

Анализ финансового капитала

УДК 338.556: 657.92

ОСОБЕННОСТИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА*

*Надежда Николаевна Захарова,
соискатель кафедры Московского финансово-
промышленного университета «Синергия»,
ведущий консультант управления
оценки бизнеса ЗАО «АБМ Партнер»,
Москва, Российская Федерация
zakharovann@gmail.com*

Предмет/тема. Современная экономическая система немыслима без тесного взаимодействия различных институтов, что способствует балансу интересов субъектов экономики. Оценочная деятельность играет немаловажную роль в защите интересов собственников, а также других выгодоприобретателей при заключении разного рода сделок. Основные проблемы при оценке зачастую связаны с несогласованностью нормативно-правовых актов или методических рекомендаций. Для разрешения проблем, возникающих при кредитовании, необходимо определение величины ликвидационной стоимости объекта залога. При определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

Цели/задачи. Целью авторского исследования является проверка гипотезы, основанной на предположении о том, что при оценке бизнеса ликвидационная стоимость и рыночная стоимость равны. Предлагаемая гипотеза опровергает общепринятый постулат для всех остальных объектов оценки, согласно которому ликвидационная стоимость объекта всегда меньше рыночной. На современном этапе развития оценочной деятельности в России отсутствуют прозрачные методики определения

ликвидационной стоимости бизнеса. Это касается и нормативных документов, и методических рекомендаций кредитных институтов.

Методология. В ходе проверки гипотезы методами анализа и синтеза проведено исследование понятия «ликвидационная стоимость» применительно к оценке бизнеса. Проанализированы существующие методы расчета ликвидационной стоимости, а также проведен анализ возможности применения этих методов для определения величины ликвидационной стоимости бизнеса.

Результаты. Результаты исследования позволяют сделать вывод о равенстве рыночной и ликвидационной стоимости бизнеса при определенных допущениях, что подтверждает выдвинутую гипотезу о соотношении этих величин.

Выводы/значимость. Выводы автора могут иметь практическое применение при оценке для целей залога. Кроме того, освещен ряд нерешенных вопросов, в том числе в области совершенствования оценочного законодательства.

Ключевые слова: оценка бизнеса, ликвидационная стоимость, объект оценки

Введение

Современная экономическая система немыслима без тесного взаимодействия различных институтов, что способствует балансу интересов субъектов экономики. Оценочная деятельность играет нема-

* Автор выражает признательность И.В. Косоруковой за помощь и ценные замечания при работе над статьей.

ловажную роль в защите интересов собственников, а также других выгодоприобретателей при заключении разного рода сделок.

Основные проблемы при решении задач оценки зачастую связаны с несогласованностью нормативно-правовых актов или методических рекомендаций. Автором предлагается анализ такого понятия, как «ликвидационная стоимость бизнеса (акций и долей)», в том числе методические особенности расчета данной величины.

Вопросы оценки ликвидационной стоимости бизнеса не находят в полной мере освещения в существующей методической литературе. В статье проверяется гипотеза, основанная на предположении о том, что при оценке бизнеса ликвидационная стоимость и рыночная стоимость равны. Эта гипотеза опровергает общепринятый постулат для всех остальных объектов оценки, согласно которому ликвидационная стоимость объекта всегда меньше рыночной.

Термины и определения

Основными нормативно-правовыми актами в области оценочной деятельности являются Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»¹ и федеральные стандарты оценки (ФСО). С точки зрения действующего российского законодательства² при определении ликвидационной стоимости объекта оценки выясняется расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в случаях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

При определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

Для сравнения приведем определение рыночной стоимости, указанное в ФСО № 2: «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, т.е. 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».

Таким образом, законодатель, характеризуя ликвидационную стоимость, говорит о вынужденности как об основной предпосылке для определения ликвидационной стоимости и ставит во главу угла фактор времени. При этом не дается более четкого определения, и объект оценки рассматривается как целостный предмет сделки (отчуждения).

Что же может выступать в качестве объекта оценки? С точки зрения законодательства, согласно ст. 5 упомянутого ранее Федерального закона, к объектам оценки относятся:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;
- иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Статья 128 Гражданского кодекса Российской Федерации³ относит к объектам гражданских прав вещи, включая наличные деньги и документарные

¹ Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ.

² Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2): приказ Минэкономразвития России от 20.07.2007 № 255 (ред. от 22.10.2010).

³ Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ.

ценные бумаги, иное имущество, в том числе безналичные денежные средства, бездокументарные ценные бумаги, имущественные права; результаты работ и оказание услуг; охраняемые результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации (интеллектуальная собственность); нематериальные блага.

Говоря об оценке стоимости хозяйствующего субъекта, можно выделить два типа объектов оценки: имущественный комплекс и бизнес [9].

Имущественный комплекс как объект гражданских прав описан в ст. 132 Гражданского кодекса Российской Федерации:

«1. Предприятием как объектом прав признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности.

Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью.

2. Предприятие в целом или его часть могут быть объектом купли-продажи, залога, аренды и других сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав.

В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (коммерческое обозначение, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором».

Бизнес не определен законодательством как объект гражданских прав. Бизнес – это предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, услуг, ценных бумаг, денег или других видов разрешенной законом деятельности в целях получения прибыли [5].

