

УДК 332.62

А.А. Монин,

канд. экон. наук, доцент,

доцент кафедры антикризисного управления и оценки собственности  
Хабаровской государственной академии экономики и права

## РЫНОЧНАЯ И ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ В ОЦЕНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ-БАНКРОТОВ

*Одним из критериев эффективности применяемых арбитражным управляющим мер является оценка стоимости имущества кризисных предприятий. Объективная, независимая оценка стоимости имущества позволяет осуществить выбор из альтернативных вариантов антикризисных решений тех, которые обеспечат наибольшее удовлетворение требований кредиторов.*

**Ключевые слова:** арбитражный управляющий, кризисные предприятия, стоимость имущества, процедуры банкротства.

*One of the criteria for effective measures applied by the arbitration manager is to assess the property value of crisis enterprises. Objective independent assessment of the property value allows a choice of alternative variants of decisions. This choice will provide the greatest satisfaction of creditors' claims.*

**Keywords:** arbitration manager, enterprises in default, cost of property, bankruptcy procedure.

Одним из критериев эффективности применяемых арбитражным управляющим мер является оценка стоимости имущества кризисных предприятий. Объективная, независимая оценка стоимости имущества позволяет осуществить выбор из альтернативных вариантов антикризисных решений тех, которые обеспечат наибольшее удовлетворение требований кредиторов. Особенностью оценки стоимости имущества в процедурах банкротства является то, что такая оценка базируется не только на международных и российских стандартах оценки, но и на требованиях законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий. В статьях Закона «О несостоятельности (банкротстве)» [1] не только сформулированы основные положения и условия оценки собственности, но и названы ограничения по распоряжению имуще-

ством, что существенно влияет на уровень стоимости имущества таких предприятий.

Прежде всего оценка стоимости имущества предприятия-банкрота должна определяться с позиций поиска варианта наилучшего и наиболее эффективного использования (ННЭИ) в условиях, как правило, весьма ограниченного временем маркетинга. Поэтому перед оценщиком здесь стоит задача обоснованного выбора вида оцениваемой стоимости. В соответствии с содержанием и определениями можно выбрать для расчёта как рыночную, так и ликвидационную стоимость.

Согласно ФСО № 2, при ликвидации предприятий его имущество должно быть оценено по ликвидационной стоимости, так как существует принуждение к продаже по решению арбитражного суда и срок экспозиции имущества ограничен

рамками конкурсного производства, внешнего управления, финансового оздоровления. В Законе «О несостоятельности (банкротстве)» [1] сказано, что арбитражный управляющий обязан реализовывать активы должника только по рыночной стоимости, поэтому арбитражный суд настаивает на определении рыночной стоимости имущества. Поэтому оценщику приходится определять два указанных вида стоимости. Нам представляется наиболее целесообразным определять ликвидационную стоимость объекта недвижимости на базе рыночной стоимости с учётом дополнительных ценообразующих факторов [2]. Оценку стоимости имущества следует начать с определения того, выполнено ли требование ННЭИ. Согласно ФСО № 7, «ННЭИ представляет собой такое использование недвижимости, которое максимизирует её продуктивность (соответствует её наибольшей стоимости) и которое физически возможно, юридически разрешено (на дату определения стоимости объекта оценки) и финансово оправдано» [3]. Если сложившееся использование совпадает с ННЭИ, то оценка ликвидационной стоимости такого имущества имеет определённые отличия от обоснования этого вида стоимости для объектов, у которых текущее использование не совпадает с ННЭИ. В ходе анализа ННЭИ проводят предварительные расчёты по трём классическим подходам к оценке – доходному, затратному и сравнительному. При определении ННЭИ в процессе оценки ликвидационной стоимости следует учитывать такие факторы:

- необходимость привлечения инвестиций;

- сбалансированность по доходу и рискам;

- структура денежного потока.

Эти факторы также следует учесть и при определении рыночной стоимости. Но, как показывает практика, при расчёте рыночной стоимости анализ ННЭИ носит более поверхностный характер и, как правило, не включает сложных расчётов и обоснований итогового суждения о наибольшей эффективности. Оценка ликвидационной стоимости требует тщательного анализа ННЭИ, при котором суждение о наибольшей эффективности должно быть подтверждено и обосновано эмпирическим путём. Анализ ННЭИ при определении ликвидационной стоимости необходим управляющему или собственнику объекта недвижимости для принятия управленческих решений о дальнейшей судьбе объекта и возможностях повышения эффективности его использования. Кроме того, стоимость, в которой уже учтены рассматриваемые ценообразующие факторы, обеспечивает проведение более обоснованного, детального анализа, объективного сопоставления, уменьшает вероятность принятия ошибочных решений.

