

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

**ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІСЬКОГО ГОСПОДАРСТВА імені О. М. БЕКЕТОВА**

А. В. ЗУБЕНКО

**ОЦІНКА БІЗНЕСУ ТА ОБ'ЄКТІВ
НЕРУХОМОСТІ**

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ

*(для студентів денної і заочної форм навчання освітнього рівня «бакалавр»
за спеціальністю 071 – Облік і оподаткування)*

**ХАРКІВ
ХНУМГ ім. О. М. Бекетова
2018**

УДК 658

Зубенко А. В. Оцінка бізнесу та об'єктів нерухомості : конспект лекцій для студентів денної і заочної форм навчання освітнього рівня «бакалавр» за спеціальністю 071 – Облік і оподаткування / А. В. Зубенко; Харків. нац. ун-т міськ. госп-ва ім. О. М. Бекетова. – Харків : ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2018. – 88 с.

Автор

канд. екон. наук А. В. Зубенко

Рецензент

Т. В. Момот, доктор економічних наук, професор кафедр фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту (Харківський національний університет міського господарства імені О. М. Бекетова)

*Рекомендовано кафедрою фінансово-економічної безпеки, обліку
і аудиту, протокол № 1 від 28.08.2016.*

Конспект лекцій складено з метою допомоги студентам економічних спеціальностей ВНЗ під час підготовки до занять, заліків та іспитів.

© А. В. Зубенко, 2018

© ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2018

ЗМІСТ

Вступ.....	6
Тема 1 Основні поняття і цілі оцінки вартості бізнесу.....	7
1.1 Поняття оцінки бізнесу. Понятійний апарат оцінки бізнесу, об'єкти, суб'єкти, предмет оціночної діяльності.....	7
1.2 Цілі оцінки бізнесу.....	9
1.3 Чинники, що впливають на величину оціночної вартості бізнесу.....	10
1.4 Принципи оцінки бізнесу, їх зміст та застосування в практичній діяльності оцінювача.....	12
Питання для самоконтролю.....	15
Тема 2 Еволюція парадигми вартості та стратегічних показників ефективності діяльності підприємства.....	16
2.1 Аналіз різних підходів до визначення понять «вартість», «вартісно-орієнтоване управління».....	16
2.2 Основні етапи розвитку концепції вартісно-орієнтованого управління.	
Показники для визначення вартості бізнесу. Переваги, недоліки та проблеми концепції на кожному з етапів еволюції.....	18
Питання для самоконтролю.....	21
Тема 3 Правові аспекти оцінки вартості бізнесу.....	22
3.1 Загальні засади правового регулювання оціночної діяльності в Україні.....	22
3.2 Професійна оціночна діяльність.....	23
3.3 Етапи проведення оцінки бізнесу та об'єктів нерухомості відповідно до законодавства.....	27
Питання для самоконтролю	29
Тема 4 Методологічні підходи до оцінки вартості бізнесу	
Витратний підхід.....	30
4.1 Загальна характеристика підходу.....	30
4.2 Методики майнового підходу.....	31

Питання для самоконтролю	36
Тема 5 Дохідний підхід до оцінки вартості бізнесу.....	37
5.1 Загальна характеристика підходу. Метод дисконтування грошових потоків.....	37
5.2 Розрахунок ставки дисконтування.....	42
5.3 Розрахунок величини вартості в постпрогнозний період.....	44
5.4 Метод капіталізації доходів.....	45
Питання для самоконтролю	51
Тема 6 Ринковий підхід до оцінки вартості бізнесу.....	52
6.1 Загальна характеристика підходу.....	52
6.2 Методи оцінки вартості в межах ринкового підходу.....	53
Питання для самоконтролю	56
Тема 7 Опціонний підхід до оцінки вартості бізнесу.....	56
7.1 Загальна характеристика підходу.....	56
7.2 Реальні опціони як інструмент прийняття інвестиційних рішень: поняття та класифікація.....	58
Питання для самоконтролю	60
Тема 8 Оцінка вартості земельної ділянки.....	60
8.1 Призначення та функції оцінки землі.....	60
8.2 Нормативна ціна та ринкова вартість.....	61
8.3 Основні методи експертної оцінки землі.....	64
Питання для самоконтролю	68
Тема 9 Оцінка вартості об'єктів нерухомості.....	69
9.1 Сутність категорії «нерухомість».....	69
9.2 Характеристика основних об'єктів нерухомості.....	70
9.3 Методи оцінки об'єктів нерухомості.....	71
Питання для самоконтролю	72
Тема 10 Оцінка вартості нематеріальних активів.....	73
10.1 Характеристика нематеріальних активів.....	73
10.2 Особливості оцінки нематеріальних активів, сфера її застосування.	76

10.3 Методи оцінки нематеріальних активів.....	78
Питання для самоконтролю	80
Тема 11 Оцінка вартості оборотних активів підприємства.....	81
11.1 Етапи здійснення ліквідаційних процедур при банкрутстві.....	81
11.2 Принципи й методи оцінки ліквідаційної вартості.....	82
11.3 Особливості оцінки вартості цілого майнового комплексу в умовах банкрутства підприємства.....	85
Питання для самоконтролю за темою 11.....	86
Список рекомендованих джерел.....	87

ВСТУП

Оцінка нерухомості – це процес зведений до певного типу операції, до певних учасників, певної дати, а також пов'язаний із конкретним об'єктом нерухомості, що знаходиться в певному зовнішньому оточенні.

Оцінка нерухомості здійснюється з різною метою: при обліку наявних у власності фізичних і юридичних осіб об'єктів нерухомості та переоцінці основних фондів підприємств; обліку накопиченого зносу об'єкта нерухомості; реалізації інвестиційних проектів розвитку об'єктів нерухомості; банкрутстві й антикризовому управлінні; приватизації державних і муніципальних об'єктів нерухомості; укладанні договорів на здійснення різного роду операцій із нерухомістю між фізичними чи юридичними особами; страхуванні; оформленні застав; визначенні бази для оподаткування; ухваленні обґрунтованого рішення про ділове партнерство та інші.

Висновок кваліфікованого фахівця оцінювача при проведенні оцінки об'єкта нерухомості та оформлення її звітом – висновок про вартість, але не встановлення її. Вартість устанавлюється ринком.

У цьому конспекті лекцій представлені теоретичні та практичні питання експертної оцінки; розібрані підходи та методи оцінки бізнесу та нерухомості; наведені практичні приклади та задачі, що полегшують засвоєння теоретичного матеріалу. Представлена характеристика правової бази оціночної діяльності в Україні.

Тема 1. ОСНОВНІ ПОНЯТТЯ І ЦІЛІ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

1.1 Поняття оцінки бізнесу. Понятійний апарат оцінки бізнесу, об'єкти, суб'єкти, предмет оціночної діяльності.

1.2 Цілі оцінки бізнесу.

1.3 Чинники, що впливають на величину оціночної вартості бізнесу.

1.4 Принципи оцінки бізнесу, їх зміст та застосування в практичній діяльності оцінювача.

1.1 Поняття оцінки бізнесу. Понятійний апарат оцінки бізнесу, об'єкти, суб'єкти, предмет оціночної діяльності

В умовах ринкової економіки і продавець, і покупець, здійснюючи операції на «свій страх і ризик», хотіли б знати заздалегідь про можливий результат, про ціну продажу об'єкта, що їх цікавить. Проте ринкова ціна стає відомою тільки в результаті здійснення операції. Разом із тим у основі ринкової ціни угоди, яка виступає результатом погодження ціни продавця і ціни покупця, лежить внутрішня величина – вартість, яка, будучи кількісно визначеною в умовах конкретного ринку, являє собою ринкову вартість. Саме цю величину найчастіше й намагається визначити експерт-оцінювач.

Оцінка майна, майнових прав – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою, встановленою нормативно-правовими актами, і є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності.

Слід підкреслити низку властивостей оцінки вартості бізнесу:

– наявність процесу (тобто для отримання результату оцінювач має виконати ряд операцій, послідовність та зміст яких залежать від мети оцінки, характеристик об'єкта та обраних методів);

– цілеспрямованість (оцінювач у своїй діяльності завжди керується конкретною метою);

– упорядкованість процесу (всі дії здійснюються у певній послідовності);

– ринковий характер процесу оцінки (оцінювач не обмежується врахуванням тільки витрат на створення або придбання об'єкта, що оцінюється, його технічних характеристик, місце розташування, дохід, що генерується, склад та структуру активів і зобов'язань; він обов'язково враховує сукупність ринкових факторів: ринкову кон'юнктуру, рівень і модель конкуренції, макрота мікросереду існування об'єкта оцінки, середньо ринковий рівень доходності, ціни на аналогічні об'єкти, поточну ситуацію в галузі та економіці в цілому.

Предметом оцінки бізнесу є:

– оцінка фірм, яка може базуватися на оцінці їх майна;
– оцінка «бізнес-ліній» як сукупності прав власності, технологій та активів, що забезпечують очікувані з певною імовірністю майбутні доходи.

Об'єктом оцінки може бути будь-який об'єкт власності в сукупності з правами, якими наділений його власник. Це може бути бізнес, компанія, підприємство, окремі види активів, як матеріальних, так і нематеріальних.

Відповідно до Закону «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» ***суб'єктами оціночної діяльності*** є: суб'єкти господарювання – зареєстровані в установленому законодавством порядку фізичні особи – суб'єкти підприємницької діяльності, а також юридичні особи незалежно від їх організаційно-правової форми та форми власності, які здійснюють господарську діяльність, у складі яких працює хоча б один оцінювач, та які отримали сертифікат суб'єкта оціночної діяльності відповідно до цього Закону; органи державної влади та органи місцевого самоврядування, які отримали повноваження на здійснення оціночної діяльності в процесі виконання функцій із управління та розпорядження державним майном та (або) майном, що є у комунальній власності, та у складі яких працюють оцінювачі. Суб'єктами оцінки майна можуть виступати: підприємство як юридична особа, власник, кредитні установи, страхові компанії, фондові біржі, інвестори, державні органи. Кожен із цих суб'єктів має власні цілі для проведення оцінки.

1.2 Цілі оцінки бізнесу

Оцінку бізнесу проводять з метою:

– підвищення ефективності поточного управління підприємством, фірмою;
– визначення вартості цінних паперів у разі купівлі-продажу акцій підприємств на фондовому ринку. Для прийняття обґрунтованого інвестиційного рішення необхідно оцінити власність підприємства і частку цієї власності, що припадає на придбаний пакет акцій, а також можливі майбутні доходи від бізнесу;

– визначення вартості підприємства в разі його купівлі-продажу цілком або частинами. Коли власник підприємства вирішує продати свій бізнес або коли один із членів товариства має намір продати свій пай, виникає необхідність визначення ринкової вартості підприємства або частини його активів. У ринковій економіці часто буває необхідно оцінити підприємство для підписання договору, що встановлює частки співвласників у разі розірвання договору або смерті одного з партнерів;

– реструктуризації підприємства. Ліквідація підприємства, злиття, поглинання або виділення самостійних підприємств зі складу холдингу передбачає проведення його ринкової оцінки, оскільки необхідно визначити ціну купівлі або викупу акцій, конвертації, величину премії, виплачуваної акціонерам фірми, що поглинається;

– розробки плану розвитку підприємства. У процесі стратегічного планування важливо оцінити майбутні доходи фірми, ступінь її стійкості і цінність іміджу;

– визначення кредитоспроможності підприємства і вартості застави при кредитуванні. У цьому випадку оцінка потрібна, тому що величина вартості активів відповідно до бухгалтерської звітності може різко відрізнятись від їх ринкової вартості;

– страхування, в процесі якого виникає необхідність визначення вартості активів напередодні втрат;

– прийняття обґрунтованих управлінських рішень. Інфляція спотворює фінансову звітність підприємства, тому періодична переоцінка майна незалежними оцінювачами дозволяє підвищити реалістичність фінансової звітності, що є базою для прийняття фінансових рішень;

– здійснення інвестиційного проекту розвитку бізнесу. У цьому випадку для його обґрунтування необхідно знати початкову вартість підприємства в цілому, його власного капіталу, активів, бізнесу. Якщо ж об'єктом угоди купівлі-продажу, кредитування, страхування, оренди або лізингу, внесення паю є який-небудь елемент майна підприємства, а також якщо визначається податок на майно, то окремо оцінюється необхідний об'єкт, наприклад нерухомість, машини і устаткування, нематеріальні активи.

1.3 Чинники, що впливають на величину оціночної вартості бізнесу

Під час визначення вартості оцінювач має враховувати різні мікро- та макроекономічні *фактори*, до яких належать такі.

Попит. Величина і динаміка попиту визначається перевагами споживачів, які залежать від того, які доходи приносить зазначений бізнес власнику, в який час, з якими ризиками це пов'язане, які можливості контролю й перепродажу цього бізнесу.

Дохід (прибуток). Дохід, який може отримати власник об'єкта, залежить від характеру операційної діяльності та можливості отримати прибуток від продажу об'єкта після використання. Прибуток від операційної діяльності, у свою чергу, визначається співвідношенням потоків доходів і витрат.

Час отримання доходів. Велике значення для формування вартості підприємства має час отримання доходів. Одна справа, якщо власник купує активи і швидко отримує прибуток від їх використання, і інша, якщо інвестування й повернення капіталу відокремлені значним проміжком часу.

Ризик. На величині вартості неминує позначається й ризик як ймовірність отримання очікуваних у майбутньому доходів.

Контроль. Одним із найважливіших факторів, що впливають на вартість, є ступінь контролю, який отримує новий власник. Якщо підприємство купується в приватну власність або купується контрольний пакет акцій, то новий власник отримує такі істотні права, як право призначати керівників, визначати величину оплати праці, формувати стратегію і тактику роботи підприємства, продавати або купувати його активи тощо. Через те, що купуються великі права, вартість і ціна, як правило, будуть вище, ніж у разі купівлі неконтрольного пакету акцій.

Ліквідність. Одним із найважливіших факторів, що впливають при оцінці на вартість підприємства та його майна, є ступінь ліквідності цієї власності. Ринок готовий виплатити премію за активи, які можуть бути швидко перетворені в гроші з мінімальним ризиком втрати частини вартості. Звідси вартість закритих акціонерних товариств повинна бути нижче вартості аналогічних публічних товариств.

Обмеження на бізнес. Вартість підприємства реагує на будь-які обмеження, які має бізнес. Наприклад, якщо держава обмежує ціни на продукцію підприємства, то вартість такого бізнесу буде нижче, ніж у випадку відсутності обмежень.

Співвідношення попиту і пропозиції на аналогічні об'єкти. Попит на підприємство поряд із корисністю залежить також від платоспроможності потенційних інвесторів, можливості залучити додатковий капітал на фінансовий ринок. Важливим фактором, що впливає на попит і вартість бізнесу, є наявність альтернативних можливостей для інвестицій. Попит залежить не тільки від економічних факторів. Важливі також соціальні і політичні чинники, такі як відношення до бізнесу в суспільстві і політична стабільність. Крім того, важливе значення мають і перспективи розвитку зазначеного бізнесу. Зазвичай вартість підприємства в передбанкрутному стані нижче вартості підприємства з аналогічними активами, але стійкого фінансово.

Кваліфікація управлінського персоналу. Цей фактор визначає здатність розвивати бізнес, тому його значення зростає у міру розширення бізнесу. Крім

того, підготовка персоналу має свою ціну, яку необхідно враховувати при оцінці вартості підприємства.

Диверсифікованість виробництва. Диверсифікація виробництва дозволяє підвищити стійкість підприємства до впливу зовнішнього та внутрішнього середовища. Тому вартість диверсифікованого підприємства буде вище, ніж у підприємства, що має моноспеціалізацію.

1.4 Принципи оцінки бізнесу, їх зміст та застосування в практичній діяльності оцінювача

Під час оцінки вартості бізнесу необхідно дотримуватися загальноекономічних принципів, які можна об'єднати в три групи.

1. Принципи, пов'язані з уявленням власника про майно або принципи, засновані на уявленнях користувача:

– **корисності** (об'єкт власності має вартість тільки тоді, коли він є корисним потенційному власнику, тобто здатний задовольнити його потреби протягом певного періоду часу. Чим більше підприємство здатне задовольняти потребу власника, тим вище його вартість. Визначення принципу: корисність - це здатність об'єкта власності задовольняти потребу власника в даному місці і протягом даного періоду часу);

– **заміщення** (всі об'єкти власності, незважаючи на різноманітність їх характеристик, є порівняними з точки зору здатності задовольняти певні потреби або приносити дохід. Обізнаний покупець в умовах відкритого ринку не заплатить за об'єкт власності більше суми витрат на його відновлення. Визначення принципу: максимальна вартість підприємства визначається найменшою ціною або вартістю, за якою може бути придбаний інший об'єкт з еквівалентною корисністю. Принцип заміщення дає можливість встановити верхню межу вартості оцінюваного майна);

– **очікування** (інвестор вкладає кошти в об'єкт сьогодні, оскільки очікує від об'єкта власності одержання потоку доходів у майбутньому. Оцінювана

вартість - це поточна вартість всіх майбутніх доходів. Визначення принципу: очікування - це встановлення поточної вартості доходів або інших вигод, які можуть бути отримані в майбутньому від володіння власністю).