Проект федерального стандарта оценки «Оценка акций, паев, долей участия в уставном (складочном) капитале (оценка бизнеса) (ФСО № 8)»⁴ содержит следующие положения: «Для целей настоящего федерального стандарта оценки под бизнесом понимается предпринимательская деятельность организации, направленная на из-

влечение экономических выгод» (п. 3 ФСО № 8); «Для целей настоящего федерального стандарта оценки объектами оценки могут являться акции; паи производственных кооперативов, доли участия в уставном (складочном) капитале» (п. 5 ФСО № 8).

Таким образом, если ставится задача оценить бизнес, объектом оценки будет такой объект гражданских прав, как права на долю участия в собственном капитале предприятия. Такие права могут быть представлены бездокументарными ценными бумагами (акциями) либо паями производственных кооперативов, либо долями участия в уставном (складочном) капитале. Для краткости будем именовать такого рода объект оценки «бизнес».

Таким образом, в случае оценки *имущественного комплекса* определяется стоимость совокупности активов и обязательств, а в случае оценки *бизнеса* – право собственности на долю участия в собственном капитале предприятия.

Ликвидационная стоимость бизнеса, по сути, ничем не отличается от ликвидационной стоимости других объектов оценки. Российский законодатель не делает разницы в понятии ликвидационной стоимости в зависимости от объекта оценки, нет также федерального стандарта оценки, разъясняющего методику расчета этой величины [7].

Международное оценочное законодательство представлено международными стандартами оценки. В международных стандартах оценки МСО 2011 не дается понятия ликвидационной стоимости или какого-либо другого вида стоимости в условиях ускоренной реализации [11]. В международных стандартах оценки (МСО 1–4)⁵, действовавших с 24.03.1994, а в настоящее время прекративших свое действие, имело место следующее определение ликвидационной стоимости или стоимости при вынужденной продаже: денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости. В некоторых государствах к ситуациям вынужденной продажи могут быть отнесены случаи с недобровольным продавцом и покупателем или покупателями, информированными о затруднениях, испытываемых продавцом.

Ряд специалистов в области финансового учета [1, 16] упоминают, что ликвидационная

⁴ В статье использован текст проекта «Об утверждении федерального стандарта оценки «Оценка акций, паев, долей участия в уставном (складочном) капитале (оценка бизнеса) (ФСО № 8)». URL: <http://regulation.gov.ru/project/21461.html>.

⁵ Международные стандарты оценки (МСО 1–4). URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=EXP;n=303165>.

стоимость применяется при постановке основных средств на баланс в соответствии с принципами международных стандартов финансового учета. Амортизируемую стоимость получают путем уменьшения первоначальной стоимости на величину ликвидационной стоимости, представляющую собой оценку основных средств, установленную на момент их будущего выбытия. Однако это скорее неудачный выбор синонима. В англоязычной версии стандартов упоминается, что для этих целей используется *residual value*, в русскоязычной версии стандартов этот термин переведен как «остаточная стоимость»⁶.

Таким образом, понятие ликвидационной стоимости возникает в российском законодательстве и отсутствует в действующем международном законодательстве по оценке. Принципиальный подход к определению ликвидационной стоимости различных объектов оценки одинаков. Федеральный стандарт оценки, разъясняющий методику расчета этой величины, отсутствует.

Оценка для целей залога

В процессе взаимодействия экономических субъектов часто возникает необходимость определения величины ликвидационной стоимости объекта экономических отношений. Например, при выдаче кредита под залог от точности определения величины ликвидационной стоимости объектов залога зависит обеспеченность кредита [3].

На практике именно ситуация с передачей акций/долей в уставном капитале в залог является основным случаем, когда необходимо определять ликвидационную стоимость бизнеса⁷.

Согласно ст. 336 Гражданского кодекса Российской Федерации «предметом залога может быть всякое имущество, в том числе вещи и имущественные права, за исключением имущества, на которое не допускается обращение взыскания, требований, неразрывно связанных с личностью кредитора».

⁶ МСФО 16 «Учет основных средств. URL: http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/no_date/2012/IAS_16.pdf; IAS 16 Property Plant and Equipment / IAS 16 53 Determination of depreciable amount for assets). URL: http://annualreporting.info/ifrs_standards/ias-16-53-determination-of-depreciable-amount-for-assets.

⁷ Следует оговориться, что здесь и далее под понятием «бизнес» подразумевается долевое участие в собственном капитале предприятия.

Таким образом, бизнес может выступать предметом залога. Что касается стоимости предмета залога, в ст. 340 Гражданского кодекса Российской Федерации сказано, что «стоимость предмета залога определяется по соглашению сторон, если иное не предусмотрено законом», а также «если иное не предусмотрено законом, соглашением сторон или решением суда об обращении взыскания на заложенное имущество, согласованная сторонами стоимость предмета залога признается ценой реализации (начальной продажной ценой) предмета залога при обращении на него взыскания». При этом не указано, идет ли речь о рыночной стоимости или о другом виде стоимости.

В разрабатываемом федеральном стандарте оценки «Оценка для целей залога (ФСО № 9)»⁸ говорится, что при определении стоимости в целях залога определяется рыночная стоимость, в дополнение к которой могут определяться инвестиционная и (или) ликвидационная стоимости (при наличии соответствующих требований в задании на оценку).

