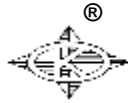


**Виктор Галасюк** – директор департамента кредитного консалтинга інформаційно-консалтингової фірми “ИНКОН-ЦЕНТР” (консалтингова група “КАУПЕРВУД”), магістр економіки підприємства, лауреат конкурсів молодих оцінщиків Українського об'єднання оцінщиків



## **Практические аспекты определения ликвидационной стоимости объектов залога и активов ликвидируемых предприятий**

Данную статью можно условно разделить на две части: первая часть содержит в сжатом виде описание метода определения ликвидационной стоимости, предложенного мной совместно с Валерием Галасюком<sup>1,2</sup>, в настоящее время все чаще применяемого специалистами, а вторая часть посвящена уточнению этого метода (выбору ставки процента, используемой для расчетов).

При изложении положений данной статьи автор исходит из того, что **ликвидационная стоимость - это стоимость, по которой объект оценки мог бы быть продан на открытом конкурентном рынке, если бы срок реализации объекта был бы короче “разумно долгого” для данного типа объектов на данном рынке.**

Анализ существующих подходов, применяемых на практике для определения ликвидационной стоимости, показывает, что, как правило, это эмпирические методы, базирующиеся на накопленном опыте и интуиции конкретного эксперта-оценщика. Недостаточный уровень формализованности таких методов не придает результатам этих экспертных оценок достаточной убедительности.

Полностью избежать использования эмпирических элементов при определении ликвидационной стоимости объектов, вероятно, не удастся никому, поскольку большинство факторов, влияющих на нее, в каждой конкретной ситуации практически не поддается строгой формализации, количественной оценке и точному прогнозированию. Вместе с тем, предложенный Валерием Галасюком метод оценки ликвидационной стоимости объектов, приведенный ниже, может быть применен на практике и является достаточно формализованным.

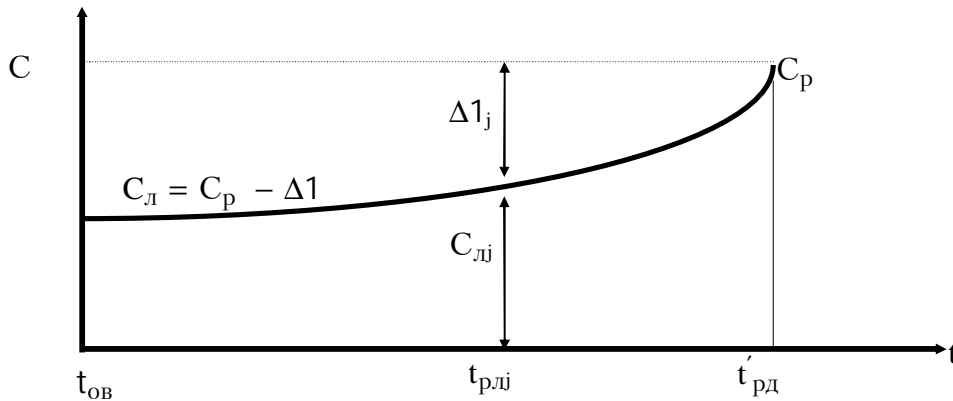
В основу предложенного метода расчета ликвидационной стоимости объекта положен сформулированный Валерием Галасюком **принцип безубыточной реализации товара по цене ниже рыночной стоимости**. Суть принципа такова: **убытки, возникающие при реализации товара по цене ниже рыночной стоимости, должны быть компенсированы доходами от размещения денежных средств, полученных от реализации этого товара, в меньшем объеме, но ранее.**

---

<sup>1</sup> Галасюк В.В., Галасюк В.В. Незалежна експертна оцінка як засіб забезпечення необхідного рівня ліквідності об'єктів застави (практичні аспекти)// Вісник НБУ.-1998.-N7.-С.51-54.

<sup>2</sup> Галасюк В.В., Мельниченко О.Д. Незалежна експертна оцінка як засіб забезпечення необхідного рівня ліквідності об'єктів застави // Вісник НБУ.-1997.-N11.-С.49-51.

Графически положение этого принципа можно отразить следующим образом (см. рис.1.).



**Рис.1. Графическое представление “принципа безубыточной реализации товара по цене ниже рыночной стоимости”**

Условные обозначения на рисунке:

C - стоимость;

t - время;

$t_{рлj}$  - j-тый возможный момент реализации товара по ликвидационной стоимости в пределах “разумно долгого” периода его экспозиции на рынке ( $t_{рд}$ );

$C_{лj}$  - j-тая возможная ликвидационная стоимость товара в момент времени  $t_{рлj}$ ;

$\Delta 1_j$  - j-тая разница между рыночной ( $C_p$ ) и j-той возможной ликвидационной стоимостью товара ( $C_{лj}$ ) в момент времени  $t_{рлj}$ .

