активов», будет более подробно рассмотрен в следующих публикациях.

**Таким образом, внешняя экономическая вынужденность реализации может потребовать реализации активов любого типа вне зависимости от экономической целесообразности такого решения.**

Следует отметить, что, наличие внешней экономической вынужденности реализации зачастую обуславливает необходимость сокращения периода экспозиции реализуемых объектов по сравнению с продолжительностью их разумно долгого периода экспозиции. Зачастую, это связано с необходимостью погашения обязательств в очень сжатые сроки. **Однако, в тех случаях, когда продолжительность разумно долгого периода экспозиции объектов не превышает продолжительность фиксированного (желаемого) периода экспозиции этих объектов, внешняя экономическая вынужденность реализации не влечет за собой необходимость сокращения периода экспозиции.**

Определившись с сущностью внешней экономической вынужденности реализации, перейдем к рассмотрению внутренней экономической вынужденности реализации. Какие же внутренние экономические мотивы могут вынуждать субъекта экономических отношений к реализации своих активов? Ответить на этот вопрос позволяет анализ активов с позиций концепции CCF.

**Как было зафиксировано ранее, любой объект экономических отношений всегда является источником отрицательных условно-денежных потоков (Y), и лишь при определенных обстоятельствах является источником положительных условно-денежных потоков (X) [17, 18, [www.ccf.com.ua](http://www.ccf.com.ua)] (см.рис.7).**





В условиях, когда отрицательные условно-денежные потоки ( $Y$ ), связанные с продолжением контроля над активами, превышают соответствующие положительные условно-денежные потоки ( $X$ ), стоимость решения о продолжении контроля над ними ( $R_{11}$ ) оказывается отрицательной. Как видно на «квадрантах Галасюка для активов» (см.рис.4), отрицательная величина стоимости решения о продолжении контроля ( $R_{11}$ ) характерна для «горящих активов».

Особенностью «горящих активов» является то, что для них решение о продолжении контроля ( $R_{11}$ ) имеет отрицательную стоимость. Это означает, что, продолжая контроль над такими активами, субъект экономических отношений будет терять стоимость, и единственным экономически целесообразным решением по отношению к данным активам является решение о *немедленном* прекращении контроля над ними [19].

Говоря языком традиционной теории оценки, хотя «горящие активы» имеют определенную положительную меновую стоимость (стоимость в обмене с точки зрения рынка), их стоимость в пользовании с точки зрения конкретного субъекта является отрицательной. В таком случае *немедленное* прекращение контроля над этими активами является единственным экономически целесообразным типом решения, которое может быть принято по отношению к ним.

**В некоторых ситуациях все активы субъекта экономических отношений могут перейти в разряд «горящих активов».** Наглядным примером может служить ситуация ликвидации предприятия, в т.ч. и ситуация банкротства, когда все его активы, оказавшись исключенными из хозяйственного оборота, перестают быть источником положительных условно-денежных потоков ( $X$ ), но при этом продолжают генерировать отрицательные условно-денежные потоки ( $Y$ ), что обуславливает отрицательное значение стоимости решения о продолжении контроля над ними ( $R_{11}$ ). Единственным экономически целесообразным решением по отношению к данным активам является решение о *немедленном* прекращении контроля над ними ( $R_{10}$ ).

**То есть, наличие у субъекта экономических отношений «горящих активов» всегда обуславливает внутреннюю экономическую вынужденность реализации этих активов, вне зависимости от наличия внешней экономической вынужденности реализации.**

**С учетом изложенного выше, внутреннюю экономическую вынужденность реализации активов можно определить как необходимость реализации активов, обусловленную отрицательным значением стоимости решения о продолжении контроля над ними ( $R_{11}$ ).**

Причем, внутренняя экономическая вынужденность реализации активов означает не только экономически обусловленную необходимость

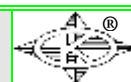


их реализации, но и налагает ограничения на продолжительность периода их экспозиции. Ведь на протяжении всего периода экспозиции «горящие активы» «поедают» стоимость за счет превышения отрицательных условно-денежных потоков (Y) над положительными (X). Причем, чем большую продолжительность имеет период экспозиции «горящих активов», тем значительно увеличивается сумма генерируемых ими отрицательных условно-денежных потоков. При этом, как правило, единственным источником погашения суммы отрицательных условно-денежных потоков, накопленной в процессе экспозиции «горящих активов», являются положительные условно-денежные потоки от их реализации. Решением проблемы является минимизация периода экспозиции «горящих активов», достигаемая за счет снижения цены этих активов до уровня, соответствующего их ликвидационной стоимости.