Кредитные институты, как правило, в своих требованиях указывают на необходимость определения рыночной и ликвидационной стоимости передаваемого в залог актива.

Следует отметить, что в большинстве случаев требование определять ликвидационную стоимость бизнеса носит скорее формальный характер, но тем не менее является обязательным.

Согласно проекту ФСО № 9 при определении ликвидационной стоимости в качестве фактора вынужденной продажи объекта и при выборе срока экспозиции следует рассматривать условия реализации объекта, соответствующие процедурам обращения взыскания на предмет залога, установленные действующим на дату оценки законодательством.

Таким образом, в России имеет место применимость и востребованность оценки ликвидационной стоимости бизнеса.

Описанные методики расчета

В работе [9] И.В. Косорукова пишет, что ликвидационная стоимость в оценке бизнеса может быть оценена только затратным подходом, поскольку метод ликвидационной стоимости относится к

⁸ В статье использован текст проекта «Об утверждении федерального стандарта оценки «Оценка для целей залога (ФСО № 9)». URL: <http://regulation.gov.ru/project/21465.html>.

методам затратного подхода. При этом делается допущение, что ликвидация бизнеса возможна, когда он уже перестал существовать, и планируется быстрая продажа имущественного комплекса. Однако возможна ситуация, когда понадобится быстрая продажа самого бизнеса, и вот тогда существующая методология оценки не удовлетворит потребность оценщика, поскольку не рассматривает такую перспективу развития.

Проблема оценки ликвидационной стоимости бизнеса заключается в том, что в российской методической литературе это понятие тесно увязано с понятием *метода ликвидационной стоимости* в рамках затратного подхода, т.е. с ситуацией, когда бизнес перестает быть экономически эффективным и его ценность превращается в ценность имущественного комплекса [2, 6, 10, 18, 19]. В международных стандартах оценки МСО 2011 также рассматривается только случай трансформации бизнеса в имущественный комплекс: «если проводится оценка права, предоставляющего возможность ликвидации активов бизнеса, следует рассмотреть, превысит ли совокупная стоимость активов при их продаже по отдельности в случае ликвидации бизнеса их общую стоимость в составе бизнеса как действующего предприятия» [11].

Ликвидационная стоимость перспективного бизнеса, учитывающая только влияние фактора времени, в методической литературе не рассматривается. При этом, как было отмечено ранее, необходимость определения ликвидационной стоимости бизнеса возникает только в России. Эта экономическая категория вытекает из существующих федеральных стандартов оценки и не раскрывается более подробно ввиду недостаточной доработки последних (недостаточная проработка в части видов стоимости, отсутствие утвержденных стандартов по оценке бизнеса).

Техника расчета *методом ликвидационной стоимости* подробно в данной статье не рассматривается. Она обобщенно сводится к следующему: стоимость бизнеса (собственного капитала) определяется как величина дохода от реализации активов за минусом расходов на реализацию и расходов по погашению обязательств. Как отмечено ранее, стоимость бизнеса в данном случае сводится к стоимости имущественного комплекса.

Техника расчета *ликвидационной стоимости при ограниченном сроке экспозиции* подробно раскрывается, например, в работах [4, 8, 12, 14, 15, 17].

В них расчет сводится к следующей формуле:

$$ЛС = РС \times К,$$

где *ЛС* – ликвидационная стоимость объекта;

РС – рыночная стоимость объекта;

К – коэффициент перехода от рыночной стоимости к ликвидационной.

То есть за базу принимается рыночная стоимость объекта, с которой производятся дальнейшие манипуляции.

Многие авторы сходятся во мнении, что ликвидационная стоимость должна быть ниже рыночной стоимости. Основные факторы снижения стоимости – это фактор ограниченного срока реализации и фактор эластичности спроса по цене.

Скидка с рыночной стоимости при этом рассматривается как доход инвестора или компенсация убытков. Основные методики, традиционно используемые оценщиками на практике, представлены в табл. 1.

Следует отметить, что в большинстве случаев под объектом подразумеваются материальные активы. Такая методика применима для оценки имущественного комплекса, так как в этом случае оценке подлежит совокупность активов и обязательств, а сам имущественный комплекс признается недвижимостью.

Ликвидационная стоимость применительно к оценке бизнеса

С точки зрения законодательства нет принципиального различия между понятиями «ликвидационная стоимость бизнеса» и «ликвидационная стоимость материального актива». Как уже отмечалось, объект оценки рассматривается как целостный предмет сделки (отчуждения), основным отличием от рыночной стоимости является фактор времени продажи. Таким образом, нет явного противоречия при использовании для определения ликвидационной стоимости бизнеса методики, применимой для оценки ликвидационной стоимости материальных активов.

Схематично соотношение рыночной и ликвидационной стоимостей в зависимости от предполагаемого срока реализации актива (установленный срок экспозиции) представлено на рис. 1. Точка *A* соответствует рыночному периоду экспозиции. В этой точке установленный срок экспозиции равен рыночному и, соответственно, ликвидационная стоимость равна рыночной стоимости.