2. Принципи, пов'язані з експлуатацією майна:

– **факторів виробництва** (бізнес (підприємство) є виробничою системою, дохідність якої визначається дією чотирьох факторів виробництва: працею, капіталом, землею й управлінням. Чистий дохід – результат дії чотирьох факторів, і тому на основі оцінки доходу визначається вартість всієї системи. Для оцінки підприємства потрібно знати частку (вклад) кожного фактора у формування доходу всієї системи);

– **залишкової продуктивності** (в основі вартості землі лежить її залишкова продуктивність. Кожний фактор виробництва має бути оплачений із чистих доходів, що створюються економічною діяльністю. Земля має певну цінність, коли є залишок після оплати всіх інших факторів виробництва. Залишкова продуктивність визначається як чистий дохід, віднесений до землі, післяоплати витрат на працю, капітал і управління. Підприємство буде оцінено вище, якщо земельна ділянка здатна забезпечувати більш високий прибуток чи мінімізувати витрати);

– **вкладу** (внесок – це сума приросту вартості об'єкта в результаті внесення певного нового фактора, а не фактичні витрати на сам цей фактор);

– **граничної прибутковості** (у міру додавання ресурсів до основних факторів виробництва чистий прибуток має тенденцію збільшуватися швидше темпу зростання витрат до певного моменту, після якого загальна віддача хоча й зростає, проте вже уповільненими темпами. Це уповільнення відбувається до тих пір, поки приріст вартості не стане менше, ніж витрати на додані ресурси);

– **збалансованості** (максимальна вартість об'єкта власності досягається або зберігається тоді, коли фактори виробництва економічно збалансовані. Є теоретична точка рівноваги для кожного об'єкта власності, яка забезпечує найбільший дохід. Максимальна вартість підприємства досягається за поєднання оптимальних величин різних факторів виробництва).

3. Принципи, пов'язані з ринковим середовищем:

– **попиту і пропозиції** (вартість об'єкта визначається співвідношенням попиту та пропозиції на даному ринку. Основні закономірності: якщо попит постійний, а пропозиція збільшується, то ціни зменшуються; якщо попит постійний, а пропозиція зменшується, то ціни збільшуються; якщо пропозиція постійна, а попит зростає, то і ціни зростають; якщо пропозиція постійна, а попит зменшується, то і ціни зменшуються. Ціна стабільна тоді, коли між попитом і пропозицією на ринку встановлюється відповідність);

– **конкуренції** (конкуренція на ринку виникає серед покупців, продавців, які прагнуть укласти вигідну угоду про купівлю-продаж об'єкта власності. Крім того, кожний об'єкт конкурує з усіма іншими об'єктами, що мають аналогічне функціональне призначення. Принцип конкуренції заснований на тому, що ринкові ціни встановлюються на певному рівні з урахуванням конкуренції; можливість отримання прибутку породжує конкуренцію, а надприбутків – жорстку конкуренцію. Загострення конкуренції веде до зниження рівня доходів. Під час прогнозування доходів підприємства чинник конкурентної боротьби можна врахувати двома способами: за рахунок прямого зменшення потоку доходів, або шляхом збільшення фактора ризику, що також знизить поточну вартість майбутніх доходів);

– **змін** (об'єкти власності постійно зазнають змін. Вони зношуються, змінюється техніка, технологія, сировинна база. І суспільство в цілому, і індивідуальні об'єкти переживають чотири фази розвитку: зростання – період збільшення доходів населення, злагоди в суспільстві; стабільність – період рівноваги, відсутність видимої зміни рівня доходів чи збитків; занепад – період соціальної нестабільності та зменшення попиту; оновлення – період оновлення й відродження ринкового попиту. Визначення принципу: вартість об'єктів власності, як правило, не залишається постійною, вона змінюється з плином часу. Оцінка повинна містити вказівку на дату її проведення.

Принцип найкращого і найбільш ефективного використання (highest and best use) – синтез перерахованих трьох груп принципів – є основним в оцінці

об'єкта власності. Найбільш ефективно використання визначається в Міжнародних стандартах оцінки як найбільш імовірне використання майна, яке фізично можливо, належним чином виправдано, юридично допустимо і фінансово можливо здійснити, і при якому оцінка цього майна дає максимальну величину вартості.

Всі принципи оцінки вартості підприємства взаємопов'язані. Ступінь значимості кожного принципу визначається конкретною ситуацією.

Питання для самоконтролю

1. Дайте визначення понять оцінки бізнесу, об'єкта оцінки, суб'єкта оцінки, предмету оціночної діяльності.
2. Перелічіть цілі оцінки бізнесу.
3. Перелічіть чинники, що впливають на процес оцінки.
4. Перелічіть принципи оцінки бізнесу, їх групи. Дайте характеристику кожного з них.
5. Які властивості характерні для процесу оцінки бізнесу?
6. Коли виникає потреба у визначенні вартості майна?
7. Дайте визначення поняттям «вартість», «ціна», «ринкова вартість».
8. Яким чином фактор ризику впливає на вартість бізнесу?
9. Яким чином ліквідність майна впливає на вартість бізнесу?
10. Який зв'язок між кваліфікацією управлінського персоналу та вартістю бізнесу?
11. Які чинники, що впливають на вартість бізнесу, можна віднести до чинників прямого впливу, а які – до оберненого?
12. Розкрийте сутність попиту на ринку як чинника впливу на вартість.

Тема 2 ЕВОЛЮЦІЯ ПАРАДИГМИ ВАРТОСТІ ТА СТРАТЕГІЧНИХ ПОКАЗНИКІВ ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

2.1 Аналіз різних підходів до визначення понять «вартість», «вартісно-орієнтоване управління».

2.2 Основні етапи розвитку концепції вартісно-орієнтованого управління, показники для визначення вартості бізнесу. Переваги, недоліки та проблеми концепції на кожному із етапів еволюції.

2.1 Аналіз різних підходів до визначення понять «вартість», «вартісно-орієнтоване управління»

Побудова системи вартісно-орієнтованого управління підприємствами в сучасних умовах економічного розвитку потребує осмислення основних термінів, концепцій та підходів, існуючих у світовій практиці.

Вартість майна – вірогідна ціна, за якою може бути продане майно за ринкових умов, що склалися на дату оцінки.

Вартість – еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей.

Вартість бізнесу – вартість діючого підприємства або вартість 100 відсотків інтересу в бізнесі (діловому підприємстві). Ринкова вартість – найбільш вірогідна ціна за яку об'єкт може бути проданий на відкритому конкурентному ринку (постанова КМУ № 1406).

Ринкова вартість – вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу.

А. Раппорт визначає вартість фірми як суму вартості боргу та вартості власного капіталу фірми і називає її корпоративною вартістю. **Вартісно-орієнтоване управління** він розглядає як цілісну систему управління, яка

містить такі елементи: «оцінювання» включає вибір методів оцінки вартості для акціонерів та відстеження процесу створення нової вартості; «стратегія» встановлює шляхи, за допомогою яких буде досягнута основна мета – зростання вартості для акціонерів підприємства; «фінанси» виділяють основні фактори, які впливають на діяльність підприємства в цілому та його окремих підрозділів; «корпоративне управління» націлене на збалансування інтересів акціонерів та менеджерів, розробку системи мотивації менеджерів та співробітників.

Термін «вартісно-орієнтоване управління» вперше був запропонований Д. Мактагардом у книзі «Імператив вартості» в 1994 р., автор указує, що вартістю підприємства управляють грошові потоки.

Т. Коупленд розглядає вартісно-орієнтоване управління як підхід до управління, спрямований на максимізацію вартості за допомогою фокусування прийняття управлінських рішень на ключових драйверах вартості.

К. Іттнер та Д. Ларкер вважають, що вартісно-орієнтоване управління фокусується на визначенні та виконанні управлінських стратегій, що мають найвищий потенціал для створення акціонерної вартості; вирівнюванні управлінських процесів, які підтримують створення вартості; виявленні фінансових та не фінансових драйверів вартості та розробки систем вимірювання результативності та мотивації, що віддзеркалюють створення вартості.

Вартісно-орієнтоване управління визначається як процес, що охоплює прийняття управлінських рішень, створення корпоративної культури і цінностей компанії, які в сукупності дозволяють урахувати інтереси більшості зацікавлених осіб і в кінцевому підсумку призводять до зростання вартості власного капіталу. В цілому воно виражає підхід до управління компанією, що націлений на максимізацію її вартості в довгостроковій перспективі.

2.2 Основні етапи розвитку концепції вартісно-орієнтованого управління.

Показники для визначення вартості бізнесу.

Переваги, недоліки та проблеми концепції на кожному з етапів еволюції

Початок розвитку теорії був покладений у 1958 р. теоремою Модільяні – Міллера. У моделі пропонується: відсутність податків на прибуток фірми та прибуткового оподаткування власників акцій та облігацій; стабільний розвиток та відсутність зростання прибутку; ціна фірми на нескінченному часовому проміжку визначається капіталізацією операційного прибутку; досконалість ринку капіталу, що виражається у відсутності витрат під час купівлі-продажу цінних паперів та різниць у ставках процентів (для інвесторів існують єдині умови займу та інвестування); позиковий капітал менш ризикований, ніж акціонерний; власний капітал дорівнює акціонерному. Таким чином, ціна фірми та ціна капіталу фірми не залежать від структури капіталу; вартість компанії визначається її реальними активами, а не цінними паперами, які вона випускає; очікувана норма доходності за звичайними акціями збільшується пропорційно відношенню між сумарними зобов'язаннями фірми та її акціонерним капіталом.

Практичним етапом розвитку теорії вважається появлення концепції А. Раппорта. Головною ідеєю є оцінка ефективності інвестиційної та фінансової стратегії корпорацій на підставі її здатності створювати акціонерну вартість, яка виражається як різниця між поточною вартістю майбутніх грошових потоків та ринковою вартістю боргу компанії. Вперше запропоновано підхід до оцінки грошового потоку на базі ключових факторів вартості: операційній маржі або рентабельності діяльності компанії, темпів зростання, вартості використовуваного капіталу, а також схильності інвестувати в основний та оборотний капітал. Уводиться поняття доданої акціонерної вартості SVA (SVA - Shareholder Value Added) – різниця між розрахунковою та балансовою вартістю акціонерного капіталу).

У 1986 р. Дж. Стерн, Дж. Стюарт запропонували використання показника економічної добавленої вартості як інструмента управління на трьох етапах:

створення рамочного проекту виміру ефективності роботи підприємства за показником EVA; інтеграція показника EVA в процеси планування, бюджетування, стимулювання на підприємства; використання комунікаційних каналів за програмою управління показником EVA між менеджерами, персоналом, акціонерами. Основним стратегічним завданням менеджменту є збільшення вартості бізнесу, а тому завдання ефективного управління EVA зводиться до забезпечення невід'ємного значення цього показника.

$$EVA = NOPAT - (WACC * IC) \quad (1)$$

де NOPAT (Net Operating Profit After Tax) – чистий операційний прибуток за вирахуванням податків, але до сплати відсотків;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – середньозважена ціна капіталу;

IC (Invested Capital) – сума інвестованого в компанію капіталу.

Модель А. Дамодарана безпосередньо заснована на методі дисконтованих грошових потоків та виявленні вартісних факторів різного рівня інтеграції.

У 1995 р. опублікована стаття Левіса, в якій запропонована концепція доданої грошової вартості CVA: від підвищення вартості компанії повинні вигравати не тільки акціонери, але й інші стейкхолдери. Додана грошова вартість більшою мірою спирається на грошові потоки, що генерується операційною діяльністю компанії, аніж на рентабельність минулих інвестицій (порівняно з показником EVA). Ще одним показником, який пропонує Левіс є показник рентабельності інвестицій, розрахований за грошовими потоками (CFROI) - дохідність інвестицій на основі грошового потоку (Cash Flow Return on Investment) – відношення скоригованого на інфляцію грошового потоку від операційної діяльності до скоригованого на інфляцію розміру інвестицій.

Р. Каплан, Д. Нортон запропонували використання збалансованої системи показників (Balanced Scorecard – BSC), яка дозволяє сформуванню системи показників діяльності компанії, що контролюються, яка орієнтована на зростання вартості, від рівня компанії в цілому до підрозділів та окремих працівників. Побудова системи передбачає певні етапи: формулювання стратегії; передача стратегії всередину всієї компанії; узгодження стратегії

компанії з цілями персоналу; ув'язка цілей стратегії з річним бюджетом; ідентифікація та узгодження стратегічних ініціатив; моніторинг та коригування стратегії. Відповідно до моделі стратегія компанії складається з чотирьох блоків, на основі яких розраховується загальний показник ефективності: фінансова складова, клієнтська складова, складова внутрішніх бізнес-процесів, складова навчання та розвитку персоналу.

С. Мордашов пропонує підхід до управління вартістю компанії, заснований на аналізі чутливості до змін таких компонентів функціонуючого бізнесу, як виручка від реалізації, собівартість реалізованої продукції, скоригована на сплату податків, ставка податку на прибуток, додаткові інвестиції понад амортизаційні відрахування, темп зростання грошового потоку, вартість залученого капіталу.

С. Валдайцев проводить аналіз впливу на ринкову вартість фірми проектів, пов'язаних із утворенням та освоєнням продуктових та процесних інновацій. Саме вони здатні принести компанії додаткові прибутки та грошові потоки в результаті виведення на ринок нових продуктів, підвищення якості продукції, що випускалась раніше при зниженні собівартості та операційних витрат підприємства.

І. Єгерьев пропонує аналіз чутливості компонентів виробничого та фінансового циклів підприємства: тривалості виробничого циклу, періоду оборотності матеріалів, незавершеного виробництва, готової продукції, тривалості фінансового циклу, періоду оборотності авансів, виданих постачальнику, авансів отриманих, дебіторської та кредиторської заборгованості, ставки дисконту.

Ю. Козир описує методи підвищення ефективності управління вартістю: виявити механізм впливу інвестиційної та фінансової діяльності на максимізацію вартості компанії; виявити характеристики стабільності та нестабільності ринку нерухомості; запропонувати механізм оптимізації залишкової вартості основних фондів, що мінімізує податки на прибуток; визначити механізм прийняття ефективних інвестиційних рішень на підставі

критерію вибору між інвестуванням у активи та направленням коштів на інші цілі; розробити модель оптимізації цін на продукцію.

Аналіз концепцій свідчить про безперервність їх розвитку. Описані моделі не замінюють, не суперечать між собою, але доповнюють одна одну.

Питання для самоконтролю

1. Дайте визначення понять «вартість», «вартісно-орієнтоване управління».
2. Ким було введено поняття «вартісно-орієнтоване управління»?
3. Хто поклав початок розвитку теорії «вартісно-орієнтованого управління»?
4. Хто розпочав практичний етап розвитку теорії «вартісно-орієнтованого управління»?
5. Охарактеризуйте систему збалансованих показників.
6. Дайте характеристику поняттям доданої акціонерної вартості, економічної доданої вартості, грошової доданої вартості.
7. Які фактори впливають на вартість бізнесу за теорією Дамодарана?
8. На чому заснований підхід С. Мордашова до управління вартістю компанії?
9. Які компоненти чутливості аналізує І. Єгерьев для управління вартістю компанії?
10. Перелічіть етапи управління вартістю за підходом Ю. Козиря.
11. Дайте визначення показнику рентабельності інвестицій, розрахованому за грошовими потоками (CFROI).
12. Які проекти впливають на вартість фірми за підходом С. Валдайцева?

Тема 3 ПРАВОВІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

3.1 Загальні засади правового регулювання оціночної діяльності в Україні

3.2 Професійна оціночна діяльність.

3.3 Етапи проведення оцінки бізнесу та об'єктів нерухомості відповідно до законодавства.

3.1 Загальні засади правового регулювання оціночної діяльності в Україні

Основним нормативним документом, що регламентує порядок здійснення оціночної діяльності в Україні є Закон України «Про оцінку майна, майнових цінностей та оціночну діяльність в Україні». Відповідно до Закону проведення оцінки майна є обов'язковим у випадках:

- створення підприємств (господарських товариств) на базі державного майна або майна, що є у комунальній власності;
- реорганізації, банкрутства, ліквідації державних, комунальних підприємств та підприємств (господарських товариств) із державною часткою майна (часткою комунального майна);
- виділення або визначення частки майна у спільному майні, в якому є державна частка (частка комунального майна);
- визначення вартості внесків учасників та засновників господарського товариства, якщо до зазначеного товариства вноситься майно господарських товариств із державною часткою (часткою комунального майна), а також у разі виходу (виключення) учасника або засновника із складу такого товариства;
- приватизації та іншого відчуження у випадках, встановлених законом, оренди, обміну, страхування державного майна, майна, що є у комунальній власності, а також повернення цього майна на підставі рішення суду;
- переоцінки основних фондів для цілей бухгалтерського обліку;
- оподаткування майна згідно із законом;

- визначення збитків або розміру відшкодування у випадках, встановлених законом;
- в інших випадках за рішенням суду або у зв'язку з необхідністю захисту суспільних інтересів.

Проведення незалежної оцінки майна є обов'язковим у випадках застави державного та комунального майна, відчуження державного та комунального майна способами, що не передбачають конкуренцію покупців у процесі продажу, або у разі продажу одному покупцю, визначення збитків або розміру відшкодування, під час вирішення спорів та в інших випадках, визначених законодавством або за згодою сторін.

Методичне регулювання оцінки здійснюється відповідно до нормативно-правових актів, таких, як положення (національні стандарти) з оцінки майна, що затверджуються Кабінетом Міністрів України, та методики і інші нормативно-правові акти, які розробляються з урахуванням положень (стандартів) і затверджуються Кабінетом Міністрів України або Фондом державного майна України.

В Україні розроблення положень (національних) стандартів із оцінки здійснюється на засадах міжнародних стандартів оцінки з урахуванням національного законодавства. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» є обов'язковим для застосування під час проведення оцінки майна та майнових прав суб'єктами оціночної діяльності, а також особами, які відповідно до законодавства здійснюють рецензування звітів про оцінку майна. Національний стандарт № 2 «Оцінка нерухомого майна». Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». Національний стандарт № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності».

3.2 Професійна оціночна діяльність

Професійна оціночна діяльність – діяльність оцінювачів та суб'єктів оціночної діяльності, визнаних такими відповідно до положень цього Закону,

яка полягає в організаційному, методичному та практичному забезпеченні проведення оцінки майна, розгляді та підготовці висновків щодо вартості майна.

