

# О НЕКОТОРЫХ АСПЕКТАХ ОЦЕНКИ ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ

Ведя речь о ликвидационной стоимости, мы иногда забываем о том, что ликвидационная стоимость – это не продукт наших творческих изысканий, а реально существующее явление, сопровождающее некоторые сделки по продаже имущества. И для того, чтобы осуществить корректный расчет стоимости, формируемой при совершении таких сделок, надо понимать и анализировать природу, суть этого явления.

Общеизвестно, что для рассматриваемых нами ситуаций фактором, влияющим на снижение стоимости объекта по сравнению с его рыночной стоимостью, является время его предполагаемой продажи. Тем не менее, это далеко не полное объяснение того, в силу каких причин объекты, срок экспозиции которых на рынке в период продажи короче типичных для таких объектов сроков экспозиции, продаются дешевле.

Сокращенный период продажи свидетельствует во всех случаях о **вынужденности** продажи, что ставит продавца в невыгодные условия относительно покупателя. В сущности, в подобных случаях покупатель имеет возможность в определенной мере **диктовать условия продавцу**, которому остается лишь выбрать из имеющихся к истечению условно «критического» для него срока покупателя, который больше заплатит, учитывая:

во-первых, отсутствие возможности привлечь к объекту внимание максимально большого количества потенциальных покупателей,

во-вторых, отсутствие возможности отказа от продажи.

Итак, приходим к выводу, что при расчете ликвидационной стоимости основополагающим принципом является конкуренция покупателей. Поэтому проблема расчета ликвидационной стоимости сводится к ответу на вопрос: какую сумму за объект готов заплатить рациональный инвестор при условии сокращенного срока экспозиции объекта?

Это достаточно важный аспект проблемы. Продавец в условиях вынужденности продажи **не в состоянии самостоятельно диктовать цену**, исходя из собственных, разумных для обычных условий, соображений о минимальной сумме, которая может его устроить.

Для ответа на вопрос, на что именно влияет сокращение срока экспозиции объекта, следует проанализировать наиболее существенные этапы процесса купли-продажи имущества:

- 1) поиск всех заинтересованных лиц;
- 2) ознакомление заинтересованных лиц с объектом;
- 3) принятие решения потенциальным покупателем о покупке.

Все другие этапы (переговоры об условиях продажи, юридическое оформление сделки) являются относительно короткими и не приводят к существенным потерям времени.

Сокращение периода продажи ведет к сокращению перечисленных этапов и имеет такие последствия:

- основным отрицательным последствием сокращения первого этапа является очень высокая вероятность того, что не все заинтересованные лица будут найдены и ознакомлены с объектом.

Обычно этот факт рассматривается оценщиками, как единственный, являющийся следствием сокращения времени продажи имущества. Тем не менее, существуют и другие, не менее важные последствия, особенно, если речь идет о серьезных инвестициях в крупный объект:

- сокращение второго этапа ведет к тому, что потенциальный покупатель не будет иметь полного, всестороннего представления об объекте;
- сокращение третьего этапа ведет к невзвешенности и непродуманности решения покупателем.

Очевидно, что при таких условиях продажи, покупатель будет находиться в состоянии высокой неопределенности, из-за чего его **субъективная оценка риска** возрастает на существенную величину. Назовем эту величину риска, сопровождающего процесс такой продажи, **риском неопределенности**.

Риск неопределенности прямо зависит от степени **эффективности процесса продажи имущества** (далее – «**эффективность продажи**»), которая, в свою очередь, зависит от периода продажи.

Имеет смысл дать некоторые объяснения тому, в каком контексте в данном случае понимается термин «эффективность процесса». Под эффективностью процесса подразумевается объем эффективных действий, направленных на продвижение объекта, результат от которых может появиться несколько позже. Например, рекламная компания проводится в один период времени, а отдача от нее – в последующие. Таким образом, эффективность продажи отражает распределение усилий продавца по продвижению объекта.