Таблица 1

Основные методики определения ликвидационной стоимости активов

Автор	Подход, предпосылки	Формула расчета	Основные положения и допущения	Преимущества методики	Недостатки методики
Козырь Ю.В.	Фактор ограниченного срока реализации	$ЛС(t) = \frac{РС}{(1+y)^T}$ <p>где ЛС – ликвидационная стоимость; РС – рыночная стоимость; у – среднерыночная доходность вложений в подобные объекты; t_e – среднерыночное время экспозиции объекта; t – заданное (установленное нормативно) время продажи объекта; T – период времени, к которому привязана ставка дисконтирования</p>	Допущение: среднерыночное время экспозиции объекта существенно превышает заданное (установленное нормативно) время продажи объекта	Методика достаточно проста в применении, так как расчет всех параметров модели осуществляется традиционными подходами и не составляет затруднений. Доступность информации для оценки	На коротких временных интервалах дает завышенную оценку ликвидационной стоимости
Мжелский М.Б., Ахметов О.А.	Фактор ограниченного срока реализации	$ЛС = РС \times КП,$ <p>где КП – коэффициент приведения, определяемый с использованием специальных таблиц с учетом сложившихся рыночных характеристик спроса</p>	Положения: – коэффициент приведения зависит от сложившихся рыночных условий; – более ликвидная недвижимость имеет более высокое значение коэффициента приведения; – чем меньше ограниченный срок реализации отличается от среднерыночного срока, тем больше значение коэффициента приведения. Допущение: все параметры, участвующие в расчетах, являются случайными величинами, подчиняющимися закону нормального распределения	Методика формальна и не требует сложных вычислений	Применение возможно только при наличии большого количества статистической информации
Рослов В.Ю., Мышанов А.И., Подколзин И.А.	Эластичность спроса по цене. Привлекательность объекта для инвестора	$ЛС = РС \left(\frac{1}{(1+i/m)^m} \right)^{\frac{m}{12}} \times \frac{1}{1 + k_r - 2 - t_r / t_k},$ <p>где i – ставка дисконтирования; m – число периодов начисления процентов за год;</p>	Положение: на рынке существует пороговое значение стоимости объекта, при которой операция покупки объекта по этой стоимости и последующая перепродажа по рыночной стоимости позволяет получить прибыль, равную прибыли продавцов, действующих в данном сегменте рынка.	Базируется на классической теории ценообразования, в рамках которой цена на товар связана со сроком через коэффициент эластичности	Основана на допущении о развитости и равновесности рынка оцениваемого объекта. В методике не раскрыт способ расчета одного из существенных параметров – торговой наценки

Продолжение табл. 1

Автор	Подход, предпосылки	Формула расчета	Основные положения и допущения	Преимущества методики	Недостатки методики
Родин А.Ю.	Доходный подход. Разница между рыночной и ликвидационной стоимостью – доход инвестора	$LC = PC \frac{1 - i_{н.п} (T_{э.р} - T_{э.л})}{1 + i_{д} (T_{э.р} - T_{э.л})}$ <p>где $i_{н.п}$ – норма прибыли инвестора; $i_{д}$ – процентная ставка (ставка дисконтирования), отражающая норму доходности кредитора, предоставляющего заемные средства; $T_{э.р}$ – срок экспозиции обычный для аналогичных объектов; $T_{э.л}$ – срок экспозиции для продажи по ликвидационной стоимости</p>	<p>Допущения:</p> <ul style="list-style-type: none"> – маркетинговый период достаточно мал (маркетинговое время, ниже срока ликвидационной реализации); – рынок объекта оценки (сегмент рынка) развит; рынок объекта оценки близок к равновесному; все объекты продаются по одной цене, которая соответствует рыночной стоимости; – в ценовой зоне, где спрос на объект эластичен, коэффициент эластичности пропорционален спросу на объект и доходности от его перепродажи; – для объектов с неэластичным спросом коэффициент эластичности принимается равным нулю <p>Положение:</p> <ul style="list-style-type: none"> – потенциальный инвестор не заплатит за данное имущество сумму большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого имущества. <p>Допущения:</p> <ul style="list-style-type: none"> – оцениваемое имущество впоследствии может быть реализовано без ограничения по срокам экспозиции по рыночной цене; – для приобретения имущества будут использоваться заемные средства; – инвестор выставит приобретаемый объект на продажу одновременно с началом срока экспозиции и будет обязан его выкупить одновременно с его окончанием; – инвестор, осуществляющий данную операцию, мотивируется возможностью получения прибыли, которая зависит от величины рыночной стоимости объекта; 	<p>Наиболее соответствует доходу, отражает мотивацию потенциального покупателя</p>	<p>Основана на большом количестве допущений. Допущение о привлечении заемного капитала не имеет однозначного обоснования</p>

Окончание табл. 1

Автор	Подход, предпосылки	Формула расчета	Основные положения и допущения	Преимущества методики	Недостатки методики
Галасюк В.В., Галасюк В.В.	Компенсация убытков продавца. Эластичность спроса по цене	$ЛС = \frac{РС}{(1 + i / m)^m} \prod k,$ где i – годовая ставка дисконта; m – количество периодов начисления процентов в течение года; n – продолжительность периода дисконтирования, лет; $\prod k$ – произведение значений коэффициентов, учитывающих влияние различных факторов на величину ликвидационной стоимости	Положения: – принцип безубыточной реализации объекта по цене ниже его рыночной стоимости: убытки, возникающие при реализации объекта по цене ниже его рыночной стоимости, должны быть компенсированы доходами от размещения денежных средств, полученных от реализации этого объекта, в меньшем объеме, но ранее; – одним из коэффициентов, влияющих на значение ликвидационной стоимости, является коэффициент эластичности; коэффициент эластичности может принимать значения от 0 до 1	Учитывает помимо фактора ускоренной продажи влияние дополнительных параметров	Перечень коэффициентов, влияющих на величину ликвидационной стоимости, не обозначен (расмотрен лишь один коэффициент)

Примечание. База оценки – рыночная стоимость. Соотношение рыночной стоимости РС и ликвидационной стоимости ЛС: ЛС < РС.