Оціночна діяльність може здійснюватися у таких формах: практична діяльність із оцінки майна, яка полягає у практичному виконанні оцінки майна та всіх процедур, пов'язаних з нею, відповідно до вимог, установлених нормативно-правовими актами з оцінки майна; консультаційна діяльність, яка полягає в наданні консультацій із оцінки майна суб'єктам оціночної діяльності, замовникам оцінки та (або) іншим особам в усній або письмовій формі; рецензування звіту про оцінку майна (акта оцінки майна), яке полягає в їх критичному розгляді та наданні висновків щодо їх повноти, правильності виконання та відповідності застосованих процедур оцінки майна вимогам нормативно-правових актів з оцінки майна, в порядку, визначеному цим Законом та нормативно-правовими актами із оцінки майна; методичне забезпечення оцінки майна, яке полягає в розробленні методичних документів із оцінки майна та наданні роз'яснень їх застосування; навчальна діяльність оцінювачів, яка полягає в участі в навчальному процесі з професійної підготовки оцінювачів.

Практична діяльність із оцінки майна може здійснюватися виключно суб'єктами оціночної діяльності.

Діяльність судових експертів, пов'язана з оцінкою майна, здійснюється на умовах і в порядку, передбачених Законом України «Про судову експертизу», з урахуванням особливостей, визначених цим Законом щодо методичного регулювання оцінки цього майна. Інші положення цього Закону не поширюються на судових експертів.

Оцінювачами можуть бути громадяни України, іноземці та особи без громадянства, які склали кваліфікаційний іспит та одержали кваліфікаційне свідоцтво оцінювача відповідно до вимог цього Закону. Оцінювачем не може бути особа, яка має не погашену або не зняту судимість за вчинення злочину

або на яку протягом останнього року накладалося адміністративне стягнення за вчинення корупційного правопорушення.

Оцінювачу забороняється використовувати свої повноваження з метою одержання неправомірної вигоди або прийняття обіцянки чи пропозиції такої вигоди для себе чи інших осіб.

Професійна підготовка оцінювачів здійснюється навчальними закладами, які уклали угоди про співробітництво з професійної підготовки оцінювачів із Фондом державного майна України. Фонд державного майна України повинен сприяти створенню конкурентного середовища серед навчальних закладів, які здійснюють професійну підготовку оцінювачів.

Професійна підготовка оцінювачів складається з навчання за програмами базової підготовки та підвищення кваліфікації. Загальні вимоги до змісту навчальних програм підлягають обов'язковому погодженню Фондом державного майна України. Фонд державного майна України та саморегулювні організації оцінювачів спільно здійснюють контроль за якістю професійної підготовки оцінювачів.

Оцінювачі зобов'язані не рідше одного разу в два роки підвищувати кваліфікацію за програмою підвищення кваліфікації. Невиконання цієї вимоги є підставою для зупинення дії кваліфікаційного свідоцтва оцінювача.

Кваліфікаційне свідоцтво оцінювача є документом, який підтверджує достатній фаховий рівень підготовки оцінювача за програмою базової підготовки для самостійного проведення оцінки майна. Форми кваліфікаційних свідоцтв оцінювача встановлюються Фондом державного майна України. Право на отримання кваліфікаційного свідоцтва набувають фізичні особи, які мають закінчену вищу освіту, пройшли навчання за програмою базової підготовки та стажування протягом одного року у складі суб'єкта оціночної діяльності разом із оцінювачем, який має не менше ніж дворічний досвід практичної діяльності з оцінки майна, отримали його позитивну рекомендацію та успішно склали кваліфікаційний іспит.

Кваліфікаційні свідоцтва підтверджують професійну підготовку оцінювача за такими напрямками оцінки майна відповідно до програм базової підготовки: оцінка об'єктів у матеріальній формі; оцінка цілісних майнових комплексів, паїв, цінних паперів, майнових прав та нематеріальних активів, у тому числі прав на об'єкти інтелектуальної власності.

Підвищення кваліфікації відбувається за напрямками, зазначеними у кваліфікаційному свідоцтві оцінювача, за результатами якої видається посвідчення про підвищення кваліфікації, яке є невід'ємною частиною кваліфікаційного свідоцтва.

Кваліфікаційне свідоцтво видається Фондом державного майна України спільно з навчальним закладом, на базі якого проводилася підготовка та складався кваліфікаційний іспит, на підставі відповідного рішення Екзаменаційної комісії. За видачу кваліфікаційного свідоцтва справляється плата в розмірі одного неоподаткованого мінімуму доходів громадян. Зазначена плата спрямовується на покриття організаційних витрат, пов'язаних з видачею кваліфікаційного свідоцтва. У кваліфікаційному свідоцтві зазначаються назва органу державної влади та навчального закладу, які його видали, дата видачі, номер свідоцтва, прізвище, ім'я та по батькові фізичної особи, якій видається свідоцтво, напрям програми базової підготовки, відповідно до якої підтверджується фаховий рівень оцінювача та дозволяється здійснювати оцінку. Кваліфікаційне свідоцтво є безстроковим у разі виконання всіх вимог, встановлених цим Законом.

Кваліфікаційне свідоцтво видається в двотижневий строк на підставі подання фізичною особою до Фонду державного майна України таких документів: заяви про видачу кваліфікаційного свідоцтва, зразок якої встановлюється Фондом державного майна України, копії паспорта громадянина України або паспортних документів іноземця, копії документа про вищу освіту, платіжного документа про внесення плати за видачу кваліфікаційного свідоцтва.

Фонд державного майна України веде Державний реєстр оцінювачів, які отримали кваліфікаційне свідоцтво.

Сертифікат суб'єкта оціночної діяльності – суб'єкта господарювання є документом, що засвідчує право суб'єкта оціночної діяльності на внесення його до Державного реєстру суб'єктів оціночної діяльності, які здійснюють оціночну діяльність у формі практичної діяльності з оцінки майна та які визнані суб'єктами оціночної діяльності за напрямами оцінки майна, що в ньому зазначені. Рішення про видачу сертифіката приймається Фондом державного майна України.

3.3 Етапи проведення оцінки бізнесу та об'єктів нерухомості відповідно до законодавства

Проведенню незалежної оцінки майна передують підготовчий етап, на якому здійснюється: ознайомлення з об'єктом оцінки, характерними умовами угоди, для укладення якої проводиться оцінка; визначення бази оцінки; подання замовнику пропозицій стосовно істотних умов договору на проведення оцінки.

Незалежна оцінка майна проводиться у такій послідовності:

- укладення договору на проведення оцінки;
- ознайомлення з об'єктом оцінки, збирання та оброблення вихідних даних та іншої інформації, необхідної для проведення оцінки;
- ідентифікація об'єкта оцінки та пов'язаних з ним прав, аналіз можливих обмежень та застережень, які можуть супроводжувати процедуру проведення оцінки та використання її результатів;
- вибір необхідних методичних підходів, методів та оціночних процедур, що найбільш повно відповідають меті оцінки та обраній базі, визначеним у договорі на проведення оцінки, та їх застосування;
- узгодження результатів оцінки, отриманих із застосуванням різних методичних підходів;

- складання звіту про оцінку майна та висновку про вартість об'єкта оцінки на дату оцінки;
- доопрацювання (актуалізація) звіту та висновку про вартість об'єкта оцінки на нову дату (у разі потреби).

Оцінювач самостійно здійснює пошук інформаційних джерел (за винятком документів, надання яких повинен забезпечити замовник оцінки згідно з договором), їх аналіз та виклад обґрунтованих висновків. При цьому оцінювач повинен проаналізувати всі інформаційні джерела, пов'язані з об'єктом оцінки, тенденції на ринку подібного майна, інформацію про угоди щодо подібного майна, які використовуються в разі застосування порівняльного підходу, та іншу істотну інформацію. У разі неповноти зазначеної інформації або відсутності її взагалі у звіті про оцінку майна зазначається негативний вплив цього факту на результати оцінки.

Залежно від обраних методичних підходів та методів оцінки оцінювач повинен: зібрати та проаналізувати всі істотні відомості про об'єкт оцінки, зокрема вихідні дані про його правовий статус, відомості про склад, технічні та інші характеристики, інформацію про стан ринку стосовно об'єкта оцінки та подібного майна, відомості про економічні характеристики об'єкта оцінки (прогнозовані та фактичні доходи й витрати від використання об'єкта оцінки, у тому числі від його найбільш ефективного використання та існуючого використання); проаналізувати існуючий стан використання об'єкта оцінки та визначити умови його найбільш ефективного використання; зібрати необхідну інформацію для обґрунтування ставки капіталізації та (або) ставки дисконту; визначити правові обмеження щодо об'єкта оцінки та врахувати їх вплив на вартість об'єкта оцінки; обґрунтувати застосування методичних підходів, методів та оціночних процедур, у разі потреби – застосування спеціальних методів оцінки та оціночних процедур (комбінування кількох методичних підходів або методів), якщо інше не передбачено законодавством.

Зібрані оцінювачем вихідні дані та інша інформація повинні відображатися у звіті про оцінку майна з посиланням на джерело їх отримання

та у додатках до нього із забезпеченням режиму конфіденційності згідно з умовами договору на проведення оцінки майна та з дотриманням вимог законодавства.

Оцінювачі та суб'єкти оціночної діяльності несуть відповідальність за недостовірну чи необ'єктивну оцінку майна згідно із законодавством. Особи, що надають недостовірні вихідні дані, використання яких під час оцінки призвело до надання необ'єктивного висновку про вартість майна, несуть відповідальність згідно із законодавством.

Питання для самоконтролю

1. Що розуміють під професійною оціночною діяльністю?
2. Якими нормативно-правовими та методичними документами регулюється оціночна діяльність в Україні?
3. Коли виникає потреба у визначенні вартості майна?
4. Назвіть учасників процесу оцінювання.
5. Охарактеризуйте права та обов'язки оцінювачів.
6. Які документи необхідні для зайняття оціночною діяльністю?
7. Які етапи проведення оцінки існують?
8. Які обов'язкові пункти має містити звіт про оцінку?
9. Ким видається кваліфікаційне свідоцтво оцінювача?
10. Перелічіть випадки проведення обов'язкової оцінки майна?
11. Хто може бути оцінювачем відповідно до законодавства України?
12. Які заклади можуть займатися професійною підготовкою оцінювачів?
13. Який документ дає право суб'єкту займатися оціночною діяльністю?
14. За що несуть відповідальність суб'єкти оціночної діяльності?

Тема 4. МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ. ВИТРАТНИЙ ПІДХІД

4.1 Загальна характеристика підходу.

4.2 Методики майнового підходу.

4.1 Загальна характеристика підходу

Законодавство України дозволяє використання трьох підходів до оцінки вартості підприємств: витратного, дохідного та ринкового. Міжнародна практика, крім цих підходів, пропонує також використання опціонального підходу у випадках наявності джерел невизначеності.

Згідно з витратним (майновим) підходом вартість підприємства розраховується як сума вартостей усіх активів (основних засобів, запасів, вимог, нематеріальних активів тощо), що складають цілісний майновий комплекс, за мінусом зобов'язань. Основним джерелом інформації за цього підходу є баланс підприємства. Оцінка вартості підприємства на базі активів заснована на так званому принципі субституції, згідно з яким вартість активу не повинна перевищувати ціни заміщення всіх його складових. В основу методу покладено також принципи корисності і заміщення. Він ґрунтується на тезі, що потенційний покупець не заплатить за об'єкт більшу ціну, ніж його можливі сукупні витрати на відновлення об'єкта в поточному стані та в діючих цінах, що забезпечуватиме його власникові подібну корисність. Методи витратного підходу дозволяють визначити, скільки коштів необхідно новому власнику для того, щоб створити компанію подібного профілю з такими ж характеристиками, що і у підприємства, яке оцінюється. Отримані оцінювачем результати дають підставу для прийняття рішення: придбати готову компанію чи самостійно створити нове підприємство. Базовою формулою цього підходу є:

Власний капітал = активи – зобов'язання.

Під час використання методів витратного підходу важливим є розуміння певних термінів.

Первісна вартість активів – це вартість окремих об'єктів активів, за якою вони були зараховані на баланс підприємства; включає суму витрат, пов'язаних з виготовленням, придбанням, доставкою, спорудженням, установленням, страхуванням під час транспортування, державною реєстрацією, реконструкцією, модернізацією та іншим поліпшенням активів.

Відновна вартість – це вартість відтворення об'єкта оцінки на дату оцінки. Вона визначається шляхом множення первісної вартості активів на коефіцієнт індексації.

Реальна вартість матеріальних і нематеріальних активів характеризується їх залишковою вартістю, що визначається як різниця між їх відновною (первісною) вартістю та проіндексованою сумою зносу.

Витратний підхід базується на даних бухгалтерської звітності, даних синтетичного та аналітичного обліку, інформації про поточну ринкову вартість матеріальних активів, фінансових вкладень, поточну величину зобов'язань, поточну ринкову вартість нематеріальних активів. Перевагами цього методу є простота у використанні та ґрунтування на реально існуючих активах. Недоліки полягають у тому, що результат залежить від достовірності фінансової звітності, не враховуються потенційні прибутки, а результати швидко знецінюються через наявність високих темпів інфляції. Частіше за все метод використовується у поєднанні з іншими, а не в чистому вигляді.

4.2 Методики майнового підходу

У межах витратного (майнового) підходу виділяють три основних методи:

- метод скоригованої балансової вартості (або метод чистих активів);
- метод заміщення;
- метод ліквідаційної вартості.

Метод скоригованої балансової вартості (або метод чистих активів).

Балансова вартість активів і зобов'язань підприємства внаслідок інфляції, змін кон'юнктури ринку, використовуваних методів обліку, як правило, не відповідає ринковій вартості. У результаті постає завдання – коригування балансу підприємства. Для його здійснення проводиться оцінка ринкової вартості кожного активу балансу окремо, потім визначається поточна вартість зобов'язань; далі з ринкової вартості суми активів підприємства віднімається поточна вартість всіх його зобов'язань. Результат показує оцінену вартість власного капіталу підприємства. Ця методика розрахунку вартості підприємства відповідає Міжнародним принципам бухгалтерського обліку і широко використовується при нормативному оцінюванні – під час визначення вартості чистих активів акціонерних товариств і в процесі приватизації державних та комунальних підприємств, тобто у тих випадках, коли мова йде про угоди з державним та комунальним майном. До основних недоліків методу слід віднести те, що на практиці балансова вартість активів майже ніколи не відповідає їх ринковій вартості. Достовірність оцінки підвищується, якщо отриману вартість скоригувати на приховані прибутки чи збитки підприємства.

При оцінці вартості підприємства за цим підходом визначальним є те, що ця вартість не дорівнює арифметичній сумі вартостей окремих майнових об'єктів підприємства. Зазначену вартість слід скоригувати на вартість гудвілу. ***Гудвіл*** – вартість ділової репутації фірми, нематеріальний актив, вартість якого визначається як різниця між балансовою вартістю активів підприємства та його ринковою вартістю, що виникає внаслідок кращих управлінських якостей, домінуючої позиції на ринку, нових технологій тощо.

Із метою врахування вартості гудвілу в процесі оцінки вартості підприємства на практиці рекомендується застосовувати комбінацію методу оцінки активів та методу капіталізації доходів (так званий швейцарський метод середньої оцінки). Згідно з цим підходом для оцінки вартості підприємства пропонується такий алгоритм:

$$ВПс=(2ВПк + ВПа) / 3 \quad (2)$$

де ВПс – вартість підприємства, розрахована за методом середньої оцінки;

ВПК – вартість підприємства, розрахована за методом капіталізації;

ВПа – вартість підприємства, розрахована на базі оцінки активів.

Слід зауважити, що, на думку багатьох фахівців, використання методу середньої оцінки для оцінки вартості підприємства його покупцями є недоцільним. Особливо це стосується випадків, коли вартість підприємства, розрахована методом капіталізації доходів, суттєво відрізняється від показника вартості, розрахованого на основі майнового підходу. Досить часто саме в розбіжностях між оцінними значеннями вартості підприємства за цими методами криються причини ризиковості вкладень у об'єкт оцінки.

Метод заміщення полягає у визначенні витрат у поточних цінах на будівництво підприємства, яке має з оцінюваним аналогічну корисність, але на відміну від нього побудовано за новим, сучасним архітектурним стилем, з використанням прогресивних проектних та технологічних нормативів, із застосуванням прогресивних матеріалів, конструкцій та обладнання. Під час реалізації методу заміщення вносяться поправки на фізичний, функціональний та економічний (зовнішній) знос оцінюваного підприємства. Найбільш складний момент застосування цього методу – визначення питомої вартості будівництва функціонального аналога оцінюваного підприємства. Деякі спеціалізовані науково-дослідні інститути здійснюють розробку показників вартості на споживчу одиницю будівельної продукції (у тому числі для виробничих будівель і споруд), причому розрахунки проводяться в базисному, поточному і прогнозному рівні цін на підставі щоквартальних цін на будівельні ресурси. Ця методика завжди використовувалася у радянський період під час розробки техніко-економічного обґрунтування будівництва об'єкта. Сьогодні оцінювачі можуть використовувати цей метод для приблизних розрахунків ринкової вартості підприємства.

Метод розрахунку ліквідаційної вартості базується на врахування загального фінансового ефекту від процесу ліквідації підприємства (упорядкованої або примусової) шляхом окремого продажу його активів.

Метод ліквідаційної вартості під час оцінки бізнесу підприємства застосовується, коли підприємство знаходиться у ситуації банкрутства або ліквідації, або є серйозні сумніви в здатності підприємства залишатись діючим і продовжувати свій бізнес.

Ліквідаційна вартість являє собою чисту грошову суму, яку власник підприємства може одержати від ліквідації підприємства й закриття його бізнесу, окремого розпродажу активів та після розрахунків із усіма кредиторами.

Розрізняють три види ліквідаційної вартості:

упорядковану, коли розпродаж активів підприємства, що ліквідується, здійснюється протягом розумного періоду часу, з тим щоб можна було отримати максимально можливі ціни продажу активів.

примусову, коли активи підприємства розпродаються настільки швидко, наскільки це можливо, часто одночасно на одному аукціоні.