Рисунок 1 отражает следующее. Продавец, стремящийся получить в результате продажи товара сумму, соответствующую его рыночной стоимости ( $C_p$ ), может получить ее за счет двух составляющих: суммы, соответствующей ликвидационной стоимости ( $C_{лj}$ ) в момент времени  $t_{рлj}$ , и дохода, полученного от размещения этой суммы в течение периода, равного разнице между  $t'_{рд}$  и  $t_{рлj}$ . При этом, нижний предел суммы, соответствующей ликвидационной стоимости товара в условиях реализации сформулированного выше принципа, определяется уровнем доходности операций по размещению денежных средств.

Таким образом, в данном случае, величину  $\Delta 1$  можно считать равной доходу от размещения суммы, соответствующей ликвидационной стоимости товара.

Вышеизложенное в общем виде можно отразить следующей формулой:

$$C_p = C_{лj} + \Delta 1_j.$$

Доход от размещения суммы, соответствующей ликвидационной стоимости товара в момент времени  $t_{рлj}$  ( $C_{лj}$ ), рассчитывается для случая начисления сложных процентов следующим образом:

$$\Delta 1 = C_{лj} \left( 1 + (i/m)^{n \times m} - 1 \right);$$

где  $n$  -- количество лет;  
 $m$  -- количество периодов начисления процентов в течение года;  
 $n \times m$  -- количество периодов начисления процентов за весь срок;  
 $i$  -- годовая процентная ставка.

Тогда для случая начисления сложных процентов:

$$C_p = C_{лi} \times \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \times m};$$

$$C_{лi} = \frac{C_p}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \times m}}.$$

Следует отметить, что для упрощения практического применения предложенного метода определения ликвидационной стоимости объектов, рыночная стоимость рассматривается как постоянная величина, эластичность спроса не учитывается, а величина  $\Delta t_1$  считается равной нулю.

Приведенные выше формулы предоставляют возможность определить соотношение ликвидационной и рыночной стоимости объектов залога.

Для удобства практического применения предложенного метода определения ликвидационной стоимости объектов залога составлена таблица 1, отражающая ликвидационную стоимость как долю в процентах от рыночной в зависимости от годовой процентной ставки и "разумно долгого" периода экспозиции товара на рынке.

**Таблица 1. Ликвидационная стоимость объекта залога в процентах от рыночной стоимости при начислении сложных процентов**

$t_{рд}$ , дни	$i, \% \text{ годовых}$									
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
30	99.17	98.36	97.56	96.77	96.00	95.24	94.49	83.75	93.02	92.31
60	98.35	96.75	95.18	93.65	92.16	90.70	89.28	87.89	86.53	85.21
90	97.54	95.16	92.86	90.63	88.47	86.38	84.36	82.40	80.50	78.65
120	96.73	93.60	90.60	87.71	84.93	82.27	79.71	77.25	74.88	72.60
150	95.94	92.07	88.39	84.88	81.54	78.35	75.32	72.42	69.66	67.02
180	95.14	90.56	86.23	82.14	78.28	74.62	71.16	67.89	64.80	61.86
210	94.36	89.07	84.13	79.49	75.14	71.07	67.24	63.65	60.28	57.10
240	93.58	87.61	82.07	76.93	72.14	67.68	63.54	59.67	56.07	52.71
270	92.80	86.18	80.07	74.45	69.25	64.46	60.03	55.94	52.16	48.66
300	92.04	84.76	78.12	72.04	66.48	61.39	56.73	52.45	48.52	44.91
330	91.28	83.37	76.21	69.72	63.82	58.47	53.60	49.17	45.13	41.46
360	90.52	82.01	74.36	67.47	61.27	55.68	50.64	46.10	41.99	38.27

Как показала практика применения предложенного метода, среди специалистов в области оценки нет единого мнения о том, какую ставку процента нужно использовать при расчете ликвидационной стоимости объектов залога, ведь существует множество вариантов размещения денежных средств. Для того чтобы ответить на этот вопрос, рассмотрим возможные варианты размещения денежных

средств с целью компенсации убытков, возникающих при реализации объекта залога по цене ниже его рыночной стоимости, но ранее.