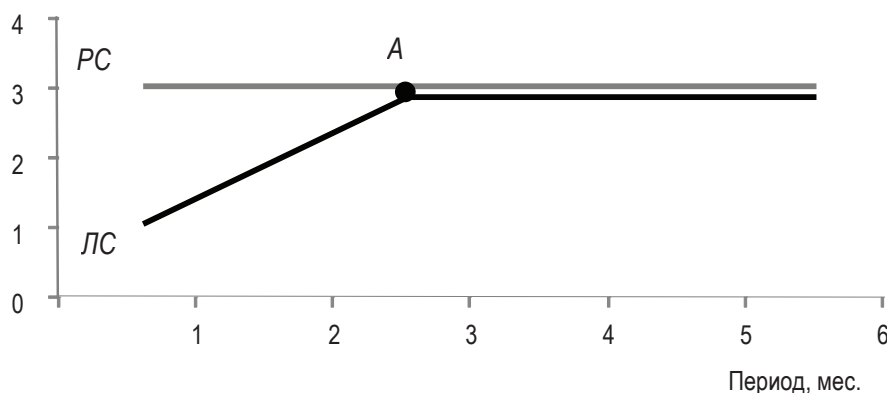
Источник: составлено автором по работам [4, 8, 12, 14, 15].

Таким образом, базой для оценки ликвидационной стоимости бизнеса является рыночная стоимость, а коррекция рыночной стоимости производится при помощи коэффициента, учитывающего фактор времени. Следовательно, необходимо понимать, что представляет собой рыночная стоимость, как учесть фактор времени.

Обратимся к методикам определения рыночной стоимости бизнеса. Большинство методик указывает на необходимость внесения на заключительном этапе расчета рыночной стоимости бизнеса поправок на контроль и ликвидность. Как отмечено в работе [13], скидка за недостаточную ликвидность определяется как величина или доля, на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности. Базовая величина, из которой вычитается скидка на недостаточную ликвидность, – стоимость *высоколиквидного сопоставимого пакета*. Подобной позиции придерживаются и авторы работы [10].

Что касается методик, закрепленных нормативно, то проект федерального стандарта оценки «Оценка акций, паев, долей участия в уставном (складочном) капитале (оценка бизнеса) (ФСО № 8)» не содержит указаний относительно внесения корректировок, связанных с ликвидностью. Стандарт дает общее указание: «При определении стоимости объекта оценки в рамках применения каждого из использованных в оценке методов оценщик должен установить и обосновать необходимость внесения использованных в расчетах оценщика корректировок и их величину». Что касается согласования результатов, в стандарте отмечено: «после проведения процедуры согласования оценщик, помимо указания в отчете об оценке итогового результата оценки стоимости объекта оценки, приводит свое суждение о возможных границах интервала, в котором, по его

Значение, у.е.



Примечание. ЛС – ликвидационная стоимость; PC – рыночная стоимость; A – рыночный период экспозиции.

Рис. 1. Соотношение рыночной и ликвидационной стоимостей при различных установленных сроках экспозиции

мнению, может находиться эта стоимость, если в задании на оценку не указано иное».

Действующий стандарт оценки ФСО № 1 не содержит информации о внесении корректировок на этапе согласования. Таким образом, согласно федеральным стандартам оценки, введение возможных поправок на контроль и ликвидность должно проводиться в рамках каждого из подходов.

На практике при выполнении расчетов по оценке бизнеса подавляющее большинство оценщиков анализируют необходимость внесения поправок на ликвидность и контроль и при необходимости делают соответствующие вычисления. Анализ по фактору ликвидности и сравнение с высоколиквидными ценными бумагами проводится для акций, паев, долей участия в уставном (складочном) капитале.

В авторском исследовании не ставится задача проследить корректность расчета величины рыночной стоимости бизнеса. В данном случае примем за основу, что на этапе определения рыночной стоимости поправка на ликвидность была применена.

Таким образом, можно сделать вывод, что итоговая величина рыночной стоимости акций должна учитывать «ущербность» ценных бумаг (имущественных прав) в сравнении с высоколиквидными бумагами (аналогично для долей участия в уставном (складочном) капитале). Рассмотрим подробнее суть данной скидки.

Эталоном являются *высоколиквидные ценные бумаги*. Нормативно понятие высоколиквидных бумаг не закреплено.

Высокая ликвидность означает, что ценная бумага в стандартном количестве может быть быстро продана (куплена) без существенного влияния этой операции на текущий уровень ее рыночной цены [10].