вартість припинення існування активів підприємства, коли активи підприємства не продаються, а списуються та знищуються. Вартість підприємства в цьому випадку являє собою негативну величину, оскільки потрібні певні витрати на знищення матеріальних активів.

Послідовність робіт із розрахунку впорядкованої ліквідаційної вартості підприємства, тобто вартості, яку можна отримати при впорядкованій ліквідації бізнесу підприємства, полягає в такому:

- розробка календарного графіка ліквідації активів підприємства;
- розрахунок поточної вартості активів із урахуванням витрат на їхню ліквідацію;
- коригування поточної вартості активів;
- визначення величини зобов'язань підприємств;
- віднімання із поточної (скоригованої) вартості активів величини зобов'язань підприємства.

Розробка календарного графіка ліквідації активів підприємства здійснюється з метою максимізувати, наскільки це можливо, виручку від

продажу активів для погашення наявної за підприємством заборгованості. Як правило, передбачається, що бізнес підприємства припиняється і здійснюється лише процес ліквідації підприємства. Ліквідація великого підприємства займає близько двох років.

Розрахунок поточної вартості активів здійснюється з допомогою методу накопичення активів, з використанням даних балансу підприємства на дату оцінки (або на останню звітну дату). Перевірка й коригування рахунків балансу проводяться одночасно з проведенням інвентаризації майна підприємства на дату оцінки. Інвентаризація майна підприємства здійснюється відповідно до методичних вказівок щодо інвентаризації майна і фінансових зобов'язань. Одночасно з інвентаризацією майна підприємства розраховуються ринкова вартість земельної ділянки, на якій воно розташоване і поточна вартість інших активів.

Коригування поточної вартості активів. Під час розрахунку ліквідаційної вартості підприємства необхідно врахувати і відняти із вартості активів витрати, пов'язані з їх ліквідацією. Це адміністративні витрати на підтримку роботи підприємства аж до завершення його ліквідації, комісійні виплати, необхідні податки і збори, вихідні допомоги і виплати, витрати на перевезення проданих активів та ін. Виручена від продажу активів грошова сума, очищена від супутніх витрат, дисконтується на дату оцінки за підвищеною ставкою дисконту, яка враховує пов'язаний із цим продажем ризик і термін надходження грошей.

Після коригування статей активу балансу необхідно здійснити *коригування пасиву балансу* в частині довгострокової та поточної заборгованості. Особливу увагу при цьому необхідно приділити розрахункам за привілейованими акціями, податковим платежам, а також так званим умовним зобов'язанням, які часто виникають у результаті поточних або потенційно можливих судових розглядів. Можливо, що в ході аналізу кредиторської заборгованості можна буде провести переговори про зміни умов повернення боргів підприємства.

Після визначення всіх витрат, пов'язаних із ліквідацією підприємства, скоригована вартість всіх активів балансу зменшується на суму витрат, пов'язаних із ліквідацією підприємства, а також на величину всіх зобов'язань підприємства. Таким чином, виходить величина ліквідаційної вартості підприємства.

Призначення оцінки, визначеної за витратним підходом, різнопланове, наприклад, із метою оподаткування, страхування, техніко-економічного аналізу.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягає сутність витратного підходу?
2. Яка сфера застосування витратного підходу?
3. Поясніть різницю між вартістю заміщення та вартістю відтворення.
4. Охарактеризуйте методи оцінки майна, що використовуються в межах витратного підходу.
5. Перелічіть етапи розрахунку впорядкованої ліквідаційної вартості.
6. Назвіть види ліквідаційної вартості.
7. У чому полягає швейцарський метод середньої оцінки?
8. Що є інформаційною базою для проведення оцінки витратним підходом?
9. У чому полягають недоліки витратного підходу до оцінки бізнесу?
10. Дайте визначення поняттю «гудвіл».
11. Із якою метою розроблюється календарний графік ліквідації активів?
12. Яка основна формула витратного підходу до оцінки бізнесу?
13. Які принципи покладено в основу використання витратного підходу?

Тема 5 ДОХІДНИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

5.1 Загальна характеристика підходу. Метод дисконтування грошових потоків.

5.2 Розрахунок ставки дисконтування.

5.3 Розрахунок величини вартості в постпрогнозний період.

5.4 Метод капіталізації доходів.

5.1 Загальна характеристика підходу. Метод дисконтування грошових потоків

Оцінка вартості підприємства з використанням дохідного підходу ґрунтується на визначенні теперішньої вартості очікуваних вигід (доходів, грошових потоків) від володіння корпоративними правами підприємства. В основі підходу лежить теза, що метою вкладання капіталу інвестором у купівлю підприємства передусім є отримання стабільних доходів. При оцінці вартості підприємства цими методами дані про вартість, склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку, а використовується лише інформація про здатність активів генерувати доходи. Такий методологічний підхід за своєю природою є однотипним із методологією оцінки доцільності інвестицій на базі концепції зміни вартості грошей у часі. Основними методами в межах дохідного підходу є: метод дисконтування грошових потоків та метод капіталізації чистого прибутку.

Метод дисконтування грошових потоків визначає вартість компанії як вартість її майбутніх грошових потоків, дисконтованих за ставкою, що відповідає ризикам діяльності компанії. У загальному вигляді грошовий потік дорівнює сумі чистого доходу й амортизації за вирахуванням приросту чистого оборотного капіталу й капітальних вкладень. Цей метод використовується в таких випадках: очікується, що майбутні рівні грошових потоків істотно відрізнятимуться від поточних; можна обґрунтовано оцінити майбутні грошові

потоки з нерухомості; об'єкт будується або тільки побудований; компанія є крупним багатофункціональним комерційним об'єктом; потоки доходів і витрат носять сезонний характер.

Основні етапи оцінки підприємства методом дисконтування грошових потоків:

1. Вибір моделі грошового потоку.
2. Визначення тривалості прогнозного періоду.
3. Ретроспективний аналіз і прогноз валової виручки від реалізації.
4. Аналіз і прогноз витрат.
5. Аналіз та прогноз інвестицій.
6. Розрахунок величини грошового потоку для кожного року прогнозного періоду.
7. Визначення ставки дисконтування.
8. Розрахунок величини вартості в постпрогнозний період.
9. Розрахунок поточних вартостей майбутніх грошових потоків і вартості в постпрогнозний період.
10. Внесення підсумкових поправок (поправка на величину вартості активів, що не функціонують, та коригування величини власного оборотного капіталу.

Вибір моделі грошового потоку. Під час оцінки бізнесу можна застосовувати одну з двох моделей грошового потоку для власного капіталу; для всього інвестованого капіталу.

Модель грошового потоку для власного капіталу: чистий прибуток після сплати податків + амортизаційні відрахування + (-) зменшення (зростання) чистого оборотного капіталу + (-) продаж активів (капітальні вкладення) + (-) зростання (зменшення) довгострокової заборгованості = грошовий потік для власного капіталу.

Модель грошового потоку для всього інвестованого капіталу: прибуток до сплати відсотків та податків – податок на прибуток + амортизаційні витрати + (-) зменшення (зростання) чистого оборотного капіталу + (-) продаж активів (капітальні вкладення) = Грошовий потік для інвестованого капіталу.

За цими моделями грошовий потік може бути розрахований як на номінальній основі (в поточних цінах), так і на реальній (із урахуванням фактора інфляції).

Визначення тривалості прогнозного періоду. Вартість підприємства ґрунтується на майбутніх, а не на минулих грошових потоках. Тому завданням оцінювача є вироблення прогнозу грошового потоку (на основі прогнозних звітів про рух грошових коштів) на якийсь майбутній часовий період, починаючи з поточного року. В якості прогнозного визначається період, що триває до тих пір, доки темпи зростання компанії не стабілізуються (передбачається, що в постпрогнозний період повинні мати місце стабільні довгострокові темпи зростання або нескінченний потік доходів). Визначення адекватної тривалості прогнозного періоду – це непросте завдання. З одного боку, чим довше прогнозний період, тим більше число спостережень і тим більш обґрунтованою є підсумкова величина поточної вартості підприємства. З іншого боку, чим довше прогнозний період, тим складніше прогнозувати конкретні величини виручки, витрат, темпів інфляції та потоків грошових коштів. За сформованою в країнах з розвиненою ринковою економікою практиці прогнозний період для оцінки підприємства може становити залежно від цілей оцінки і конкретної ситуації від 5 до 10 років. У країнах з перехідною економікою, в умовах нестабільності, де адекватні довгострокові прогнози особливо скрутні в окремих ситуаціях допустимо скорочення прогнозного періоду до 3 років. Існує точка зору, відповідно до якої підвищується точність результату при дробленні прогнозного періоду на більш дрібні одиниці виміру: півріччя або квартали.

Ретроспективний аналіз і прогноз валової виручки від реалізації. Аналіз валової виручки і її прогноз вимагають детального розгляду й обліку низки факторів, серед яких: номенклатура продукції; обсяги виробництва та ціни на продукцію; ретроспективні темпи зростання підприємства; попит на продукцію; темпи інфляції; наявні виробничі потужності; перспективи й можливі наслідки капітальних вкладень; загальна ситуація в економіці,

визначальна перспективи попиту; ситуація в конкретній галузі з урахуванням існуючого рівня конкуренції; частка оцінюваного підприємства на ринку; точні темпи росту в постпрогнозний період; плани менеджерів зазначеного підприємства.

Слід дотримуватися загального правила, що полягає в тому, що прогноз валової виручки повинен бути логічно сумісний із ретроспективними показниками діяльності підприємства й галузі в цілому. Оцінки, засновані на прогнозах, які помітно розходяться з історичними тенденціями, представляються неточними. Темпи інфляції вимірюють за допомогою індексів цін, що характеризують зміну рівня цін за певний період.

Аналіз і прогноз витрат. На цьому етапі оцінювач повинен: урахувати ретроспективні взаємозалежності і тенденції; вивчити структуру витрат, особливо співвідношення постійних і змінних витрат; оцінити інфляційні очікування для кожної категорії витрат; вивчити одноразові надзвичайні статті витрат, які можуть фігурувати у фінансовій звітності за минулі роки, але в майбутньому не зустрінуться; визначити амортизаційні відрахування виходячи з нинішньої наявності активів і майбутнього їх приросту і вибуття; розрахувати витрати на виплату відсотків на основі прогнозованих рівнів заборгованості; порівняти прогнозовані витрати з відповідними показниками для підприємств-конкурентів або з аналогічними середньогалузевими показниками.

Головною щодо виробничих витрат виступає розумна економія. Якщо вона систематично досягається без шкоди для якості, продукція підприємства залишається конкурентоспроможною. Для правильної оцінки цієї обставини необхідно, насамперед, чітко виявляти й контролювати причини виникнення окремих категорій витрат.

Ефективне та постійне управління витратами нерозривно пов'язане із забезпеченням адекватної та якісної інформації про собівартість окремих видів продукції та їх відносної конкурентоспроможності. Вміння постійно «тримати руку на пульсі» поточних витрат дозволяє коригувати номенклатуру виробленої

продукції на користь найбільш конкурентоспроможних позицій, будувати розумну цінову політику фірми, реально оцінювати діяльність окремих структурних підрозділів, урахувавши їх внесок і ефективність роботи.

Класифікація витрат може проводитися за кількома ознаками: за складом: – планові, прогнозовані чи фактичні; по відношенню до обсягу виробництва – змінні, постійні, умовно-постійні; за способом віднесення на собівартість – прямі, непрямі; а функціями управління – виробничі, комерційні, адміністративні.

Для оцінки бізнесу важливі дві класифікації витрат. Перша – це поділ витрат на постійні і змінні, тобто залежно від їх зміни за зміни обсягів виробництва. Постійні витрати не пов'язані зі зміною обсягів виробництва (наприклад, адміністративні й управлінські витрати; амортизаційні відрахування; витрати по збуту, за вирахуванням комісійних; орендна плата; податок на майно тощо). Змінні витрати (сировина і матеріали; заробітна плата основного виробничого персоналу; витрати палива та енергії на виробничі потреби) зазвичай вважають пропорційними відповідно до змін обсягів виробництва. Класифікація витрат на постійні і змінні використовується насамперед під час проведення аналізу беззбитковості, а також для оптимізації структури продукції. Друга класифікація – розподіл витрат на прямі й непрямі. Вона застосовується для віднесення витрат на певний вид продукції. Чіткий та однаковий поділ на прямі й непрямі, постійні та змінні витрати особливо важливим є для забезпечення однорідної звітності за всіма підрозділами.

Аналіз та прогноз інвестицій включає три основних компоненти: власні оборотні кошти, капіталовкладення, потреба у фінансуванні.

Розрахунок величини грошового потоку для кожного року прогнозного періоду – на практиці доцільно використовувати розрахунок грошового потоку за різними сценаріями: песимістичним, найбільш імовірним та оптимістичним.

Кінцевим етапом є розрахунок вартості об'єкта за формулою:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i)^t} + \frac{R}{(1+i)^n}, \quad (3)$$

де PV – поточна вартість; C_t – грошовий потік періоду t ;
 i – ставка дисконтування грошового потоку періоду t ;
 R – вартість реверсії;
 N – тривалість прогнозного періоду, років

5.2 Розрахунок ставки дисконтування

Ставка дисконтування з технічної точки зору – відсоткова ставка, необхідна для перерахунку майбутніх потоків доходів, яких може бути декілька, в єдину величину поточної вартості, що є базою для визначення ринкової вартості бізнесу. **З економічної точки зору** – ставка доходу, що вимагається інвесторами на вкладений капітал, порівняно з рівнем ризику об'єкта інвестування на дату оцінки.

Ставка дисконтування, або вартість залучення капіталу повинна розраховуватися з урахуванням трьох факторів: наявність у багатьох підприємств різних джерел залученого капіталу, які вимагають різних рівнів компенсації; необхідність обліку для інвесторів вартості грошей у часі; фактор ризику. У цьому випадку ризик визначається як ступінь ймовірності отримання очікуваних у майбутньому доходів.

Існують різні методики визначення ставки дисконтування, найбільш поширеними з яких є:

- для грошового потоку для власного капіталу:
 - модель оцінки капітальних активів;
 - метод кумулятивної побудови;
- для грошового потоку для всього інвестованого капіталу:
 - модель середньозваженої вартості капіталу.

Розрахунок ставки дисконтування залежить від того, який тип грошового потоку використовується в якості бази для оцінки. Для грошового потоку для власного капіталу застосовується ставка дисконтування, рівна вимозі власника ставки віддачі на вкладений капітал.

Згідно з *моделлю оцінки капітальних активів* ставка дисконтування знаходиться за формулою

$$R = R_f + \beta * (R_m - R_f) + S_1 + S_2 - C, \quad (4)$$

де R – ставка доходу, що вимагають інвестори на власний капітал;

R_f - безризикова ставка доходу;

β – коефіцієнт бета (є мірою систематичного ризику, пов'язаного з макроекономічними політичними процесами, що відбуваються у країні;

R_m – загальна дохідність ринку в цілому;

S_1 – премія для малих підприємств;

S_2 – премія за ризик, характерний для окремої компанії;

C – ризик країни.

Метод кумулятивної побудови базується на підсумовуванні безризикової ставки доходу й надбавок за ризик інвестування в оцінюване підприємство. Метод найкращим чином враховує всі види ризиків інвестиційних вкладень, пов'язаних як із факторами загального для галузі і економіки характеру, так і зі специфікою оцінюваного підприємства. Розрахунки проводять за формулою:

$$r = r_b + \sum_{i=1}^n R_i, \quad (5)$$

де r – ставка дисконтування;

r_b – безризикова ставка;

R_i – премія за i -тий вид ризику;

n – кількість премій за ризик.

В умовах розвиненого ринку, для якого характерна обізнаність експертів ринку нерухомості, метод кумулятивної побудови дає досить хороші результати.

Модель середньозваженої вартості капіталу. Під середньозваженою вартістю капіталу розуміються витрати, пов'язані із залученням власного й позикового капіталів. Середньозважена вартість капіталу (WACC) буде залежати як від витрат на одиницю залучених власних і позикових коштів, так і

від часток цих коштів у капіталі компанії. WACC розраховується за такою формулою:

$$WACC = E_{ЗК}W_{ЗК} + E_{СК}W_{СК}, \quad (6)$$

де $W_{ЗК}$, $W_{СК}$ – частки відповідно позикового та власного капіталу в структурі капіталу підприємства;

$E_{ЗК}$ – ставка доходу на позиковий капітал:

$$E_{ЗК} = k_{ЗК} (1 - t_c), \quad (7)$$

де $k_{ЗК}$ – вартість залучення позикового капіталу (відсоток за кредит);

t_c – ставка податку на прибуток підприємства;

$E_{СК}$ – ставка доходу на власний капітал, що може бути розрахована за методом CAPM або кумулятивної побудови.

5.3 Розрахунок величини вартості в постпрогнозний період

Визначення вартості в постпрогнозний період ґрунтується на передумові за якою бізнес здатний приносити дохід і після закінчення прогнозного періоду. Передбачається, що після закінчення прогнозного періоду доходи бізнесу стабілізуються і в залишковий період будуть мати місце стабільні довгострокові темпи зростання або нескінченні рівномірні доходи.

Залежно від перспектив розвитку бізнесу в постпрогнозний період вибирають той чи інший метод або модель розрахунку ставки дисконтування:

– метод ліквідаційної вартості. Цей метод використовується у тому випадку, якщо в постпрогнозний період очікується банкрутство компанії з подальшим продажем наявних активів. Під час розрахунку ліквідаційної вартості необхідно прийняти до уваги витрати, пов'язані з ліквідацією, і знижку на терміновість (за термінової ліквідації). Для оцінки діючого підприємства, що приносить прибуток, а тим більше знаходиться у стадії зростання, цей метод непридатний;

– метод чистих активів. Техніка розрахунків аналогічна розрахункам ліквідаційної вартості, але не враховує витрат на ліквідацію та знижку за

терміновий продаж активів компанії. Цей метод може бути використаний для стабільного бізнесу, головною характеристикою якого є значні матеріальні активи;

– метод передбачуваного продажу полягає в перерахунку грошового потоку в показники вартості за допомогою спеціальних коефіцієнтів, отриманих з аналізу ретроспективних даних за продажами зіставних компаній. Оскільки практика продажу компаній на вітчизняному ринку вкрай мала або відсутня, застосування цього методу для визначення кінцевої вартості проблематична;

– модель Гордона. За моделлю річний дохід постпрогнозного періоду капіталізується в показники вартості за допомогою ставки капіталізації, розрахованої як різниця між ставкою дисконтування й довгостроковими темпами зростання. За відсутності темпів зростання ставка капіталізації дорівнює ставці дисконтування. Модель Гордона заснована на прогнозі отримання стабільних доходів у залишковий період і передбачає, що величини зносу і капіталовкладень рівні.