Зависимость эффективности продажи от периода продажи выведем исходя из следующих утверждений и предположений:

- при условии продажи объекта в разумно длительный период эффективность продажи составляет 100%, при этом объект продается по рыночной стоимости;
- за нулевой промежуток времени эффективность продажи составляет 0%, как следствие физической невозможности осуществить продажу;
- общая эффективность продажи за все время продажи равняется сумме эффективностей каждого условного дискретного периода; например, эффективность за три месяца равняется эффективности за первый месяц плюс эффективность за второй месяц плюс эффективность за третий месяц;
- как известно, время – это ресурс; таким образом, в соответствии с общеизвестным в экономической теории **законом о нисходящей отдаче от каждой дополнительно привлеченной единицы ресурса**, можно утверждать: каждый следующий условный дискретный период в целом является менее эффективным, чем предшествующий;
- также можно утверждать, что темпы падения эффективности каждого следующего периода к предшествующему являются относительно постоянными; это предположение дает возможность рассматривать динамику эффективности продажи как **геометрическую прогрессию**.

Пользуясь формулой суммы членов геометрической прогрессии, выведем формулу расчета эффективности продаж в любой момент в пределах периода экспозиции объекта на рынке.

$$E_i = E_1 \times \frac{1 - q^i}{1 - q}; \quad (1)$$

где  $E_i$  – «накопленная» эффективность продаж по состоянию на конец  $i$ -го условного дискретного периода;

$E_1$  – эффективность продаж по состоянию на конец первого условного дискретного периода;

$q$  – средний темп падения эффективности каждого следующего периода к предыдущему (знаменатель геометрической прогрессии);

$i$  – номер условного дискретного периода, на конец которого рассчитывается эффективность продажи.

Эффективность продажи на конец первого периода рассчитывается, исходя из вышеприведенного предположения о том, что эффективность продажи на конец «разумно долгого периода», которому соответствует рыночная стоимость, равна 100 %. То есть, приняв, что сумма членов нашей геометрической прогрессии равна 1, получаем формулу для 1-го периода:

$$E_1 = \frac{1-q}{1-q^n}; \quad (2)$$

где  $n$  – число условных дискретных периодов в «разумно долгом периоде» продаж.

Для использования вышеприведенных формул важно иметь четкое представление о среднем темпе падения эффективности продажи и о «разумно долгом периоде» продаж для различных видов и групп имущества.

В практике оценки недвижимости коммерческого и промышленного назначения авторы настоящей статьи проводили экспериментальные расчеты, опираясь на данные об **эффективности продаж** и **разумной длительности продаж** недвижимости, основываясь на репрезентативных опросах агентов по продажам недвижимости (риэлтеров) и оценщиков черкасской корпорации «Биржа Недвижимости», имеющей 11-летний опыт работы на рынке недвижимости Украины.

Таким образом, задавая экспертным путем типичный период продажи объекта ( $n$ ), средний темп падения эффективности каждого следующего периода по отношению к предшествующему ( $q$ ) и время, по состоянию на которое следует рассчитать ликвидационную стоимость, по формулам (1) и (2) определяем ожидаемый уровень эффективности продажи.

Следующим шагом для расчета ликвидационной стоимости является расчет риска неопределенности.

Зависимость риска неопределенности от эффективности продажи выводилась из следующих суждений:

- чем больше эффективность продажи, тем меньше риск неопределенности;
- при эффективности продажи, равной 100%, риск неопределенности составляет 0%;
- при эффективности продажи, равной 0%, риск неопределенности бесконечно велик;

Исходя из вышеизложенного, наиболее адекватно зависимость риска неопределенности от эффективности продажи, отображается следующей формулой:

$$r_i = \left( \frac{1}{E} - 1 \right) \times 100\%; \quad (3)$$

где,

$E$  — эффективность продажи;

$r_i$  — величина риска неопределенности на конец  $i$ -го условно дискретного периода.

Таким образом, при помощи формулы (3) рассчитана величина риска неопределенности  $r$  как субъективной составляющей величины требуемой инвестором нормы доходности для данного объекта.

Общеизвестно, что норма доходности в качестве ставки капитализации (дисконтирования) используется при расчете рыночной стоимости объекта оценки. Если предположить, что рыночная стоимость таким образом уже определена, что является вполне корректным допущением, то задача по определению ликвидационной стоимости сводится к

учету вышеуказанного фактора риска неопределенности как дополнительного фактора риска, снижающего рыночную стоимость.

Не претендуя на единственно верный способ учета названного фактора риска, авторы статьи предлагают следующий вариант расчета.

1. Определение величины риска неопределенности на конец заданного  $i$ -го периода, меньшего разумно долгого периода продаж. На практике наиболее удобной единицей дискретного периода является календарный месяц, следовательно, предположим, число  $i$  равно заданному количеству месяцев.