Как известно, котирующиеся пакеты акций первого эшелона могут быть реализованы ориентировочно в недельный срок (7 дней), акции второго эшелона – за 14–30 дней [20]. Можно сделать вывод, что высоколиквидные ценные бумаги (акции голубых фишек и

акции второго эшелона) легко обращаются в деньги в пределах одного месяца (табл. 2).

Оцениваемые ценные бумаги (а также имущественные права) характеризуются собственным показателем ликвидности и, соответственно, типичным периодом обращения в деньги. Скидка на ликвидность отражает стоимостную разницу, выражающую данный разрыв во времени.

Таким образом, применяя скидку на ликвидность, оценщик учитывает влияние фактора времени, и рыночная стоимость объекта оценки соответствует условию продажи в период, не превышающий одного месяца.

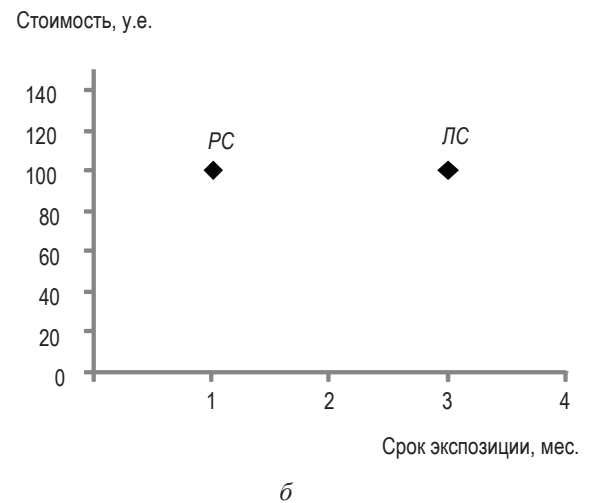
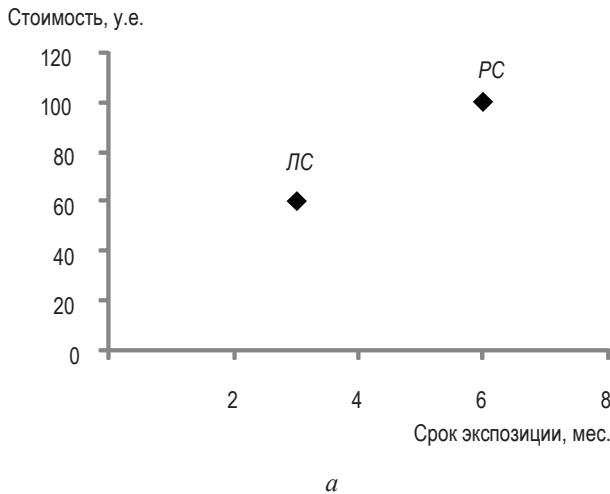
Определившись с рыночной стоимостью бизнеса, возвращаемся к понятию ликвидационной стоимости. При определении ликвидационной стоимости необходимо установить срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий. На практике банки устанавливают такой срок на уровне 3–6 мес. Срок экспозиции менее одного месяца не встречается, так как при наступлении случая вынужденной продажи имеются временные интервалы, необходимые для подготовки

Таблица 2

Сроки реализации акций

Тип ценных бумаг	Срок реализации, дни
Акции голубых фишек	7
Акции второго эшелона	14–30
Высоколиквидные предприятия	90
Низколиквидные предприятия	365–630
Неликвидные	Свыше 630

Источник: [20].



Примечание. ЛС – ликвидационная стоимость; РС – рыночная стоимость.

Рис. 2. Условное сравнение соотношений рыночной и ликвидационной стоимости:
а – материальные активы; б – бизнес

объекта к реализации. Такие подготовительные работы редко укладываются в один месяц.

Из этого следует, что срок экспозиции, устанавливаемый для определения ликвидационной стоимости, на практике не бывает меньше срока, которому соответствует рассчитанная рыночная стоимость бизнеса.

Условное сравнение соотношений рыночной и ликвидационной стоимости для разного типа объектов оценки исходя из предположения, что установленный срок экспозиции для ликвидационной стоимости равен трем месяцам, представлено на рис. 2.

Таким образом, следует принимать рыночную и ликвидационную стоимость бизнеса равными.

Выводы

Проведенный анализ показал, что разработанные методы оценки ликвидационной стоимости, применяемые традиционно к материальным активам (недвижимое и движимое имущество), при оценке бизнеса подлежат трансформации. Результаты исследования позволяют сделать вывод о равенстве рыночной и ликвидационной стоимости бизнеса при определенных допущениях, что подтверждает выдвинутую гипотезу о соотношении этих величин.

Формулы расчета ликвидационной стоимости для различных типов объектов оценки представлены в табл. 3.

Таблица 3

Расчет ликвидационной стоимости

Объект оценки	Формула для расчета
Материальные активы (в том числе имущественный комплекс)	$ЛС = РС \times K$
Бизнес:	$ЛС = РС.$
– бездокументарные ценные бумаги (акции); – паи производственных кооперативов; – доли участия в уставном (складочном) капитале	Формула верна при следующем допущении: при расчете рыночной стоимости была введена корректировка на ликвидность

Приведенное рассуждение справедливо для решения формальных задач, встающих перед оценщиками при проведении оценки для целей залога в рамках ФСО. Потребности инициаторов оценки, как правило, выходят за эти пределы. Так, для банка представляет интерес не ликвидационная стоимость ценных бумаг на дату принятия в залог, а их возможная стоимость в случае наступления предбанкротной ситуации. Однако проведение подобных расчетов требует отдельных оговорок в задании на оценку и скорее может быть отнесено к консалтингу, нежели к оценке в рамках федеральных стандартов.