Розрахунок кінцевої вартості відповідно до моделі Гордона проводиться за формулою:

$$V_{(\text{term})} = CF_{(t+1)} / (R_d - g), \quad (8)$$

де $V_{(\text{term})}$ – вартість у постпрогнозний період;

$CF_{(t+1)}$ – грошовий потік доходів за перший рік постпрогнозного періоду;

R_d – ставка дисконтування;

g – довгострокові темпи зростання грошового потоку.

5.4 Метод капіталізації доходів

Метод капіталізації доходів базується на використанні коефіцієнта, який уможливорює переведення чистих потоків капіталу від використання об'єкта у його вартість. Інакше кажучи, необхідною умовою застосування цих методів є можливість визначення чистого потоку капіталу та встановлення коефіцієнта капіталізації для нього.

Метод капіталізації застосовується у тому випадку, коли майбутні чисті доходи або грошові потоки приблизно будуть рівні поточним або темпи їх зростання будуть помірними й передбаченими. Суть методу полягає в тому, що визначається величина щорічного доходу та відповідна цьому доходу ставка капіталізації, на основі яких розраховується ціна підприємства.

Цей метод визначає потік доходу і перетворює його на поточну вартість шляхом вживання норми капіталізації. Вартість визначається як відношення чистого доходу до норми прибутку (капіталізації).

Метод капіталізації чистого доходу не враховує вартість матеріальних і нематеріальних активів. Він вимірює ефективність використання всіх активів із погляду їх здатності проводити дохід. Оцінювач дає висновок про динаміку доходу й вибирає норму капіталізації. Чим більш обґрунтовані значення для грошового потоку і норма капіталізації, тим більшу вагу матиме для потенційного покупця оцінка, отримана цим методом.

Капіталізація підприємства є ринковою вартістю всіх її акцій (часто визначається як ринкова вартість однієї акції, помноженої на число акцій).

Таким чином, для підприємства капіталізація залежить від ринкової вартості акцій, тобто від оцінки суспільством вартості цього підприємства – інтегральної оцінки його стійкості, прибутковості, необхідності його продукції для суспільства, новизни обладнання, кваліфікації персоналу й безлічі інших характеристик, що не піддаються точному кількісному визначенню. Більш того, багато з цих характеристик не властиві самому підприємству, а визначаються зовнішнім середовищем, наприклад, конкурентна позиція підприємства.

Рівень капіталізації підприємства може збільшуватися двома напрямками - при незмінному числі акцій вартість цих акцій може зростати, або при незмінній вартості акцій збільшується їх кількість. У будь-якому випадку, капіталізація підприємства зростає - тобто збільшується цінність підприємства, вартість його активів, що визначається шляхом встановлення ринкової ціни за його акції.

Капіталізацію ринку можна збільшувати декількома способами:

- випускаючи нові акції в кількостях, що не призведе до різкого падіння цін;
- забезпечуючи збільшення ліквідності ринку;
- забезпечуючи збільшення ефективності роботи компаній (наприклад, зменшуючи оподаткування).

Сутність методу капіталізації полягає в розрахунку поточної вартості майбутніх доходів, отриманих від використання об'єкту за допомогою коефіцієнта капіталізації:

$$V = \frac{I}{R}, \quad (9)$$

де V - вартість; I - періодичний дохід; R - коефіцієнт капіталізації.

Метод прямої капіталізації застосовується в тих випадках, коли є достатня кількість даних для оцінки доходу, дохід з нерухомості є стабільним або, принаймні, очікується, що поточні грошові доходи приблизно будуть рівні майбутнім або темпи їх зростання помірні. Це стосується, наприклад, об'єктів з чітко визначеною орендною платнею на багато років вперед. Внаслідок того, що поточна вартість дуже чутлива до змін коефіцієнта, для його використання необхідні чіткі ринкові вказівки на його величину. Основна перевага цього методу - простота розрахунків. Інша перевага полягає в тому, що метод прямої капіталізації кінець кінцем безпосередньо відображає ринкову кон'юнктуру. Це було пов'язано з тим, що при його вживанні, як правило, береться достатньо велика кількість операцій з нерухомістю і проводиться їх аналіз з погляду доходу і вартості. Проте метод не слід застосовувати, коли відсутня інформація про ринкові операції; якщо об'єкт ще не був побудований, а значить, не вийшов на режим стабільних доходів; коли об'єкт піддався серйозним руйнуванням в результаті стихійного лиха, тобто вимагає серйозної реконструкції. Метод має ще один серйозний недолік: у формулі розрахунку поточної вартості присутній щорічний дохід. В якості цього доходу при оцінці нерухомості береться так званий чистий операційний дохід. Це такий дохід, який виходить з потенційного валового доходу після віднімання з нього всіх можливих витрат і операційних витрат, включаючи резерв на заміщення. Ця інформація дуже

часто відноситься до розряду комерційних таємниць, і доступ до неї є у край обмеженим. Через це завдання збору інформації про ринкові операції і, отже, розрахунок коефіцієнта капіталізації є досить складною проблемою.

При вживанні цього методу виникає цілий ряд проблем. По-перше, як визначити чистий дохід підприємства, по-друге, як вибрати ставку капіталізації. При розрахунку чистого доходу важливо правильно вибрати період часу, за який проводяться розрахунки. Це можуть бути декілька періодів у минулому, звичайно п'ять, а можуть використовуватися дані про доходи за декілька періодів у минулому і прогнози на найближче майбутнє. Як величина прибутку, що капіталізується, може виступати або чистий прибуток після сплати податків, або прибуток до сплати податків, або величина грошового потоку. В більшості випадків на практиці як величина, що капіталізується, вибирається прибуток останнього звітного року.

Залежно від бази визначення норми (ставки) відшкодування капіталу поділяють на норми доходу, норми грошових потоків, норми відшкодування та норми прибутковості. Відповідно до цього заведено розрізняти такі види коефіцієнтів капіталізації:

- 1) загальний коефіцієнт капіталізації;
- 2) коефіцієнт капіталізації власного капіталу;
- 3) коефіцієнт капіталізації позикового капіталу;
- 4) коефіцієнт капіталізації залежно від об'єкта оцінки (землі, об'єктів нерухомості, нематеріальних активів тощо).

Метод зіставного продажу є найшвидшим та найпростішим у використанні, а отже, й найпоширенішим. Він базується на інформації про аналогічні об'єкти (інвестиційна мотивація угод купівлі-продажу, способи фінансування, необхідний рівень платоспроможності, ліквідності, забезпечення тощо) та досягнутої корисності (ефективності) їх господарського використання, яка доступна на ринку. Технологія розрахунку коефіцієнта капіталізації тотожна методиці формування ставки дисконту. Основна практична проблема застосування цього методу полягає в неможливості повної та достовірної

оцінки ефективності використання об'єктів-аналогів через закритий характер такої інформації.

Метод кумулятивної побудови. Порядок урахування факторів, що визначають коефіцієнт капіталізації, має суттєве значення і може бути поданий у такій послідовності:

1. Визначення безризикової ставки капіталізації – ця ставка береться за базову та визначається на рівні ставок за валютними операціями на європейських ринках капіталу з урахуванням рівня ризику країни. За умови нашої національної економіки можна рекомендувати використання курсів за державними позиками чи депозитні ставки банків найвищої категорії надійності.

2. Компенсація за ризик об'єкта – відображає рівень ризику інвестування капіталу в конкретний об'єкт (нерухомість, земельну ділянку, машини, технологію тощо) та необхідну суму коштів для його компенсації.

3. Компенсація за низьку ліквідність – відображає рівень ризику іммобілізації капіталу в конкретному виді майна, який виникає внаслідок неможливості миттєвого переведення вкладеного капіталу в його грошову форму, а також необхідну суму коштів для його компенсації.

4. Компенсація за інвестиційний менеджмент – відображає рівень ризику неадекватного менеджменту інвестицій, який постає внаслідок недостатньої кваліфікації інвестора-власника (його довіреної особи) та складності реалізації проекту, а також суму коштів, необхідну для його компенсації.

5. Поправка на зміну прогнозованих ринкових умов відображає прогнозовані зміни вартості об'єкта під впливом ринкових умов та необхідну компенсацію за невиправдані очікування власника-інвестора.

Визначення норми відшкодування капіталу за прямолінійною схемою має назву методу Рінга, який передбачає рівномірне повернення вкладеної суми з поступовим зменшенням її реальної вартості. Ставка відшкодування визначається за формулою

$$C_B = \frac{1}{n_p}, \quad (10)$$

де C_B – ставка відшкодування капіталу;

n_p – період повернення (відшкодування) капіталу (в окремих випадках – обернена величина від результативності його використання).

Встановлення норми відшкодування за фактором фонду відшкодування передбачає повернення капіталу з урахуванням його знецінення, тобто повернені суми щорічно збільшуються, що можна виразити формулою:

$$C_B = \frac{r}{(1+r)^n - 1}. \quad (11)$$

Використання такого методу уможливорює реінвестування повернутих сум капіталу від певного проекту за тією самою ставкою дохідності. Він використовується за рівновеликих періодичних платежів, отриманих від експлуатації об'єкта.

Повернення капіталу за *методом Хоскольда* базується на використанні норми, яка включає коефіцієнт відшкодування капіталу за безризиковою ставкою дисконту та проміжок часу, за який очікується повернути інвестований капітал. Основна передумова використання цього методу – реінвестування повернутого капіталу може бути не таким прибутковим, як початкові інвестиції, тобто повторному інвестуванню властивий підвищений рівень ризику.

Ставка капіталізації для підприємства зазвичай виводиться із ставки дисконтування шляхом вирахування очікуваних середньорічних темпів зростання прибутку або грошового потоку (залежно від того, яка величина капіталізується). Відповідно для одного й того ж підприємства ставка капіталізації зазвичай нижче, ніж ставка дисконту.

Із математичної позиції ставка капіталізації – це дільник, використовуваний для перетворення величини прибутку або грошового потоку за один період часу в показник вартості.

Отже, щоб визначити ставку капіталізації, потрібно спочатку розрахувати відповідну ставку дисконту. При відомій ставці дисконтування ставка капіталізації має загальний вигляд:

$$R_k = R_d - g, \quad (12)$$

де R_k – ставка капіталізації;

R_d – ставка дисконтування;

g – довгострокові темпи зростання доходу або грошового потоку.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягає сутність дохідного підходу?
2. Які принципи покладено в основу дохідного підходу?
3. У чому полягають особливості застосування методу прямої капіталізації доходу?
4. У чому полягають особливості застосування методу дисконтування грошових потоків?
5. Охарактеризуйте методи визначення ставки капіталізації.
6. Охарактеризуйте методи визначення ставки дисконтування.
7. Які етапи розрахунку вартості об'єкта за методом дисконтування грошових потоків?
8. Що таке вартість реверсії?
9. Як розраховується вартість реверсії?
10. Що таке безризикова ставка дохідності?
11. Назвіть види коефіцієнтів капіталізації.
12. На чому заснована модель Гордона?
13. У чому полягає метод Хоскольда?
14. Що таке ставка дисконтування?

Тема 6 РИНКОВИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

6.1 Загальна характеристика підходу.

6.2 Методи оцінки вартості в межах ринкового підходу.

6.1 Загальна характеристика підходу

Теоретичною основою порівняльного (ринкового) підходу до оцінки вартості підприємства є припущення про те, що його вартість можливо визначити, використовуючи порівняльний аналіз цін на аналогічні підприємства при їх продажу на даному сегменті ринку. Інвестор керується принципом альтернативних інвестицій, згідно з яким кошти вкладаються в проект із найбільшою прибутковістю за однакових обсягах вкладень і рівнях ризику. Оцінка ринковим підходом передбачає використання в якості орієнтира вартості величини цін реальних угод купівлі-продажу, сформованих ринком. Оцінка заснована на припущенні про те, що в порівнянних компаніях співвідношення між ціною продажу і фінансовими параметрами, що впливають на прибутковість, досить близькі.

Особливістю порівняльного підходу до оцінки власності є орієнтація підсумкової величини вартості, з одного боку, на ринкові ціни купівлі-продажу акцій, що належать подібним компаніям, з іншого боку, на фактично досягнуті фінансові результати. При цьому особлива увага приділяється таким моментам: критеріям відбору схожих підприємств; характеристиці найважливіших цінових мультиплікаторів і специфіці їхнього використання в оцінній практиці; основним етапам формування підсумкової величини вартості; вибору величин мультиплікаторів; зважуванню проміжних результатів; внесення поправок.

Основною перевагою порівняльного підходу є те, що оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу аналогічних підприємств. У цьому випадку ціна визначається ринком, оскільки оцінювач обмежується тільки коригуваннями, що забезпечують порівнянність аналога з оцінюваним

об'єктом. У разі використання інших підходів оцінювач визначає вартість підприємства на основі розрахунків.

Порівняльний підхід ґрунтується на минулій і поточній інформації і, отже, відображає фактично досягнуті результати виробничо-фінансової діяльності підприємства, у той час як дохідний підхід орієнтований на прогнози – інформацію про майбутні доходи. Перевагою порівняльного підходу є реальне віддзеркалення попиту і пропозиції на даний об'єкт інвестування, оскільки ціна фактично досконалої операції максимально враховує реальну ситуацію на ринку.

Разом із тим порівняльний підхід має низку істотних недоліків, що обмежують його використання в оціночній практиці. По-перше, базою для розрахунку є досягнуті в минулому фінансові результати. Отже, метод не розглядає перспективи розвитку підприємства. По-друге, використання порівняльного підходу можливо тільки за наявності доступної різносторонньої фінансової інформації як за оцінюваним підприємством, так і за великою кількістю підприємств, відібраних оцінювачем у якості аналогів. Отримання додаткової інформації від підприємств-аналогів є складним процесом. Таким чином, можливість застосування порівняльного підходу залежить від наявності активного ринку, оскільки цей підхід передбачає використання даних про фактично здійснені угоди – це перша умова. Друга умова – відвертість ринку, або доступність фінансової інформації, необхідної оцінювачу. Третьою умовою є наявність служб, що накопичують і обробляють відповідну фінансову інформацію.

6.2 Методи оцінки вартості в межах ринкового підходу

Розрізняють три методи оцінки бізнесу в межах використання порівняльного підходу:

- метод ринку капіталу (метод компанії-аналога);
- метод угод;

– метод галузевих коефіцієнтів.

Метод ринку капіталу (метод компанії-аналога) ґрунтується на використанні цін угод із поодинокими акціями, сформованих відкритим ринком. Базою для порівняння є ціна акції акціонерних товариств відкритого типу, акції яких є достатньо ліквідні. Цей метод застосовується для оцінки міноритарних (з меншими частками) пакетів акцій.

Спираючись на дані про вартість активів, прибутку або грошового потоку оцінюваного підприємства, його вартість визначають за аналогією зі співвідношенням цих показників і цін на акції в подібних (які належать до тієї ж галузі) підприємств. На базі інформації про подібні фірми розраховуються так звані мультиплікатори (коефіцієнти): «ціна/чиста балансова вартість», «ціна/чистий прибуток», «ціна/грошовий потік». Ці коефіцієнти являють собою відношення ціни акцій подібних підприємств відповідно до чистої балансової вартості, прибутку або грошового потоку. При цьому мультиплікатор «ціна/чистий прибуток» можна розраховувати стосовно як до балансового прибутку, так і прибутку після оподаткування або до оподаткування, але неодмінно після сплати процентів за кредитами. Такі показники можуть розраховуватися як за період, так і за останніми опублікованими показниками фінансових результатів діяльності компанії-аналога.

Алгоритм методу ринку капіталу зводиться до такого. Спочатку формується список компаній-аналогів, акції яких котируються на фондовому ринку, з урахуванням галузевої приналежності, розміру компанії, структури капіталу, ринків збуту і закупівель, стадії життєвого циклу підприємства, територіальної приналежності тощо. Зареєстрована на фондовому ринку вартість (Ран) однієї акції компанії-аналога множиться на кількість її акцій, що перебувають у обігу (N обр.), тобто враховуються фондовим ринком, і отримується ринкова вартість компанії-аналога (Цан). За компанією-аналогом складаються цінові мультиплікатори типу «ціна/прибуток», «ціна/прибуток до відсотків і податків», «ціна/прибуток до податків», «ціна/чистий прибуток»,

«ціна/грошовий потік» «ціна/чиста балансова вартість», де «ціна» – це ринкова вартість компанії-аналога (Цан).

Обчислюється оцінна вартість (Цок) оцінюваної компанії, яка представляє множення одного з отриманих для компанії-аналога цінових співвідношень на відповідну йому базу. Ідея цього методу зводиться до того, що, визначаючи ринкову вартість підприємства, ще не підтверджену ринком, її оцінюють за аналогією з ринковою вартістю аналогічних підприємств, що котируються на фондовому ринку, за якими виявлено стійкі співвідношення, що характеризуються мультиплікаторами. Якщо для оцінюваної компанії не вдається підібрати одного найкращого аналога, то з метою підвищення точності підсумкової оцінки рекомендується працювати з показником «ціна/прибуток» декількох компаній-аналогів, внесених до списку на першому етапі. За великої кількості аналогів відмінності між кожним з них і оцінюваною компанією певною мірою компенсуються. Якщо не вдається знайти дані про коефіцієнти «ціна/прибуток» компаній-аналогів, то попередню оцінку можна провести, використовуючи коефіцієнт «ціна/прибуток», що найчастіше зустрічається в спеціалізованих виданнях.