Необходимо отметить, что в современной экономике инвестиции разделяют на реальные и финансовые. Для решения проблемы выбора ставки процента с позиции банка, как финансового института, целесообразно рассматривать именно финансовые инвестиции, то есть инвестиции производимые на финансовом рынке.

Как отмечают А. Первозванский и Т. Первозванская: “принято разделять финансовый рынок на денежный рынок и рынок капитала, а рынок капитала - на кредитный и фондовый рынки”<sup>1</sup> (с. 13), “Главными товарами финансового рынка являются: наличные деньги, в том числе внутренняя и иностранная валюта; банковские кредиты; ценные бумаги”<sup>2</sup> (с. 13). П. Самуэльсон и В. Нордхаус в своей фундаментальной работе “Экономика” отмечают: “Финансовые институты переводят фонды от заимодавцев (кредиторов) к заемщикам (должникам). Для этого они создают финансовые инструменты”<sup>2</sup> (с. 527). С учетом вышеизложенного, исходя из специфики деятельности банка как кредитно-финансового учреждения, представляется целесообразным при решении вопроса о том, какую ставку процента необходимо использовать при осуществлении расчетов по методу, предложенному Валерием Галасюком, рассматривать именно кредитную деятельность банка, то есть операции банка на кредитном рынке.

Банковские кредитные операции подразделяют на активные и пассивные. Стоит отметить, что “активные и пассивные кредитные операции банков осуществляются в форме ссуд и в форме депозитов”<sup>3</sup> (с. 9).

В настоящее время одни оценщики предлагают использовать при расчете величины ликвидационной стоимости объектов залога по методу, предложенному Валерием Галасюком, ставку процента по банковским депозитам, другие - по банковским кредитам. “Банковский кредит - ссуда, выданная банком или кредитным учреждением на условиях срочности, возвратности, платности”<sup>4</sup> (с. 68). “Депозит (лат. depositum - вещь, отданная на хранение) представляет собой вклад денежных средств или ценных бумаг в банк на хранение”<sup>4</sup> (с. 239). Учитывая мнение Дж. Ван Хорна : “Коммерческие банки - первичный источник срочного финансирования”<sup>5</sup> (с. 567), а также то, что депозиты “являются источником образования ссудного банковского ка-

---

<sup>1</sup> Первозванский А.А., Первозванская Т.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. - М.: Инфра-М, 1994 г. - 192 с.

<sup>2</sup> Пол А. Самуэльсон, Вильям Д. Нордхаус. Экономика: Пер. с англ. - М.: “Издательство БИНОМ”, 1997. - 800 с.: ил.

<sup>3</sup> Сиротина И.А. Кредит под залог. - М.: “Приор”, 1996. - 80 с.

<sup>4</sup> Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? - М.: Финансы и статистика, 1996.- 384 с.: ил.

<sup>5</sup> Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. серии Я.В. Соколов. - М.: Финансы и статистика, 1996. - с.: ил. - (Серия по бухгалтерскому учету и аудиту).

питала (ссудного фонда), используемого на выдачу кредитов”<sup>4</sup> (с. 239) ,, **автор считает целесообразным использовать при применении метода, предложенного Валерием Галасюком, для расчета ликвидационной стоимости объектов залога именно ставку процента по банковским кредитам.** Причем, это должна быть ставка процента, устанавливаемая банком, по кредитам на срок максимально близкий к периоду от момента возможной реализации объекта залога по ликвидационной стоимости до момента возможной реализации этого объекта по рыночной стоимости, в случае “разумно долгого” периода его экспозиции на рынке.

Приверженцы идеи использования ставки процента по банковским депозитам утверждают, что депозитный вклад не так рискован, как выдача кредита. С одной стороны это действительно так, но риск - понятие довольно относительное. Выдачу кредита надежному заемщику, финансовое состояние которого подтверждено солидной аудиторской фирмой, можно считать малорискованной в смысле вероятности невозврата кредита. Как известно, при размещении средств существует два основных риска: риск невозврата размещенных средств и процентов по ним, а также риск неполучения ожидаемого реального дохода. Соотношение этих рисков при разных вариантах вложения средств различно, а безрисковых инвестиций, как показывает практика, вообще не бывает. А. Мертенс пишет по поводу безрисковых ценных бумаг: “Традиционно в качестве безрисковых ценных бумаг рассматриваются государственные обязательства. Действительно, можно считать, что, государство, выполняющее функцию выпуска денег, не может обанкротиться”<sup>1</sup> (с. 169), но даже с “инвестициями в государственные ценные бумаги связан инфляционный риск (риск потери покупательной способности), и поэтому считать их абсолютно безрисковыми было бы значительным упрощением” [1, с.169].