Список литературы

1. Банк С.В. Основные средства. Учет в российской и международной практике // Аудитор. 2005. № 6. С. 36–43.
2. Бухарин Н.А., Озеров Е.С., Пупенцова С.В., Шаброва О.А. Оценка и управление стоимостью

бизнеса: учеб. пособие. СПб: ЭМ-НиТ, 2011. 238 с.

3. *Галасюк В.* Об определении понятия «ликвидационная стоимость». URL: <http://appraiser.ru/default.aspx?SectionId=41&Id=1605>.

4. *Галасюк В.В., Галасюк В.В.* Способ учета эластичности спроса по цене при определении ликвидационной стоимости объектов // Вопросы оценки. 2000. № 4. С. 44–48.

5. *Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Оценка бизнеса. СПб: Питер, 2006. 464 с.

6. *Захарова Н.Н.* Оценка стоимости предприятия методом ликвидационной стоимости // Стоимость собственности: оценка и управление. М.: Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2013. 416 с.

7. *Захарова Н.Н.* Спорные вопросы трактовки понятия «ликвидационная стоимость» применительно к оценке бизнеса // Роль бизнеса в трансформации российского общества. Экономико-прикладные проблемы системного управления: современные тенденции. М.: Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2014. 272 с.

8. *Козырь Ю.В.* Оценка ликвидационной стоимости // Вопросы оценки. 2000. № 4. С. 49–50.

9. *Косорукова И.В.* Методологические проблемы оценки стоимости бизнеса: теория и практика. М.: Синергия ПРЕСС, 2012. 384 с.

10. *Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А.* Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса. М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. 672 с.

11. Международные стандарты оценки 2011 / под ред. Г.И. Микерина, И.Л. Артеменкова. М.: Российское общество оценщиков, 2013. 188 с.

12. *Мжельский М.Б., Ахметов О.А.* Один из подходов к определению ликвидационной стоимости // Вопросы оценки. 2002. № 3. С. 54–63.

13. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2004. 736 с.

14. *Родин А.Ю.* Методика оценки ликвидационной стоимости имущества // Вопросы оценки. 2003. № 1. С. 30–33.

15. *Рослов В.Ю., Мышанов А.И., Подколзин И.А.* Расчет ликвидационной стоимости объектов с неэластичным спросом // Вопросы оценки. 2003. № 1. С. 8–13.

16. *Семенова И.М.* Амортизационное равенство на МСФО. URL: http://pb.buhgalteria.ru/articles/uchetnye_resheniya/109585/.

17. *Фоменко А.Н.* Методический подход к оценке ликвидационной стоимости объектов недвижимости. URL: <http://www.anf-ocenka.narod.ru/2.html>.

18. *Чеботарев Н.Ф.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). М.: Дашков и К, 2009. 256 с.

19. *Щербаков В.А., Щербакова Н.А.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). М.: Омега-Л, 2006. 288 с.

20. *Яскевич Е.Е.* Анализ факторов, обуславливающих введение скидок и надбавок для оцениваемых пакетов акций (долей). URL: <http://срса.ru/Publications/007/>.

Economic Analysis: Theory and Practice
ISSN 2311-8725 (Online)
ISSN 2073-039X (Print)

Analysis of Financial Capital

SPECIFICS OF DETERMINING THE LIQUIDATION VALUE OF BUSINESS

Nadezhda N. ZAKHAROVA

Abstract

Subject Different institutions closely interact in the modern economic system. This helps keeping the balance of interests of economic entities. Appraisal activity plays an important role in protecting the interests of owners and other beneficiaries making various transactions. The main appraisal-related problems are often associated with inconsistency of laws and regulations or guidelines. To solve the problems arising

in lending, it is necessary to calculate the liquidation value of the pledged item. When determining the liquidation value, it is required to consider the impact of contingencies forcing the seller to sell the property on the terms other than those exist in the market.

Objectives The purpose of the article is to test the hypothesis, which is based on the assumption that the liquidation value is equal to the market value in business valuation. The proposed hypothesis refutes

the conventional postulate for all other objects of valuation, according to which the liquidation value is always less than the market value. At the present stage of the Russian appraisal practice development, there are no clear methods for determining the liquidation value of business. This is also true for regulations and guidelines of credit institutions.

Methods In the study, I tested the hypothesis under the methods of analysis and synthesis.

Results I reviewed the concept of liquidation value in relation to business valuation. I also analyzed the existing methods for liquidation value calculation, and the applicability of these methods to determine the liquidation value of business. The findings prove the equality of the market value and the liquidation value under certain assumptions. This confirms the hypothesis about the correlation of these two variables.

Conclusions and Relevance The conclusions of the study may have practical value for pledged items valuation. In addition, the article covers a number of unsolved issues related to improving the appraisal laws.