Метод угод передбачає використання інформації про умови угод із контрольними або стовідсотковими пакетами акцій підприємств, порівнянних з оцінюваними. Цей метод аналогічний методу компанії-аналога, але передбачає розрахунок і використання мультиплікаторів, які розраховані за цінами акцій у складі контрольних пакетів подібних фірм, що фактично продавалися. При цьому можна використовувати вартість однієї акції компанії-аналога, зафіксованої під час продажу не контрольного, а настільки великого пакета акцій, що їх придбання дає можливість отримання суттєвої частки контролю над компанією-аналогом.

Метод галузевих коефіцієнтів дозволяє розраховувати орієнтовну вартість бізнесу за формулами, що виведені на основі галузевої статистики.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягає сутність порівняльного підходу?
2. Які основні етапи застосування порівняльного підходу?
3. Яка сфера застосування підходу?
4. Охарактеризуйте методи оцінки майна, що використовуються в межах ринкового підходу.
5. Що є інформаційною базою для проведення оцінки ринковим підходом?
6. Які відмінності слід враховувати при коригуванні цін продажу об'єктів-аналогів?
7. Назвіть переваги порівняльного підходу.
8. Перелічіть недоліки застосування порівняльного підходу.
9. В чому полягає метод галузевих коефіцієнтів?
10. В чому полягає метод розрахунку мультиплікаторів?

Тема 7 ОПЦІОННИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

7.1 Загальна характеристика підходу.

7.2 Реальні опціони як інструмент прийняття інвестиційних рішень: поняття та класифікація.

7.1 Загальна характеристика підходу

Опціонний підхід до оцінки вартості підприємства заснований на уявленні про те, що акціонерний капітал компанії може бути наведений та оцінений як колл-опціон на активи підприємства під час його ліквідації (та сплаті зобов'язань), що створює еквівалент виконання опціону. Ідея застосування опціонного підходу базується на існуючій ймовірності зростання вартості активів відносно вартості зобов'язань у час до моменту погашення зобов'язань (можливості, обумовлені змінами ринкової кон'юнктури, технологічними новаціями та управлінськими рішеннями) та недопущенні перевищення вартості зобов'язань над вартістю активів. Це витікає з принципу обмеженої відповідальності, який захищає акціонерів-власників звичайних акцій відкритих підприємств у випадку, якщо вартість товариства буде меншою за вартість несплаченого боргу. Інвестори не можуть втратити більше розміру своїх інвестицій у підприємство. Метод дозволяє враховувати майбутні можливості, обумовлені теперішніми інвестиціями.

Визначення реальних опціонів (real-estate options) першим надає С. Маргліні у 1970 р.: «коли приватні інвестори мають монопольну владу в деякому інвестиційному секторі право здійснювати проект стає економічним об'єктом, що має економічну цінність незалежно від процесу інвестування».

Основними перевагами опціонного підходу є: гнучкість у прийнятті рішень (дозволяє враховувати компаніям можливість гнучкого реагування на мінливі зовнішні умови); обґрунтованість стратегічних рішень (орієнтує менеджерів на покрокове здійснення додаткових інвестицій із метою збереження стратегічних позицій компанії на ринку); комплексність у оцінці

інвестиційних проектів (ураховує більшу кількість факторів, ніж інші методи). Слід зазначити, що використання опціонного підходу є доцільним, якщо результат проекту є залежним від високого ступеня невизначеності, менеджмент компанії здатний приймати гнучкі управлінські рішення при надходженні нових даних за проектом, фінансовий результат залежить від рішень, що приймаються управлінцями, проект може реалізовуватись у декілька стадій, при оцінці проекту за методом дисконтованого грошового потоку чиста приведена вартість має від'ємне значення. Важливо зауважити, що такі умови існують майже для всіх підприємств будь-яких галузей вітчизняної економіки.

Основними недоліками опціонного підходу є: підтримка надмірної гнучкості може привести до частого перегляду планів, втрати стратегічного фокуса; відсутність кваліфікованих спеціалістів; відсутність вітчизняного досвіду.

7.2 Реальні опціони як інструмент прийняття інвестиційних рішень: поняття та класифікація

Основою для розробки теорії реальних опціонів є фінансові опціони. Фінансовий опціон – контракт, що надає право (але не зобов'язання) на придбання (продаж) товару або фінансового активу за раніше встановленою ціною протягом певного встановленого відрізка часу.

Реальні опціони мають таку ж структуру і логіку, що і фінансові (власник на власний розсуд приймає рішення про інвестування протягом певного періоду часу), але є більш складними порівняно з ними та мають певні відмінності, що впливають на процес їх оцінки.

Д. В. Реут, Ю.Н. Бисеров визначають реальні опціони як наявність у керівника можливості вибору, яка дозволяє йому приймати рішення, що впливають на очікувані грошові потоки проекту, тривалість життєвого циклу і навіть надають можливість екстреного згорання проекту. Т. Коупленд,

Т. Коллер, Дж. Мурін стверджують, що реальний опціон – це право, але не обов’язок діяти з передбачуваними витратами, що мають назву ціни виконання, протягом передбачуваного періоду існування опціону. Серед російських авторів найбільш точно визначення реального опціону надає Д.Перепелиця: реальний опціон визначений як опціон, базовим активом якого виступає реальний актив, що інвестується в умовах невизначеності, з урахуванням потенційних можливостей проекту та управлінської гнучкості.

Визначають два основних типи реальних опціонів: опціон на покупку (Call Option) та опціон на продаж (Put Option).

Опціон на покупку – опціон, відповідно до якого покупець отримує право придбати базовий актив у продавця, а продавець приймає на себе безумовне зобов’язання продати базовий актив за фіксованою під час підписання контракту ціною.

Опціон на продаж – опціон, відповідно до якого продавець отримує право продати базовий актив іншій стороні, а покупець приймає на себе безумовне зобов’язання придбати базовий актив за фіксованою під час підписання контракту ціною.

Класифікацію реальних опціонів можна проводити за різними ознаками, найголовнішими з яких у процесі оцінки вартості компанії є такі: дата виконання опціону, управлінська дія (тобто можливість, яку надає опціон), спосіб визначення ціни виконання опціону.

Залежно від дати виконання опціони поділяються на американські, європейські та бермудські. Власник американського опціону може скористатись правом на покупку або продажу активу в будь-який час до закінчення встановленого строку. Власник європейського має можливість виконати опціон тільки в один установлений день. Бермудський (квазіамериканський) опціон – опціон, власник якого має право виконати його тільки в заздалегідь обговорені в опціонному контракті дати в період до виконання опціону.

Залежно від управлінської дії пропонують виділяти 7 основних типів (збільшення масштабів, вдосконалення продукту, розширення сфери діяльності, вивчення/початок, зменшення масштабів, скорочення витрат, скорочення сфер діяльності, ліквідація або продаж проекту), що можуть бути об'єднані в 3 групи – зростання, вістрочки/вивчення, ліквідації проекту.

Залежно від способу визначення ціни виконання опціону виділяють стандартні (або ванільні), азіатські, бар'єрні опціони та опціони лукбек.

Стандартний – опціон, що має стандартні дату та ціну виконання без специфічних характеристик. Азіатський – опціон, ціна виконання якого визначається як середня ціна за період його дії. Бар'єрний – опціон, виплата за яким залежить від того, чи досягла ціна базового активу певного рівня за визначений період часу. Опціон лукбек – опціон, виплата за яким залежить від оптимальної (максимальної або мінімальної ціни базового активу) протягом строку існування опціону.

Питання для самоконтролю

1. У чому полягає сутність опціонного підходу?
2. Яка сфера застосування підходу?
3. Охарактеризуйте моделі оцінки реальних опціонів.
4. Назвіть переваги опціонного підходу.
5. Перелічіть недоліки застосування опціонного підходу.
6. Назвіть ознаки класифікації реальних опціонів.
7. Перелічіть види реальних опціонів залежно від різних ознак.
8. Назвіть відмінності між реальними та фінансовими опціонами.
9. Дайте визначення поняттю «реальний опціон».

Тема 8 ОЦІНКА ВАРТОСТІ ЗЕМЕЛЬНОЇ ДІЛЯНКИ

8.1 Призначення та функції оцінки землі.

8.2 Нормативна ціна та ринкова вартість.

8.3 Основні методи експертної оцінки землі.

8.1 Призначення та функції оцінки землі

Інтерес до земельнооціночної діяльності різко зростає з переходом до платного характеру користування землею, особливо в містах, де плата за землю є важливою прибутковою статтею місцевого бюджету. Світовий досвід свідчить про різноманітність форм плати за землю. Загалом нараховується понад десяти видів земельних податків та зборів: податки на земельну власність, на збільшення її вартості (земельні поліпшення), на прибуток від землі, на право забудови, на передачу прав на землю, її дарування, мито за реєстрацію угоди купівлі-продажу землі тощо.

Грошова оцінка земель виконує основні функції регулювання земельних відносин:

- визначення розміру земельного податку, державного мита при міні, спадкуванні та даруванні земельних ділянок, орендної плати за земельні ділянки державної та комунальної власності;
- визначення розмірів відшкодування втрат і збитків при відводах землі, судових претензіях;
- економічного обґрунтування раціонального та ефективного використання земель;
- визначення вартості земель при створенні статутних фондів суб'єктів підприємницької діяльності тощо.

Грошова оцінка земель є також важливим джерелом наповнення бюджетів різних рівнів, консолідації бюджетних коштів для фінансування

заходів для збереження родючості ґрунтів та охорони земель, виконання робіт із землеустрою і земельного кадастру.

8.2 Нормативна ціна та ринкова вартість

Відповідно до правової бази в Україні здійснюється економічна та грошова оцінка землі. При цьому **економічна оцінка** – це оцінка землі як природного ресурсу і засобу виробництва залежно від продуктивності земель, їх прибутковості. Економічна оцінка визначається в умовних кадастрових гектарах чи в грошових одиницях. Така оцінка є складовою частиною державного земельного кадастру й використовується під час проведення грошової оцінки земельних ділянок. Залежно від мети та порядку проведення грошова оцінка може бути нормативною чи експертною.

Для існування ринкової вартості необхідною умовою є наявність ринку відповідних типів об'єктів, аналогічних тим, що оцінюються. Відсутність зазначеного фактора вимагає від оцінювача використання бази оцінки, яка відрізняється від ринкової. Заміна бази оцінки на неринкову тягне за собою зміну методу оцінки. У сучасних умовах, коли ринкові відносини тільки формуються, оцінка землі часто має нормативний характер і здійснюється в межах розрахункового ціноутворення на підставі уявлень про характер оптимального використання земель міст.

Нормативна ціна землі – це показник, що характеризує вартість земельної ділянки певної якості та місцерозташування, виходячи з потенційного доходу за розрахунковий термін окупності.

За суттю, нормативною ціною є показники грошової оцінки, прийнятої на державному рівні з метою економічного регулювання земельних відносин на сучасному етапі. В основі грошової оцінки лежить капіталізація потенціального рентного доходу, що виникає завдяки облаштуванню міських територій і створенню особливих споживчих властивостей міських земель з урахуванням розташування земельних ділянок у плані міста та їх функціонального

використання. Неринкова база оцінки, якою є нормативна ціна, має місце у світовій практиці оцінки міських земель. Вона широко використовувалася країнами з розвинутою ринковою економікою під час спаду активності на ринках нерухомості.

Її доцільно також застосовувати в тих випадках, коли користування землею в доходних цілях збитково або невизначено. Ефективність застосування неринкової бази оцінки значною мірою залежить від повноти врахування рентоутворювальних факторів. До неринкової належить і масова оцінка, потреба в якій виникає, коли необхідно одночасно оцінити велику кількість земельних ділянок або територію міста в цілому. Масова оцінка може бути частковою (коли міські землі оцінюються з точки зору одного, окремого виду їх використання), або загальною (комплексною), коли землі оцінюються з точки зору всіх можливих видів їх використання. Найчастіше масова оцінка здійснюється за державним замовленням для цілей оподаткування. Використовуючи, у принципі, одну й ту ж оцінку окремих ділянок як базову, масова оцінка не враховує індивідуальних властивостей попиту на конкретну ділянку, обумовлених ринком.

Масова оцінка більш стабільна й базується на узагальнених даних, що відображають потенційну цінність землі. Масова оцінка може бути здійснена на основі: 1) бальної оцінки, коли ступінь цінності відображається в балах і шляхом їх складання виводиться інтегральна оцінка, на основі якої й робиться остаточний висновок; 2) ранжування факторів за їх вагою в загальному комплексі чинників, сприятливих для того чи іншого виду діяльності з подальшою бальною оцінкою окремих факторів; 3) вартісної оцінки, побудованої на визначенні економічного ефекту за кожним із факторів, що розглядаються, залежно від функціонального використання міських земель; 4) змішаної (комбінованої) оцінки, яка враховує як вартісну, так і бальну оцінку окремих факторів.

Процедура масової оцінки включає: 1) встановлення мети оцінки; складання кадастрової карти міста; 2) визначення видів використання міських

земель; 3) встановлення просторового поширення факторів, що впливають на вартість землі; 4) визначення натуральних показників оцінки; 5) земельнооціночна структуризація території міста; 6) встановлення процедури пофакторної та інтегральної оцінки споживчих властивостей території; 7) складання схеми економіко-планувального зонування; 8) визначення базової вартості міських земель. Застосування тієї чи іншої оцінки регламентовано чинним законодавством. Нормативна оцінка земель здійснюється під час передачі землі у власність, спадщину, під заставу, при даруванні, купівлі-продажу земельної ділянки та права оренди, визначенні ставок земельного податку.

Сфера застосування експертної оцінки значно вужча. Вона враховується при визначенні розміру внеску до статутних фондів спільних підприємств, акціонерних товариств, об'єднань, кооперативів, ціни продаж земельних ділянок під час їх приватизації і є визначальною при продажу земельних ділянок під об'єктами незавершеного будівництва. Із проведенням земельних аукціонів експертна оцінка стала використовуватися під час установаження стартових цін.

8.3 Основні методи експертної оцінки землі

Існує декілька методів оцінки земельної ділянки:

- метод техніки залишку для землі;
- метод середньозваженого коефіцієнту капіталізації;
- метод порівняння продаж;
- метод капіталізації;
- метод розбиття земельної ділянки під час визначення вартості.

Метод техніки залишку для землі

Під час використання цього методу повинні бути відомі вартість будівель і споруд; чистий операційний дохід, який приносить земля, будівлі та споруди; коефіцієнти капіталізації для землі, будівель і споруд.

Розрахунки цим методом виконуються у декілька етапів.

1. Чистий операційний дохід розподіляється між землею, будівлями і спорудами. Для визначення доходу з будівель і споруд, необхідно вартість будівель і споруд помножити на коефіцієнт капіталізації будівель і споруд:

$$I_{cn} = V_{cn} * R_{cn}, \quad (13)$$

де I_{cn} – чистий операційний дохід, що припадає на будівлі та споруди;

V_{cn} – поточна вартість будівель та споруд;

R_{cn} – коефіцієнт капіталізації для будівель і споруд.

2. Визначається залишок чистого операційного доходу, що припадає на землю ($I_{зем}$), – із загального чистого операційного доходу віднімається дохід, що припадає на будівлі та споруди (I_{cn}):

$$I_{зем} = I - I_{cn} \quad (14)$$

3. Розраховується залишкова вартість землі шляхом капіталізації чистого операційного доходу від землі:

$$V_{зем} = I_{зем} / R_{зем}, \quad (15)$$

де $R_{зем}$ – коефіцієнт капіталізації землі.

Техніка залишку для землі може бути використана під час визначення варіанта якнайкращого й найефективнішого використання. При використанні методу техніки залишку для землі можливе отримання негативної величини залишкового доходу, приписуваного землі. Це може свідчити про те, що будівля є надмірним поліпшенням для зазначеної ділянки.

Метод середньозваженого коефіцієнта капіталізації

Метод середньозваженого коефіцієнта капіталізації ґрунтується на «пайовому» підході до оцінки. Розрахунки цим методом також виконуються в декілька етапів:

1. Приблизно розраховуються пропорції, у яких вартість нерухомості поділяється на вартість земельної ділянки та вартість будівель і споруд. Традиційно для цього використовуються дані про нормативні ціни землі та ціни на будівельні роботи.

2. Визначається середньозважений коефіцієнт капіталізації – коефіцієнт, який використовується для капіталізації всього чистого операційного доходу. Він розраховується, виходячи зі структури вартості об'єкта, тобто розподілу на вартість землі та вартість будівель і споруд, за формулою

$$K_{\text{капср}} = K_{\text{буд}} * d_{\text{буд}} + K_{\text{з}} * d_{\text{з}}, \quad (16)$$

де $K_{\text{капср}}$, $K_{\text{буд}}$, $K_{\text{з}}$ - коефіцієнти капіталізації середньозважений, будівель, землі відповідно

$d_{\text{буд}}$, $d_{\text{з}}$ - частка будівель, споруд і земельної ділянки відповідно до загальної вартості.

3. Визначається вартість усього нерухомого майна методом капіталізації доходу:

$$V_{\text{нм}} = \text{ЧОД} / K_{\text{капср}}, \quad (17)$$

де $V_{\text{нм}}$ - вартість усього нерухомого майна.

4. Вартість земельної ділянки ($V_{\text{з}}$) розраховується за допомогою коефіцієнта:

$$V_{\text{з}} = V_{\text{нм}} * d_{\text{з}}. \quad (18)$$

Метод порівняння продаж

Порівняльний метод використовується за умови розвинутого й активного ринку землі, коли достовірна інформація про продажі земельних ділянок є доступною. Він базується на принципі заміщення: раціональний покупець не сплатить за земельну ділянку більше, ніж йому коштуватиме аналогічна інша ділянка з подібними корисними властивостями.