**Таким образом, внутренняя экономическая вынужденность реализации активов всегда обуславливает необходимость минимизации периода их экспозиции. Наличие внутренней экономической вынужденности реализации активов служит однозначным указанием на необходимость их реализации по цене, соответствующей их ликвидационной стоимости.**

Вместе с тем, внешняя экономическая вынужденность реализации активов не всегда обуславливает необходимость сокращения периода их экспозиции. Наличие внешней экономической вынужденности реализации активов не служит однозначным указанием на необходимость их реализации по цене, соответствующей их ликвидационной стоимости. Внешняя экономическая вынужденность реализации активов влечет необходимость определения их ликвидационной стоимости лишь в случаях, когда обуславливает необходимость сокращения периода их экспозиции. Например, если субъект должен погасить обязательства в трехмесячный срок, а разумно долгий период экспозиции активов, за счет реализации которых предполагается погасить обязательства, составляет 1 год, то необходимость в использовании ликвидационной стоимости существует. Если же субъект должен погасить обязательства в трехлетний срок, а разумно долгий период экспозиции активов, за счет реализации которых предполагается погасить обязательства, составляет 1 год, то необходимость в использовании ликвидационной стоимости отсутствует.

**Следует также отметить, что реализация объектов оценки, по-видимому, не может характеризоваться сокращенным периодом экспозиции и при этом не быть вынужденной, поскольку для сокращения периода экспозиции объекта требуется снижение его цены ниже уровня рыночной стоимости, на что рационально действующий субъект экономических отношений не пойдет при отсутствии вынуждающих его внешних или внутренних обстоятельств.**



С учетом полученных результатов была построена карта необходимости использования ликвидационной стоимости, позволяющая идентифицировать необходимость использования ликвидационной стоимости в каждой конкретной ситуации, в зависимости от наличия признаков экономической вынужденности реализации и сокращенного периода экспозиции (см. рис.8). Применяв указанную карту к основным ситуациям, в которых используется ликвидационная стоимость, можно получить таблицу следующего вида (см. табл.1).

Таблица 1

**Основные ситуации, в которых используется ликвидационная стоимость, в соответствии с «картой Галасюка»**

Ситуации, в которых используется ликвидационная стоимость	Сокращенный период экспозиции	Экономическая вынужденность реализации	
		Внешняя	Внутренняя
Реализация объектов залога, которые не используются в течение периода экспозиции для получения экономических выгод	да	да	да
Реализация объектов залога, которые продолжают эффективно использоваться в течение периода экспозиции для получения экономических выгод	да	да	нет
Реализация налоговых залогов, которые не используются в течение периода экспозиции для получения экономических выгод	да	да	да
Реализация налоговых залогов, которые продолжают эффективно использоваться в течение периода экспозиции для получения экономических выгод	да	да	нет
Реализация имущества ликвидируемых предприятий	да	да	да
Реализация имущества предприятий банкротов	да	да	да
Реализация объектов незавершенного строительства вследствие необходимости погашения обязательств или воздействия других внешних факторов	да	да	да
Реализация объектов незавершенного строительства вследствие внутренней экономической вынужденности реализации	да	нет	да

Следует отметить, что в таблице 1 представлены лишь основные ситуации, в которых используется ликвидационная стоимость, и данная таблица может быть существенно расширена и модифицирована с учетом специфики национального законодательства и сложившейся экономической практики.

Предложенный подход к идентификации ситуаций необходимости использования ликвидационной стоимости на базе «карты Галасюка» позволит повысить уровень обоснованности выбора ликвидационной

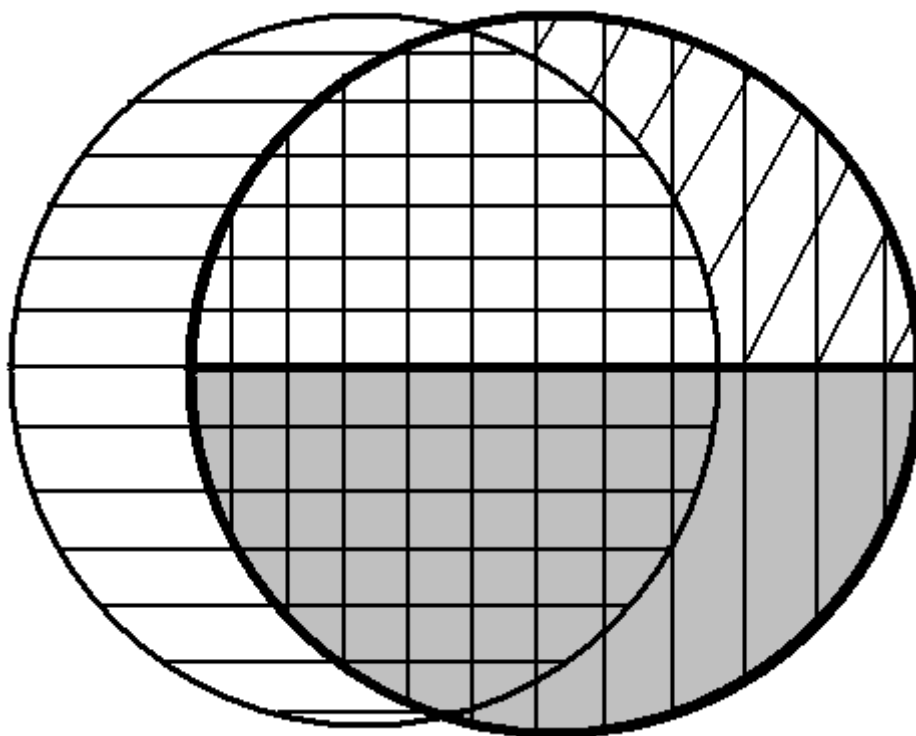


стоимости в качестве базы оценки, что будет способствовать снижению вероятности возникновения конфликтных ситуаций на этой почве.