Автор согласен, что ставку процента по банковским депозитам можно использовать при применении метода, предложенного Валерием Галасюком, для оценки ликвидационной стоимости объектов, но использовать эту ставку целесообразно в случаях, когда ускоренная реализация объектов рассматривается не с позиции банка. Например, **при ликвидации предприятия, когда происходит ускоренная реализация его активов, целесообразно в качестве ставки процента для расчета ликвидационной стоимости этих активов использовать именно ставку процента по банковским депозитам.** В этом случае также могут возникнуть сомнения в правильности выбора ставки процента, из-за рискованности такого размещения средств. Однако, если взглянуть на эти сомнения с вышеизложенных позиций в отношении риска, то видно, что депозитный вклад в надежный коммерческий банк может оказаться менее рискованным, чем вложение средств в безрисковые государственные ценные бумаги. Ведь ставки процента по банковским депозитам, как показывает мировая практика, обычно выше, чем по государственным ценным бумагам и, следовательно, депозитным вкладам свойственен меньший инфляционный риск.

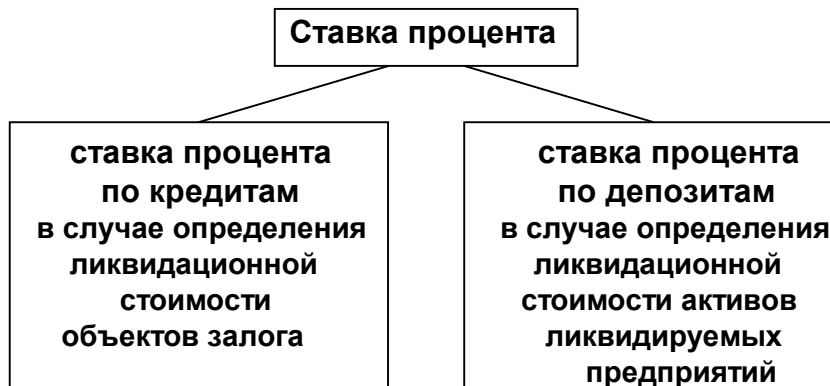
Необходимо отметить, что в случае определения ликвидационной стоимости объектов залога при помощи метода, предложенного Валерием Галасюком, достаточно легко определить размер используемой процентной ставки, ведь это будет определенная процентная ставка по кредитам конкретного банка, выдающего кредит под залог. В случае использования процентной ставки по депозитам, например, при ликвидации предприятия, могут возникнуть трудности при выборе величины процентной ставки, ведь депозитные процентные ставки различных банков могут до-

---

<sup>1</sup> Мертенс А.В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории.- К.: Киевское инвестиционное агенство, 1997. - XVI, 416 с.: ил.

вольно существенно различаться. Выбор определенной процентной ставки по депозитам должен осуществляться опытными экспертами-оценщиками, придерживающимися принципа осторожности оценок.

Изложенные автором методические положения по вопросу об использовании процентных ставок графически представлены на рисунке 2.



**Рис. 2. Выбор ставки процента в различных случаях определения ликвидационной стоимости объекта оценки**

Безусловно, в каждом конкретном случае определение ликвидационной стоимости объекта залога нуждается в индивидуальном подходе, чтобы учесть все существенные факторы, влияющие на ее размер. Однако, даже в представленном виде метод может использоваться как действенный инструмент для определения ликвидационной стоимости объектов. Хотя, эффективное его применение возможно лишь при обеспечении необходимого уровня достоверности исходных данных, квалифицированном прогнозировании конъюнктуры рынка, привлечении опытных экспертов-оценщиков, хорошо ориентирующихся в рыночной ситуации.

**Координаты авторов:**  
Консалтинговая группа «КАУПЕРВУД»,  
Украина, г. Днепропетровск, ул. Гоголя 15-а,  
тел./факсы: (38 0562) 47-16-36, 47-83-98, (38 056) 370-19-76  
www: [www.galasyuk.com](http://www.galasyuk.com), [www.cowperwood.dnepr.net](http://www.cowperwood.dnepr.net), [www.ccf.com.ua](http://www.ccf.com.ua),  
e-mail: [vit@galasyuk.com](mailto:vit@galasyuk.com), [vit@inkon.dnepr.net](mailto:vit@inkon.dnepr.net), [av@galasyuk.com](mailto:av@galasyuk.com), [maria@inkon.dnepr.net](mailto:maria@inkon.dnepr.net)