В основі ринкового підходу лежить метод прямого порівняльного аналізу продаж, що мали місце протягом останніх 3 – 6 місяців. Для кожної однорідної групи ділянок на підставі ряду фактичних продажів визначається середня чи типова вартість одиниці порівняння. Середнє значення визначається шляхом розрахунку медіани (середина ранжированого ряду) чи середньої ціни продаж за одиницю порівняння. Цей спосіб застосовується у випадках, коли ділянки сильно схожі за іншими параметрами.

Порівняльний метод передбачає: 1. Виявлення фактичного продажу ділянок на відповідальному ринку чи його сегментах. 2. Перевірку інформації про характер угоди: чи не були дії вимушеними й всі сторони діяли свідомо та раціонально. 3. Вибір одиниці порівняння. Як одиниці порівняння залежно від характеру використання земельної ділянки можуть застосовуватися ціни за квадратний метр ділянки, за погонний метр її фронтальної межі, за одиницю щільності, за квадратний чи кубічний метр розташованої на ділянці будівлі або споруди. Як така може виступати також одиниця покращень, що приносить прибуток – квартира, місце в гаражі, на стадіоні, місце паркування та ін. 4. Унесення виправлень із урахуванням відмінностей між ділянками, що оцінюються, та ділянками, що з нею порівнюються. Для цього застосовується таблиця коригувань, що враховує відхилення в ціні за такими елементами порівнянь: 1) правове відношення до земельної ділянки; 2) умови продаж; - дата продажу; 3) місцезнаходження; 4) фізичні характеристики; 5) використання прилеглої території; 6) існуючі вимоги до забудови та використання земельної ділянки. 5. Визначення вартості земельної ділянки, що оцінюється.

Метод капіталізації

Метод капіталізації прибутку доцільний під час оцінки земельної ділянки, яка приносить прибуток, або від господарської діяльності, або від здачі ділянки в оренду без будівель і споруд. Вартість земельної власності за цим методом визначається як капіталізована вартість щорічного рентного доходу. Інакше кажучи, вартість ділянки відображає її спроможність приносити прибуток у

майбутньому. Перетворення щорічного прибутку від використання земельної ділянки в її поточну вартість здійснюється за допомогою норми капіталізації. Вона встановлюється такою, щоб забезпечити інвестору прийнятний рівень прибутку (віддачі) на вкладений капітал та його відшкодування (відтворення), і залежить від економічних умов, що склалися на момент оцінки. Існує декілька способів визначення норми капіталізації. Найпростішим шляхом є аналіз зібраних на ринку даних про співвідношення орендної плати до ціни земельних ділянок. Проте його застосування можливе лише за умови розвинутого ринку землі та її оренди. Найчастіше норма капіталізації визначається в такий спосіб, як ставки позичкового відсотка, що отримують інвестори на розміщення капіталу з тим же ступенем ризику, шляхом додавання: 1) безризикової процентної ставки; 2) додаткового відсотка на ризик, пов'язаний з інвестиційними вкладаннями в країні; 3) додаткового відсотка та інвестиційний менеджмент; 4) додаткового відсотка за низьку ліквідність. До наведеної кумулятивної моделі визначення норми капіталізації може бути додана ще одна складова – виправлення на динаміку вартості ділянки.

Метод розбиття земельної ділянки під час визначення вартості

Використовується, коли необхідно визначити вартість ділянки, придатної для розбиття на окремі індивідуальні ділянки та припускає певну послідовність дій:

1. Визначення розмірів і кількості індивідуальних ділянок. Часто розбиття земельних ділянок здійснюється, виходячи з економічних можливостей потенційних інвесторів. Розміри індивідуальних земельних ділянок звичайно складають від 6 до 30 соток. Найбільшим попитом на ринку користуються земельні ділянки розміром 15 соток.

2. Розрахунок вартості освоєних ділянок методом зіставних продажів. Освоєними називаються земельні ділянки, до яких проведені підземні інженерні комунікації, дороги, електрика, газ, а також із житловими будинками, збудованими за індивідуальними проектами.

3. Розрахунок витрат на освоєння ділянок та їх продаж. Витрати містять витрати з розчищення, планування та розмітки ділянки, будівництва під'їзних доріг, інженерних комунікацій, підведенню електрики і газу, а також невикладні витрати за змістом управлінського персоналу, охорони та ін.

4. Визначення величини грошового потоку відніманням витрат на освоєння ділянок від величини загальної виручки від продажів цих ділянок. Ставка дисконту відображає існуюче положення на цьому ринку освоєних земельних ділянок і має бути досить високою, оскільки процес освоєння та продажу ділянок пов'язаний із значними ризиками.

5. Дисконтування грошового потоку з урахуванням часу освоєння і продаж всіх індивідуальних земельних ділянок.

Питання для самоконтролю

1. Назвіть види земельних податків.
2. Які форми власності на землю існують в Україні?
3. Як реалізується під час оцінки принцип найкращого та найбільш ефективного використання землі?
4. У чому суть залишкового підходу під час оцінки землі?
5. У чому суть методу середньозваженого коефіцієнту капіталізації?
6. У чому суть методу порівняння продаж?
7. У чому суть методу капіталізації?
8. У чому суть методу розбиття земельної ділянки під час визначення вартості?

Тема 9 ОЦІНКА ВАРТОСТІ ОБ'ЄКТІВ НЕРУХОМОСТІ

9.1 Сутність категорії «нерухомість».

9.2 Характеристика основних об'єктів нерухомості.

9.3 Методи оцінки об'єктів нерухомості.

9.1 Сутність категорії «нерухомість»

Із теоретичної точки зору під об'єктом нерухомості мається на увазі земельна ділянка з усім нерухомим майном, яке є над нею і під нею. Тобто об'єкт нерухомості можна визначати як конус, що бере початок у центрі землі та закінчується в безповітряному просторі. Таке тлумачення на теоретичному рівні можна розглядати як всеосяжне визначення об'єкта нерухомості. Між іншим, у кожній країні існують свої правові особливості цього поняття.

У законодавстві України (Цивільному Кодексі України) подається таке визначення нерухомості: **нерухоме майно (нерухомість) – земельні ділянки, а також об'єкти, розташовані на земельній ділянці, переміщення яких є неможливим без їх знецінення та зміни їх призначення** (ст. 181). Отже, головною особливістю нерухомості є її нерозривний зв'язок із земельною ділянкою. Поза зв'язком із земельними ділянками нерухомі об'єкти (наприклад, дерева, вирощені у спеціальних розсадниках чи будинки, призначені під знос) втрачають звичайне призначення.

Разом із тим, Цивільний кодекс України відносить до нерухомості й об'єкти, які за своєю фізичною природою є рухомими, але права на які підлягають державній реєстрації: повітряні й морські судна, судна внутрішнього плавання, космічні об'єкти. Юридичне визначення зазначеного майна як нерухомого зумовлене тим, що воно дороге коштує й потребує особливого порядку реєстрації, передбаченого для нерухомого майна. Звернемо увагу й на те, що згідно з Цивільним кодексом України до складу поняття «нерухоме майно» входить підприємство як єдиний майновий комплекс, до

якого належать усі види майна, призначені для його діяльності, включаючи земельні ділянки, будівлі, споруди, устаткування, інвентар, сировину, продукцію, права вимоги, борги, а також право на торговельну марку та інші права, якщо інше не встановлено договором або законом. У зв'язку з цим саме поняття «нерухомість» розширюється нерухомістю вже вважається не окремий об'єкт, а цілісна система об'єктів та відносин.

9.2 Характеристика основних об'єктів нерухомості

Основними об'єктами нерухомості є земельна ділянка та земельні поліпшення.

Земельна ділянка – частина земної поверхні з установленими межами, певним місцем розташування, визначеними для неї правами. Під час оцінки земельна ділянка розглядається як частина земної поверхні або простір над та під нею висотою і глибиною, що необхідні для здійснення земельних поліпшень.

Земельне поліпшення – результати будь-яких заходів, що призводять до зміни якісних характеристик земельної ділянки та її вартості. До земельних покращень належать матеріальні об'єкти, розташовані в межах земельної ділянки, переміщення яких є неможливим без знецінення цих об'єктів та зміни їх призначення, а також результати господарської діяльності або проведення певного виду робіт, що спричинили зміну рельєфу, умов освоєння земельної ділянки. Земельними поліпшеннями є будинки (житлові та нежитлові), споруди, передавальні пристрої та багаторічні насадження.

Будинки – це земельні поліпшення, в яких розташовані приміщення для перебування людини, розміщення рухомого майна, збереження матеріальних цінностей, здійснення виробництва тощо. Як основні конструктивні елементи будинки мають стіни й дах.

Споруди – це інженерно-будівельні об'єкти, призначені для створення й виконання спеціальних технічних функцій (наприклад, дамби, шахти, тунелі, дороги, греблі, мости) або для обслуговування населення (стадіони, басейни).

Передавальні пристрої створені для виконання спеціальних функцій із передачі енергії, речовини, сигналу, інформації будь-якого походження та виду на відстань (наприклад, лінії електропередачі, трубопроводи, водопроводи, теплові та газові мережі, лінії зв'язку тощо).

Багаторічні насадження – види штучних багаторічних насаджень незалежно від віку: плодово-ягідні, захисні, декоративні, озеленювальні насадження всіх видів; штучні насадження ботанічних садів, науково-дослідних організацій.

9.3 Методи оцінки об'єктів нерухомості

Метод порівняльної одиниці виміру (метод питомої вартості) полягає у множенні скоректованої вартості обраної для розрахунку одиниці виміру об'єкта на кількість одиниць оцінюваної нерухомості. При цьому одиницею виміру можуть бути квадратний, кубічний, погонний метр та інше. Це найбільш простий метод розрахунку. Проте достатньо важко визначити величину вартості вибраної одиниці виміру аналогічного об'єкта чи питомої ваги аналогічного об'єкта. Ці дані можна отримати в державних органах і організаціях, що займаються розробкою питомих показників вартості на споживчу одиницю будівельної продукції комерційних об'єктів нерухомості.

Поелементний метод розрахунку вартості полягає у визначенні питомої вартості одиниці виміру об'єкта, комерційної нерухомості, а також всього об'єкта виходячи із поелементних затрат (витрати на фундамент, стіни, підлогу тощо).

Кошторисний метод розрахунку вартості будов полягає у складанні об'єктних зведених кошторисів будівництва оцінюваних об'єктів так, як ніби

вони будуються знову. Це найбільш складний метод розрахунку відновної вартості нерухомості.

Індексний метод – це метод визначення відновної вартості оцінюваних складських, офісних, торговельних приміщень через множення його балансової вартості на відповідний індекс, які встановлюються за групами основних фондів органами державної влади.

В основу методу порівняльного аналізу продаж покладений аналіз і обробка ринкових даних. Він використовує інформацію про недавній продаж конкурентоздатних об'єктів для здійснення логічного висновку відносно вартості оцінюваної власності. Вартість об'єкта комерційної нерухомості за цим методом дорівнює середньозваженій ціні аналогічного об'єкта з урахуванням поправок, що враховують його відмінність від оцінюваного об'єкта. Для цього слід зібрати велику кількість докладної та достовірної інформації про зіставлені однорідні об'єкти.

Питання для самоконтролю

1. Як законодавство України визначає нерухоме майно?
2. Які основні об'єкти нерухомості?
3. Перелічіть основні методи оцінки нерухомості. Дайте характеристику кожного з них.

Тема 10 ОЦІНКА ВАРТОСТІ НЕМАТЕРІАЛЬНИХ АКТИВІВ

10.1 Характеристика нематеріальних активів

10.2 Особливості оцінки нематеріальних активів, сфера її застосування

10.3 Методи оцінки нематеріальних активів

10.1 Характеристика нематеріальних активів

Для успішного введення нематеріальних активів в економічний оборот підприємства та їх оцінки будь-який учасник цих дій зобов'язаний знати й розуміти сутнісні характеристики кожного об'єкта нематеріальних активів, їхні особливі властивості, а також у супутні патентно-правові документи.

Авторські свідоцтва – це правовий документ щодо винахідництва. Видача авторських свідоцтв була передбачена законодавством низки країн у системі СІВБА. Вимоги до винаходу у випадку одержання на нього авторського свідоцтва були ті ж, що й під час одержання патенту. Різниця полягала в тому, що винахід через розкрадання патентів міг використовуватися тільки патентовласниками, а у випадку захисту його авторським свідоцтвом виключне право на його використання мала держава. Положення самого винахідника було однаковим: у будь-якому випадку захисту його винаходу (патент чи авторське свідоцтво) закон передбачав справедливу винагороду авторові з боку організації, що використовувала цей винахід. Нині в державах, що утворилися на території колишнього СРСР, відповідно до нового законодавства винаходи охороняються тільки на основі патентів.

Авторське право («копірайт») поширюється на добутки науки, літератури, мистецтва, що є результатом творчої діяльності, незалежно від призначення й переваг, а також способу його вираження. Об'єктом авторського права є: літературні та літературно-художні твори (книги, брошури й інші письмові добутки), наукові, науково-технічні, у тому числі топологія інтегральних мікросхем, навчальні та публіцистичні добутки, програми для

ЕОМ, бази даних, мови, лекції, доповіді та ін.; драматичні й музично-драматичні твори, музичні твори з текстом і без нього; хореографічні постанови та пантоміми; аудіовізуальна продукція (кіно-, теле-, відеофільми і програми, слайдфільми, діафільми й інша кіно- і телепродукція); твори живопису, скульптури, графіки, дизайну, графічні розповіді, комікси й інші твори образотворчого мистецтва; досягнення в області декоративно-прикладного і стенографічного мистецтва; досягнення архітектури, містобудування й садово-паркового мистецтва; географічні, геологічні й інші карти, ескізи, пластичні винаходи, що належать до географії, топографії тощо; інші форми творчої діяльності.

Ділова репутація фірми (гудвіл) – вартісна категорія, що представляє різницю між вартістю фірми як єдиного цілісного майнового-фінансового комплексу й вартістю всіх її активів. В українській практиці ціна «гудвілу» законодавчо визначена поки ще тільки для процесу приватизації шляхом аукціону. У цьому випадку цей вид нематеріальних активів розглядається як «різниця між покупною й оцінною вартістю майна». Проте загальноприйнятої методики оцінки гудвілу поки немає. Ділова репутація підприємства (фірми) складається роками. Факторами, що визначають її, є: ефективність діяльності, висока кредитоспроможність, першокласні кадри, культура обслуговування, порядність керівництва. Фактична величина гудвілу є порівняння ринкової вартості матеріальних і нематеріальних активів із контрактною ціною на підприємство, що здобувається. Якщо контрактна ціна перевищує ринкову вартість всіх активів, виникає гудвіл позитивний. І навпаки, якщо контрактна ціна нижче ринкової вартості всіх активів, виникає «гудвіл негативний».

Винахід – нове технічне рішення, якому притаманні істотні відмінності, що дають позитивний ефект. Об'єктами винаходу є: пристрій; спосіб; речовина; штам мікроорганізму; культури кліток рослин і тварин; застосування раніше відомих пристроїв, способу, речовини, штаму за новим призначенням.

Ліцензія – правовий документ, що дає:

1) дозвіл на використання іншими фізичними чи юридичними особами винаходів, технологій, технічних знань, виробничого досвіду тощо;

2) дозвіл, виданий державними органами на здійснення якої-небудь господарської діяльності.

Ліцензія є формою контролю з боку держави за зовнішньоторговельною діяльністю організацій (фірм), раціональним використанням експортних ресурсів і збалансованістю імпорту.

Наукове відкриття – визнання явищ чи властивостей законів матеріального світу, що дотепер не були пізнані й не допускали перевірки. Згідно із Женевським договором про міжнародну реєстрацію наукових відкриттів (1978 р.), об'єктом відкриття визнається невідома раніше властивість чи закономірність матеріального світу.

Ноу-хау – цілком чи частково конфіденційні знання технічного, організаційно-адміністративного, фінансового, економічного, управлінського характеру, що не є загальновідомими й практично застосовувані у виробничій і господарській діяльності. До ноу-хау належать знання й досвід, що не мають правової охорони, у тому числі: звіти про НДДКР; науково-технічна, дослідно-конструкторська й технологічна документація; способи та прийоми, без знання яких неможливо випустити продукцію, включаючи її проектування, розрахунки, будівництво й виготовлення об'єктів чи виробів; знання й досвід адміністративного, фінансового, економічного характеру; склади чи рецепти матеріалів, речовин, сплавів, штамів; методи і способи лікування захворювань, пошуку й видобутку корисних копалин; звіти про патентні дослідження, що містять аналіз тенденцій розвитку й обґрунтування перспективних напрямів, аналіз технічного рівня, аналіз патентно-ліцензійної діяльності ведучих фірм, а також побудова інформаційно-математичної моделі перспективного об'єкта техніки з розрахунком ТЭО й перспективного технічного рівня; маркетингові дослідження; соціально-економічні концепції; соціально-економічні прогнози та інше.

10.2 Особливості оцінки нематеріальних активів, сфера її застосування

Практичне використання нематеріальних активів в економічному обороті підприємств є за суттю процесом комерціалізації інноваційної сфери, що умовно можна звести до таких стадій.

Перша стадія – це грамотна класифікація об'єктів інтелектуальної власності, на базі якої повинна формуватися попередня оцінка їхньої ринкової вартості. Проте на сьогодні підприємства або її не виконують, або роблять це по-дилетантські. Тому необхідна професійна розробка базових методологічних і методичних рекомендацій.

Друга стадія – це включення вартості об'єктів нематеріальних активів до складу майна підприємств за бухгалтерським рахунком 04 «Нематеріальні активи». Відповідно до законодавства України ці засоби підлягають амортизації: щомісяця відносяться на собівартість продукції (робіт, послуг) за нормами, що розраховує підприємство (фірма), виходячи з їхньої первісної вартості й терміну їхнього корисного використання, але не більш терміну діяльності самого підприємства (фірми), потім реалізуються й осідають на розрахунковому рахунку підприємства. Надалі ці кошти використовуються винятково на розвиток цього виробництва, на винагороду авторам розробок (а також учасникам, що сприяли створенню чи використанню цих розробок), і тому не повинні обкладатися податками.