Когда текущее и ННЭИ не совпадают, фактор необходимости привлечения инвестиций следует учитывать в расчётах:

- при составлении прогнозируемого денежного потока в рамках доходного подхода. Учёт данного фактора, с одной стороны, уменьшит итоговый результат, так как сумма привлекаемых инвестиций принимается к расчёту как отрицательная величина, с другой стороны, увеличит итоговый результат, так как возрастёт потенциальный валово-

вой доход, то есть управляющий получит наглядную иллюстрацию конечного результата привлечения инвестиций;

– при оценке затратным подходом в качестве устранимого функционального износа. Влияние этого фактора также двояко: с одной стороны, его учёт уменьшит стоимость улучшений, с другой – значительно возрастёт стоимость земельного участка, используемого более эффективно.

Сравнительный подход не требует корректировки на фактор необходимости привлечения инвестиций, так как в качестве объектов-аналогов оценщику следует подобрать объекты, у которых текущее и ННЭИ совпадают, а фактор текущего состояния, как и другие факторы, может подвергаться корректировке в соответствии с методологией сравнительного подхода.

Фактор сбалансированности по доходу и рискам следует учитывать в расчётах:

– при оценке сравнительным подходом в качестве объектов-аналогов следует подбирать объекты недвижимости с сопоставимым риском получения дохода. На практике для этого внимательно изучают действующие договоры аренды, проверяют надёжность предприятий-арендаторов, более детально проводят анализ рынка недвижимости в части арендных ставок, объёмов спроса, изменения макро- и микроэкономической ситуации. Хороший результат при учёте данного фактора наряду с другими в сравнительном анализе даёт использование регрессивной шкалы для кодировки элементов сравнения;

– при оценке затратным подходом данный фактор необходимо учесть в предполагаемой прибыли предпринимателя.

Корректировка на фактор сбалансированности в доходном подходе не требуется, так как риски учитываются в ставке дисконтирования, соответствующей прогнозируемому уровню дохода.

В сравнительном подходе также следует учитывать фактор структуры денежного потока как дополнительный ценообразующий фактор. Стандартными денежными потоками принято считать следующие потоки: отрицательные потоки сначала, затем постепенный переход к положительным потокам, в зависимости от потребностей в ремонте, обновлении, затем значимый положительный поток от продажи объекта недвижимости после завершения периода владения. Объектам недвижимости со стандартным денежным потоком, свойственным данному этапу жизненного цикла объекта, необходимо придать больший вес, чем объектам с индивидуальным денежным потоком, обусловленным местоположением, техническим состоянием и другими особенностями оцениваемого объекта.

В доходном подходе данный фактор не оказывает специфического влияния, так как его учитывают в прогнозируемом денежном потоке, а в затратном подходе данный фактор отражается при построении инвестиционного потока для расчёта прибыли предпринимателя.

На практике может потребоваться расчёт ликвидационной стоимости объекта, если сложившееся использование не совпадает с ННЭИ, на базе не рыночной, а потребительской стоимости (стоимости при текущем использовании). В этом случае, все указанные выше факторы проявляют влияние, и их учёт необходим в со-

ответствующих подходах к оценке. При этом реализовать чаще всего можно только два подхода – затратный и доходный, и в доходном подходе оценка ликвидационной стоимости должна производиться с учётом фактора ликвидности.

В случае если оценщик попытается реализовать сравнительный подход, то в качестве аналогов ему необходимо будет подобрать объекты, у которых, с одной стороны, ННЭИ не совпадает со сложившимся использованием, а с другой стороны, сложившееся использование совпадает с использованием на дату проведения оценки объекта. Даже на очень развитом рынке недвижимости найти необходимое количество объектов-аналогов с такими характеристиками затруднительно. Но гипотетически такая ситуация возможна, и, если будет найдено достаточное количество необходимых объектов-аналогов, оценка сравнительным подходом должна осуществляться. Для определения ликвидационной стоимости необходимо учесть фактор ликвидности объекта. Существующие методики учёта фактора ликвидности исходят из микроэкономической предпосылки о том, что снижение цены увеличивает спрос на товар и, как следствие, ведёт к снижению времени на его реализацию. При этом обычно ориентируются на использование величины коэффициента эластичности спроса по цене или гипотетических графиков изменения и нарастания спроса [4; 5; 6].