Keywords: business valuation, liquidation value, appraisal, object

References

1. Bank S.V. Osnovnye sredstva. Uchet v rossiiskoi i mezhdunarodnoi praktike [Fixed assets. Accounting in the Russian and international practices]. *Auditor*, 2005, no. 6, pp. 36–43.
2. Bukharin N.A., Ozerov E.S., Pupentsova S.V., Shabrova O.A. *Otsenka i upravlenie stoimost'yu biznesa* [Measuring and managing the business value]. St. Petersburg, EM-NiT Publ., 2011, 238 p.
3. Galasyuk V. *Ob opredelenii ponyatiya "likvidatsionnaya stoimost'"* [The definition of the liquidation value concept]. Available at: <http://appraiser.ru/default.aspx?SectionId=41&Id=1605>. (In Russ.)
4. Galasyuk V.V. Sposob ucheta elastichnosti sprosa po tsene pri opredelenii likvidatsionnoi stoimosti ob"ektov [The price demand elasticity method in determining the liquidation value of objects]. *Voprosy otsenki = Appraisal Issues*, 2000, no. 4, pp. 44–48.
5. Esipov V.E., Makhovikova G.A., Terekhova V.V. *Otsenka biznesa* [Business valuation]. St. Petersburg, Piter Publ., 2006, 464 p.
6. Zakharova N.N. *Otsenka stoimosti predpriyatiya metodom likvidatsionnoi stoimosti. V kn.: Stoimost' sobstvennosti: otsenka i upravlenie* [Company valuation

under the liquidation value. In: Value of property: evaluation and management]. Moscow, Moscow University for Industry and Finance Synergy Publ., 2013, 416 p.

7. Zakharova N.N. *Spornye voprosy traktovki ponyatiya "likvidatsionnaya stoimost'" primenitel'no k otsenke biznesa. V kn.: Rol' biznesa v transformatsii rossiiskogo obshchestva. Ekonomiko-prikladnye problemy sistemnogo upravleniya: sovremennye tendentsii* [Controversial issues of interpreting the liquidation value concept as applied to business valuation. In: The role of business in the transformation of the Russian society. Economic and applied problems of systems management: current trends]. Moscow, Moscow University for Industry and Finance Synergy Publ., 2014, 272 p.

8. Kozyr' Yu.V. Otsenka likvidatsionnoi stoimosti [Liquidation value assessment]. *Voprosy otsenki = Appraisal Issues*, 2000, no. 4, pp. 49–50.

9. Kosorukova I.V. *Metodologicheskie problemy otsenki stoimosti biznesa: teoriya i praktika* [Methodological issues of business valuation: theory and practice]. Moscow, Sinergiya PRESS Publ., 2012, 384 p.

10. Kosorukova I.V., Sekachev S.A., Shuklina M.A. *Otsenka stoimosti tsennykh bumag i biznesa* [Securities value estimation and business valuation]. Moscow, Moscow Academy for Industry and Finance Publ., 2011, 672 p.

11. *Mezhdunarodnye standarty otsenki 2011* [International valuation standards 2011]. Moscow, Rossiiskoe obshchestvo otsenshchikov Publ., 2013, 188 p.

12. Mzhel'skii M.B., Akhmetov O.A. Odin iz podkhodov k opredeleniyu likvidatsionnoi stoimosti [An approach to determining the liquidation value]. *Voprosy otsenki = Appraisal Issues*, 2002, no. 3, pp. 54–63.

13. *Otsenka biznesa* [Business valuation]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2004, 736 p.

14. Rodin A.Yu. Metodika otsenki likvidatsionnoi stoimosti imushchestva [A method of measuring the liquidation value of assets]. *Voprosy otsenki = Appraisal Issues*, 2003, no. 1, pp. 30–33.

15. Roslov V.Yu., Myshanov A.I., Podkolzin I.A. Raschet likvidatsionnoi stoimosti ob"ektov s neelastichnym sprosom [Calculating the liquidation value of objects with inelastic demand]. *Voprosy otsenki = Appraisal Issues*, 2003, no. 1, pp. 8–13.

16. Semenova I.M. *Amortizatsionnoe ravnenie na MSFO* [Calculating depreciation according to IFRS]. Available at: http://pb.buhgalteria.ru/articles/uchetnye_resheniya/109585/. (In Russ.)

17. Fomenko A.N. *Metodicheskii podkhod k otsenke likvidatsionnoi stoimosti ob"ektov nedvizhimosti*

[A methodological approach to assessing the liquidation value of real estate]. Available at: <http://www.anf-ocenka.narod.ru/2.html>. (In Russ.)

18. Chebotarev N.F. *Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa)* [Company (business) valuation]. Moscow, Dashkov i K Publ., 2009, 256 p.

19. Shcherbakov V.A., Shcherbakova N.A. *Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa)* [Company (business) valuation]. Moscow, Omega-L Publ., 2006, 288 p.

20. Yaskevich E.E. *Analiz faktorov, obuslavlivayushchikh vvedenie skidok i nadbavok dlya otsenivayemykh paketov aktsii (dolei)* [The analysis of factors

determining the introduction of discounts and allowances for estimated shareholdings (shares)]. Available at: <http://cpcpa.ru/Publications/007/>. (In Russ.)

Nadezhda N. ZAKHAROVA

Moscow University for Industry and Finance Synergy, Moscow, Russian Federation
zakharovann@gmail.com

Acknowledgments

I express my sincere appreciation to Irina V. KOSORUKOVA for support and valuable comments.