Третя стадія – комерціалізації нематеріальних активів. Вона полягає в активному виході підприємств на ринок науково-технічної продукції, в умінні знайти свого покупця, опанувати мистецтвом підприємця, тобто самому шукати замовника (споживача) для своєї ідеї чи розробки.

Потреба в оцінці нематеріальних активів підприємства виникає в таких випадках:

– купівлі-продажу частки (внеску) у статутному капіталі товариства чи товариства з обмеженою відповідальністю;

– продажу підприємства цілком чи на аукціоні за конкурсом, що здійснюється під час процедури банкрутства чи приватизації державного підприємства;

– передача всього підприємства в оренду. Оцінка вартості важлива для призначення орендної плати й здійснення наступного викупу орендарем (якщо це передбачено договором оренди);

– реорганізації (злиття, поділ, поглинання та ін.) і ліквідації підприємства, що проводиться як за рішенням власників підприємства, так і за рішенням господарського суду у разі банкрутства підприємства;

– здійснення інвестиційного проекту розвитку підприємства, коли для його обґрунтування необхідно знати вихідну вартість майна. Зокрема, така проблема виникає перед інвестором під час проведення санації неспроможного підприємства;

– одержання кредиту під заставу всього майна підприємства (іпотека).

Оцінка вартості фірмового товарного знаку чи інших засобів індивідуалізації підприємства і його продукції (послуг) *необхідна*:

– при їхньому перекупуванні, придбанні іншою фірмою;

– під час надання франшизи новим компаньйонам, коли розширюється ринок збуту й збільшується обсяг продажу;

– під час визначення збитку, нанесеного діловій репутації підприємства незаконними діями з боку інших підприємств;

– у разі використання їх як внеску у статутний капітал створюваного товариства;

– під час визначення вартості нематеріальних активів, «гудвілу», для загальної оцінки вартості підприємства.

Таким чином, обґрунтованість і вірогідність оцінки вартості нематеріальних активів переважно залежить від того, наскільки правильно визначена сфера використання оцінки: купівля-продаж, одержання кредиту, страхування, оподаткування тощо.

10.3 Методи оцінки нематеріальних активів

Для визначення вартості окремих об'єктів інтелектуальної власності та нематеріальних активів у цілому так само, як і в процесі оцінки іншого майна підприємства, відповідно до міжнародних стандартів оцінки використовують три основні підходи: витратний, прибутковий (дохідний), ринковий. У межах кожного з цих підходів, у свою чергу, можна виділити кілька конкретних методів оцінки вартості нематеріальних активів.

Дуже поширеним на практиці є витратний підхід, який полягає у розрахунку витрат на відтворення нематеріальних активів.

Відповідно до методу початкових витрат вартість нематеріальних активів визначається за бухгалтерською звітністю підприємства за кілька останніх років. При цьому увага приділяється величині таких витрат і термін створення активів. Реалізація методу початкових витрат передбачає такі кроки:

- 1) виявляються всі фактичні витрати, пов'язані зі створенням, придбанням або запровадженням об'єкта інтелектуальної власності;
- 2) витрати коригуються на величину індексу цін на день оцінки;
- 3) визначається нарахована величина амортизації об'єкта інтелектуальної власності;
- 4) вартість об'єкта інтелектуальної власності визначається як різниця між величиною витрат, що коригувалися, і нарахованою амортизацією.

Ідея методу вартості заміщення полягає в тому, що максимальна вартість певного нематеріального активу визначається мінімальною ціною, яку необхідно заплатити за придбання активу аналогічної корисності або аналогічної споживної вартості.

Найбільш прийнятним способом розрахунку вартості унікальних нематеріальних активів є метод відновної вартості. Відновна вартість активу визначається як сума витрат, необхідних для створення нової точної копії оцінюваного активу. Звичайно, розрахунки таких витрат мають ґрунтуватися на

сучасних цінах на сировину, матеріали, комплектуючі вироби та на середньо галузеву вартість робочої сили відповідної кваліфікації.

Прибутковий (дохідний) підхід передбачає, що економічна цінність конкретного активу на поточний момент обумовлена розміром доходів, які сподіваються отримати з цього активу в майбутньому. Інакше кажучи, вартість об'єкта може бути визначена як його здатність давати прибуток у майбутньому. Прибутковий підхід реалізується за допомогою методів: капіталізації прибутків, дисконтування майбутніх грошових прибутків, залишкових прибутків.

Процедура оцінки вартості нематеріального активу *за методом капіталізації прибутків* складається з таких етапів:

- 1) виявлення джерел і розмірів чистого прибутку, що його дає відповідний актив;
- 2) визначення ставки капіталізації чистого прибутку;
- 3) розрахунок вартості активу діленням чистого прибутку на ставку капіталізації.

Реалізація *методу дисконтування майбутніх грошових потоків* передбачає:

- 1) оцінку майбутніх грошових потоків, що становлять чистий прибуток від використання об'єкта інтелектуальної власності та величину амортизації цього об'єкта;
- 2) визначення ставки дисконтування;
- 3) розрахунки сумарної поточної вартості майбутніх прибутків;
- 4) додавання до отриманого результату вартості об'єкта інтелектуальної власності, приведеної до поточного періоду.

Ринковий підхід до оцінки вартості нематеріальних активів реалізується за допомогою методу порівняльного аналізу продажу та методу звільнення від роялті.

Метод порівняльного аналізу продажу передбачає порівняння об'єкта інтелектуальної власності, що оцінюється, з вартістю аналогічних об'єктів, які

були реалізовані на ринку. За використання методу порівняльного аналізу продажу:

1) збирають інформацію стосовно угод з реалізації аналогічних об'єктів інтелектуальної власності;

2) визначають перелік показників, за якими порівнюють об'єкти інтелектуальної власності;

3) коригують фактичні ціни угод щодо об'єктів інтелектуальної власності з урахуванням значень показників порівняння;

4) визначають вартість об'єкта інтелектуальної власності, що оцінюється, на підставі скоригованих фактичних даних за реальними угодами.

Питання для самоконтролю

1. Перерахуйте основні класифікаційні групи нематеріальних активів.

2. Що таке гудвіл? Назвіть методи його оцінки.

3. Які особливості використання витратного методу під час оцінки нематеріальних активів?

4. Охарактеризуйте сутність дохідного підходу під час оцінки винаходу.

Які методичні підходи використовуються для оцінки роялті?

5. Що таке винахід?

6. Що таке авторське свідоцтво?

7. Що таке авторське право?

8. Що таке ноу-хау?

9. Що таке ліцензія?

10. Що таке наукове відкриття?

Тема 11 ОЦІНКА ВАРТОСТІ ОБОРОТНИХ АКТИВІВ ПІДПРИЄМСТВА

11.1 Етапи здійснення ліквідаційних процедур під час банкрутства.

11.2 Принципи й методи оцінки ліквідаційної вартості.

11.3 Особливості оцінки вартості цілого майнового комплексу в умовах банкрутства підприємства.

11.1 Етапи здійснення ліквідаційних процедур при банкрутстві

Сутність банкрутства визначає Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом». Закон дає таке визначення банкрутства: **банкрутство** – це визнана господарським судом неспроможність боржника відновити свою платоспроможність та задовольнити визнані судом вимоги кредиторів не інакше, як через застосування ліквідаційної процедури.

Суб'єктами банкрутства можуть бути лише зареєстровані у встановленому порядку як суб'єкти підприємницької діяльності юридичні особи, зокрема державні підприємства, підприємства із часток державної власності в статутному фонді. Не можуть бути суб'єктами банкрутства відособлені підрозділи юридичних осіб (філії, представництва, відділення).

Процес здійснення ліквідаційних процедур при банкрутстві включає:

1. Оцінку майна підприємства-банкрута. Така оцінка проводиться на основі повної інвентаризації майна підприємства. Майно підприємства-банкрута підлягає реалізації з метою задоволення вимог кредиторів.

2. Визначення ліквідаційної маси. Основу для формування ліквідаційної маси становлять майнові активи (майно й майнові права).

3. Вибір найбільш ефективних форм продажу майна.

4. Забезпечення задоволення претензій кредиторів.

5. Розробка ліквідаційного балансу ліквідаційною комісією після повного задоволення всіх вимог кредиторів і подача його в арбітражний суд.

Якщо за результатами ліквідаційного балансу не залишалося майна після задоволення вимог кредиторів, арбітражний суд виносить постанови про ліквідацію юридичної особи-банкрута. Якщо ж у підприємства-банкрута достатньо майна для задоволення всіх вимог кредиторів (достатньо із позиції законодавства для його функціонування в даній організаційно-правовій формі), воно вважається вільним від боргів і може продовжити свою підприємницьку діяльність.

11.2 Принципи й методи оцінки ліквідаційної вартості

Величезне значення має правильна оцінка ліквідаційної вартості компанії. При цьому вона має низку особливостей, що обумовлені характером самої надзвичайної ситуації.

Оцінка ліквідаційної вартості підприємства проводиться в таких випадках, коли:

- компанія знаходиться в стані банкрутства чи є вагомими сумніви відносно її спроможності залишатися діючим підприємством;
- вартість підприємства під час ліквідації може бути більшою, ніж у разі продовження діяльності.

Таким чином, менеджер зобов'язаний установити ліквідаційну вартість проти вартості функціонуючого підприємства. Якщо компанія коштує дорожче, коли функціонує, тоді відповіддю буде реорганізація компанії, яку повинен проводити менеджер. Щоб визначити вартість реорганізованої компанії, менеджер повинен визначити майбутні доходи (вартість діючого підприємства – поточна вартість майбутніх доходів).

Оцінка ліквідаційної вартості належить до активних видів оцінки, тому що на основі її результатів приймаються рішення, що істотно впливають на об'єкт, який оцінюється. Разом із тим мають місце проблеми її визначення, і навіть різне трактування змісту поняття ліквідаційної вартості стосовно до ситуації банкрутства підприємств.

Ліквідаційна вартість у разі банкрутства підприємства – чиста грошова сума, яку кредитори підприємства можуть одержати за його ліквідації.

Підприємство – це майновий комплекс, що включає окремі підрозділи, об'єднані в деякий технологічний ланцюжок. Одним із завдань фінансового менеджменту є оптимізація структури підприємства. Але на більшості українських підприємств це завдання не виконувалося на належному рівні.

У структурі підприємства, звичайно, є об'єкти нерухомості, які не беруть участі у виробничому процесі, а перебувають у стані незавершеного будівництва декілька років або взагалі зруйновані, але в той же час є на балансі. Таке положення ускладнює визначення найбільш доцільного варіанта продажу.

Майновий комплекс підприємства був носієм певного бізнесу. Саме з погляду потреб нового потенційного бізнесу, що може бути організований на основі ліквідованого майнового комплексу, варто визначати склад лотів. При цьому варто керуватися такими принципами формування лота:

- економічною доцільністю;
- максимальною вартістю;
- функціональною замкнутістю;
- юридичною обґрунтованістю;
- раціональним розміщенням.

Принцип економічної доцільності вимагає компонування лота з метою досягнення максимальної корисності для потенційного покупця. Під покупцями маються на увазі інвестори, які добре знайомі з усіма особливостями об'єктів продажу, мають досвід організації й ведення підприємницької діяльності й інформовані про платоспроможний попит, фінансовий стан й умови відповідного сегмента ринку або території. Іншими словами, ринкова вартість сформованого лота повинна бути вище суми залишкової вартості активів, що утворюють лот, за балансом.

Принцип максимальної вартості полягає в необхідності такого компонування лота, щоб його вартість була максимальною. Лот повинен

компонуватися, виходячи з можливостей щонайкращого використання майна, що входить до його складу.

Принцип функціональної замкнутості означає об'єднання в лот активів підприємства, що дозволяє їх раціонально спільно використовувати в рамках загальної виробничої технології. Найкращим варіантом є повне функціональне забезпечення певної або найбільш розумної технології. Наприклад, цех основного виробництва поєднується з необхідною кількістю складських приміщень, під'їзними дорогами, системами забезпечення електро- або іншою енергією.

Принцип юридичної обґрунтованості припускає формування лота, реалізація якого не призведе до обмеження прав як покупця, так і продавця.

Принцип раціонального розміщення вимагає формування лотів, що забезпечують незалежне ефективне функціонування об'єктів, максимізує їхню вартість і розширює спектр альтернативних напрямів їхнього потенційного використання. Цей принцип повинен бути врахований після функціонального аналізу складу об'єктів нерухомості, їхнього взаємного розташування, мережі інженерних комунікацій, особливостей забудови зовнішнього середовища.

Для оцінки підприємства як товару в закордонній практиці одночасно використовують три основних методи: відтворювальний, або метод нагромадження активів; метод порівняльного оцінювання аналогічних підприємств і метод дисконтування грошових надходжень.

Перший метод заснований на визначенні вартості всіх активів підприємства (матеріальних і нематеріальних) за відрахуванням зобов'язань, тобто в цьому випадку ринкову ціну підприємства буде визначати ринкова вартість його власного капіталу.

Другий заснований на порівнянні вартості вже проданих оцінених раніше підприємств зазначеної галузі з аналогічним ступенем фінансової стабільності.

Третій метод припускає встановлення прогнозного рівня прибутковості майна й ставки дисконту.

У результаті комплексного використання цих трьох методів визначається середньозважена вартість оцінюваного підприємства, що і буде дорівнювати його ринковій ціні.

11.3 Особливості оцінки вартості цілого майнового комплексу в умовах банкрутства підприємства

У випадку реалізації збанкрутілого підприємства не вроздріб, а як єдиного комплексу, виникає складна проблема – оцінити вартість підприємства як цілого майнового комплексу. Така оцінка вимагає декілька інших підходів, ніж оцінка окремих об'єктів активів підприємства.

Цілісний майновий комплекс (ЦМК) – господарський об'єкт із завершеним циклом виробництва продукції (робіт, послуг). Цілісними майновими комплексами можуть бути структурні підрозділи підприємства (цехи, виробництва, дільниці), які виділяються в установленому порядку в самостійні об'єкти приватизації зі складанням роздільного балансу.

Вартість цілісного майнового комплексу не дорівнює арифметичній сумі окремих майнових об'єктів виробництва.

Вітчизняне законодавство у випадку цілісного майнового комплексу передбачає всі три методи оцінки: балансової, ринкової й капіталізованої вартості.

Відповідно до методики оцінки майна шляхом капіталізації рекомендовано для всіх випадків оцінки майна вартість цілісного майнового комплексу визначати за методом відтворювальної вартості:

$$В_{цмк} = Оз + На + В_{кі} + У_{ні} + В_{дв} + (Зз + \Phi_a - Кр), \quad (19)$$

де $В_{цмк}$ – вартість цілісного майнового комплексу;

$Оз$ – залишкова вартість основних засобів з урахуванням індексації їх балансової вартості станом на 1 квітня 1996 року;

$На$ – залишкова вартість нематеріальних активів, відображених у балансі;

Вкі – відновна вартість незавершених капітальних вкладень;

Уні – відновна вартість устаткування (невстановленого);

Вдв – довгострокові фінансові вкладення;

Зз – запаси і затрати, які включаються у валюту балансу;

Фа – фінансові активи (інші позаоборотні активи, грошові кошти, розрахунки та інші активи);

Кр – кредиторська заборгованість (довгострокові пасиви, розрахунки та інші пасиви, резерви майбутніх витрат і платежів).

Питання для самоконтролю

1. Дайте визначення поняттю «банкрутство».
2. Перелічіть етапи ліквідаційних процедур під час банкрутства.
3. Назвіть випадки, коли проводиться оцінка ліквідаційної вартості підприємства.
4. Дайте визначення поняттю «цілісний майновий комплекс».

СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Земельний кодекс України від 25.10.2001 № 2768-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 3–4. – Ст. 27.
2. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України від 12.07.2001 року № 2658-14 // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 47. – Ст. 251.
3. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом : Закон України від 14.05.1992р. № 2343-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 31. – Ст. 440.
4. Методика оцінки вартості майна під час приватизації від 22. 07. 1998 р. № 1114. // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 46. – Ст. 231.
5. Методика оцінки майна від 10 грудня 2003 р. № 1891 // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 40. – Ст. 151.
6. Постанова Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 р. № 1440 «Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав». – Київ : 2003.
7. Постанова Кабінету Міністрів України від 28.10.2004 р. № 1442 «Про затвердження Національного стандарту № 2 «Оцінка нерухомого майна». – Київ : 2004.
8. Постанова Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 р. № 1655 «Про затвердження Національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». – Київ : 2006.
9. Порядок проведення експертної грошової оцінки земельних ділянок, затверджений наказом Держкомзему України №2 від 09.01.2003.
10. Момот Т. В. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології / Т. В. Момот. – Харків : Фактор, 2007. – 224 с.

Навчальне видання

ЗУБЕНКО Анна Володимирівна

ОЦІНКА БІЗНЕСУ ТА ОБ'ЄКТІВ НЕРУХОМОСТІ

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ

*(для студентів денної і заочної форм навчання освітнього рівня «бакалавр»
за спеціальністю 071 – Облік і оподаткування)*

Відповідальний за випуск *Г. І. Кізілов*

Редактор *О. В. Щегельська*

Комп'ютерне верстання *Є. Г. Панова*

План 2017, поз. 191 П

Підп. до друку 23.04.2018. Формат 60 x 84/16
Друк на ризографі. Ум. друк. арк. 3,7
Тираж 50 пр. Зам. №

Видавець і виготовлювач:
Харківський національний університет
міського господарства імені О. М. Бекетова,
вул. Маршала Бажанова, 17, Харків, 61002.
Електронна адреса: rectorat@kname.edu.ua.
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи:
ДК № 5328 від 11.04.2017.