Практическое определение величины коэффициента эластичности или графиков изменения спроса для объектов недвижимости и взаимосвязи спроса со временем реализации объекта вызывает

значительные трудности.

В работе А.Ю. Родина описан вариант определения ликвидационной стоимости имущества [7], в основу которого положен предпринимательский мотив приобретения недвижимости (купить по ликвидационной стоимости – выставить на продажу по рыночной стоимости – получить прибыль предпринимателя через обычный срок экспозиции). Однако принятые допущения, представляется, не вполне точно отражают реалии рынка недвижимости, а полученная зависимость (при определённом наборе исходных данных) может давать отрицательные значения ликвидационной стоимости.

Признаками, которые отличают ликвидационную стоимость (принудительную ликвидационную стоимость) от рыночной стоимости в соответствии с действующими ФСО, являются вынужденность реализации, сокращённый период экспозиции (ускоренность реализации) и расходы, обусловленные реализацией объекта оценки. Учёт фактора ликвидности в ликвидационной стоимости состоит в учёте всех (трёх) указанных моментов.

Вынужденность реализации – фактор, воздействующий на инициативу покупателей и продавцов. Определение скидки на вынужденный характер продажи можно осуществить либо методом сравнения парных продаж, при котором анализируются цены продажи идентичного имущества в обычных условиях и при вынужденной реализации, либо экспертным методом. Сокращённый период экспозиции (ускоренность реализации) объектов означает необходимость установить при осуществлении оценки фиксированный

период экспозиции этих объектов, который короче типичного для данного типа объектов периода экспозиции. Сокращение периода экспозиции в целом снижает вероятность реализации объекта по рыночной стоимости.

При определении ликвидационной стоимости недвижимого имущества предприятия-банкрота необходимо проанализировать факторы, имеющие отношение к стоимости собственно имущества, и факторы, обуславливающие уровень управления предприятием. Если ситуация банкротства предприятия обусловлена низким уровнем управления, то это обстоятельство не должно негативно отразиться на ликвидационной стоимости недвижимого имущества. Если же причиной банкротства явилось местоположение предприятия или техническое состояние, функциональный износ и т.п. активов предприятия, то эти факторы существенно снизят уровень ликвидационной стоимости. Таким образом, при оценке ликвидационной стоимости оценщик должен предварительно выяснить причины банкротства и только потом формулировать окончательное мнение о ликвидационной стоимости недвижимого имущества.

#### **Список использованных источников**

1. О несостоятельности (банкротстве) : федер. закон РФ от 26.11.2002 г. № 127-ФЗ // Собрание законодательства РФ. 2002. № 43. Ст. 4190.
2. Монин А. А. Оценка стоимости недвижимости предприятий, находящихся в процедуре банкротства / А. А. Монин // Известия Иркутской гос. экон. академии (Байкальский гос. ун-т экономики и права). 2008. № 3 (59). С. 84–87.
3. Федеральный стандарт оценки : оценка недвижимости (ФСО № 7) : утв. приказом Минэкономразвития РФ от 25.09.2014 г. № 611 // URL: <http://www.consultant.ru/online/>.
4. Галасюк В. Учёт фактора экономической вынужденности реализации объектов оценки при определении их ликвидационной стоимости по методу Галасюков / В. Галасюк // [www.appraiser.ru](http://www.appraiser.ru).
5. Методические рекомендации по оценке ликвидационной стоимости земельных участков. ЗАО «Квинто-Колсантинг» // [www.armorf.ru](http://www.armorf.ru).
6. Фоменко А. Н. Методика оценки ликвидационной стоимости имущества / А. Н. Фоменко // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2007. № 5. С. 99–106.
7. Родин А. Ю. Методика определения ликвидационной стоимости имущества / А. Ю. Родин // Вопросы оценки. 2003. № 1. С. 30–33.