2. Определение величины риска из расчета на один месяц по формуле:

$$r_m = \frac{r}{i} \quad (4)$$

3. Определение ставки дисконта и ликвидационной стоимости по формуле

$$C_l = \frac{C_p}{(1 + r_m)^i}; \quad (5)$$

где  $C_p$  – рыночная стоимость,

$r_m$  – процентная ставка риска из расчета на один месяц,

$i$  – номер периода (месяца), на конец которого определяется ликвидационная стоимость.

Следует отметить, что осуществление расчетов по вышеприведенному алгоритму приводит к следующей закономерности.

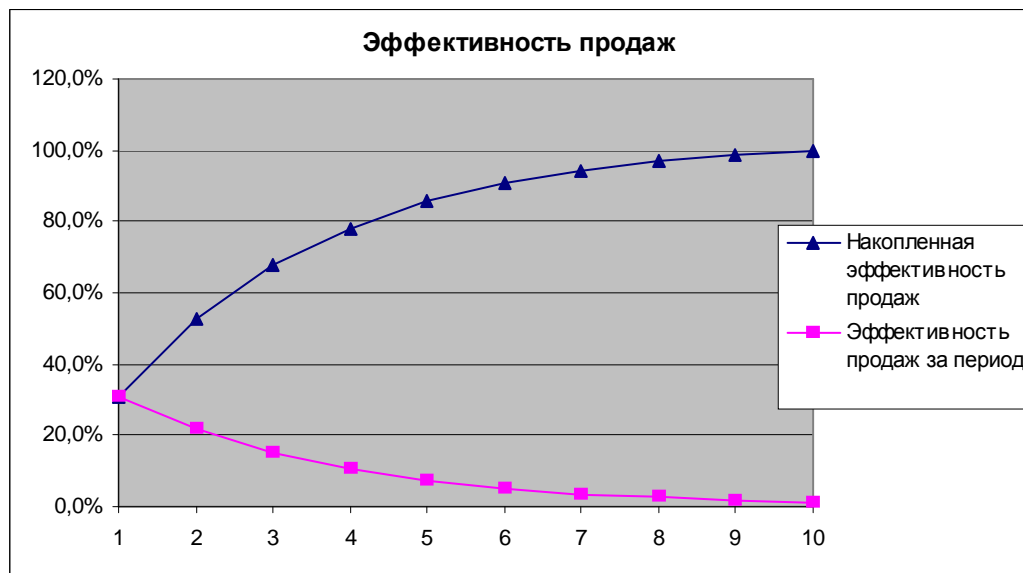
Период дисконтирования и процент риска находятся в обратно пропорциональной зависимости. Это в свою очередь приводит к сохранению логики расчетов: коэффициент дисконтирования с ростом количества периодов продаж (периодов дисконтирования) также возрастает, что верно с точки зрения рынка – увеличение периода продаж ведет к росту стоимости.

Ниже приведен пример расчета ликвидационной стоимости и диаграмма, характеризующая взаимосвязь между накопленной (текущей) эффективностью продаж и эффективностью продаж за каждый дискретный период.

### Расчет ликвидационной стоимости

<b>Рыночная стоимость</b>	<b>1 000 000 грн.</b>
<b>Разумно долгий период</b>	<b>10 месяцев</b>
<b>Темп спада эффективности</b>	<b>30% за период</b>
<b>Интервал</b>	<b>1 мес</b>
Коэффициент спада эффективности (знаменатель геометрической прогрессии)	0,70
Эффективность первого периода	30,9%

Период продаж (мес)	Накопленная эффективность продаж	Эффективность продаж за период	Дополнительный риск, г	Ликвидационная стоимость для соответствующего периода, грн.
1	30,9%	30,9%	223,9%	308 721
2	52,5%	21,6%	90,5%	473 859
3	67,6%	15,1%	47,9%	641 169
4	78,2%	10,6%	27,9%	763 759
5	85,6%	7,4%	16,8%	847 633
6	90,8%	5,2%	10,1%	904 407
7	94,4%	3,6%	5,9%	942 975
8	97,0%	2,5%	3,1%	969 341
9	98,8%	1,8%	1,3%	987 473
10	100,0%	1,2%	0,0%	1 000 000



**Артур Огаджанян**  
**Заслуженный эксперт-оценщик Украинского общества оценщиков,**  
**председатель Черкасского регионального отделения УОО**

**Тарас Трохименко**  
**эксперт-оценщик**

Статья опубликована в профессиональном научно-практическом журнале Украинского общества оценщиков «Вісник оцінки», № 3, 2004 год