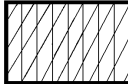
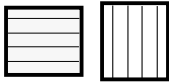
Выражаю надежду, что результаты осуществленного в данной статье анализа проблем, связанных с оценкой ликвидационной стоимости, окажутся полезными в Вашей практической деятельности, и приглашаю Вас, уважаемые читатели, принять участие в интернет-форуме, посвященном актуальным проблемам оценки на сайте [www.galasyuk.dnepr.net](http://www.galasyuk.dnepr.net).

*Автор выражает благодарность Галасюку Валерию Викторовичу, а также Сергею Тарасовичу Осауленко и Игорю Борисовичу Завертайному за весьма полезное обсуждение вопросов, освещенных в данной публикации.*





**Условные обозначения:**

-  - область сокращенного периода экспозиции;
-  - область экономической вынужденности реализации;
-  - область внешней экономической вынужденности реализации;
-  - область внутренней экономической вынужденности реализации;
-  - области, в которых возникает необходимость определения ликвидационной стоимости;
-  - область, в которой не возникает необходимость определения ликвидационной стоимости;
-  - области, отражающие не существующие на практике сочетания признаков вынужденности реализации и сокращенного периода экспозиции.

**Рис. 8. Карта Галасюка необходимости использования ликвидационной стоимости**



## Список литературы:

1. Демин А.С. Практика оценки предприятия в случаях банкротства или реструктуризации // Вопросы оценки.-1997.-№2.-С.37-41.
2. Симонова Л.Н. Оценка залога // Вісник оцінки.-1997.-№№7-8.-С.1-6.
3. Семененко Б.А. Актуальные проблемы ипотечного кредитования и оценки залоговой стоимости имущества // Вісник оцінки.-1997.-№№7-8.-С.10-14.
4. Бочкарев В.В. Основные принципы определения залоговой стоимости объекта недвижимости // Вопросы оценки.-1999.-№1.-С.8-12.
5. Маркус Я.І. Застосування європейських стандартів оцінки в оціночній практиці в Україні // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію.-1999.-№5.-С.73-76.
6. Огаджанян А.Б. Ликвидационная стоимость и начальная цена продажи имущества с аукциона // Государственный информационный бюллетень о приватизации.-1999.-№6.-С.65-71.
7. Назырова В.П. Оценка стоимости имущества при принудительной продаже // Государственный информационный бюллетень о приватизации.-1999.-№10.-С.77-80.
8. Макуха В.В. Особенности оценки залоговой недвижимости// Государственный информационный бюллетень о приватизации.-1999.-№12.-С.69-70.
9. Крюков Д.И. Зависимость стоимости объектов продажи от периода их реализации// Государственный информационный бюллетень о приватизации.-2000.-№2.-С.57-58.
10. Бочкарев В.В. Оптимизация условий кредитования при организации ипотечных программ // Вопросы оценки.-2000.-№3.-С.64-70.
11. Козырь Ю.В. Оценка ликвидационной стоимости // Вопросы оценки.-2000.-№4.-С.49-50.
12. Крюков Д.І. Вартість майна в умовах прискороеного продажу// Державний інформаційний бюлетень про приватизацію.-2000.-№8.-С.79-80.
13. Назырова В.П. Вынужденная продажа имущества: проблемы экспертной оценки // Государственный информационный бюллетень о приватизации.-2001.-№9.-С.72-75.
14. Маркус Я.І. Ликвидационная стоимость: теория и проблемы // Вісник оцінки-2002.-№2.-С.22-23.
15. Туровська Л.В. Особливості оцінки нерухомого майна у виконавчому провадженні// Вісник оцінки-2002.-№2.-С.19-21.
16. Командишко А.Л., Поляков А.С. Банкротство, налоговый залог и оценка имущества// Государственный информационный бюллетень о приватизации.-1999.-№1.-С.63-65.
17. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Кредитование под залог и ликвидационная стоимость. Под ред. Губенко С.Н. - Днепропетровск: Новая идеология, 2001.- 89 стр.
18. Галасюк В.В. Проблемы теории принятия экономических решений: Монография.- Днепропетровск: Новая идеология, 2002. – 304 стр.
19. Галасюк В.В., Вишневская-Галасюк А.В., Галасюк В.В. Принципиально новый подход к оптимальному управлению активами компании на базе концепции CCF//Фондовый рынок.-2003.-№1.-С.22-29.
20. Галасюк В.В., Вишневская-Галасюк А.В., Галасюк В.В. Об определении понятия «платежеспособность» в контексте концепции CCF//[www.galasyuk.dnepr.net](http://www.galasyuk.dnepr.net)

