

Тернопільський національний економічний університет

Факультет обліку і аудиту

Кафедра аудиту, ревізії та аналізу

КУРСОВА РОБОТА

на тему:

**Експертне оцінювання вартості підприємства як цілісного
майнового комплексу**

Виконала: студентка групи ОЕЕМ-11

Сидор С.А.

Перевірила: к.е.н., доц. Хаблюк О.А.

Тернопіль - 2017

ЗМІСТ

ВСТУП	3
1. Особливості оцінювання підприємства як цілісного майнового комплексу	5
2. Загальна характеристика підходів оцінювання вартості підприємства	16
3. Методи дохідного підходу в оцінювання вартості підприємства	23
4. Методи ринкового та витратного підходів до оцінки вартості підприємства	31
ВИСНОВКИ	37
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	39

ВСТУП

Сучасне підприємство має двоїсту природу. З одної сторони його можна розглядати як суб'єкта, тобто учасника ринкових відносин, який може здійснювати функції купівлі-продажу. З іншої сторони, підприємство – це об'єкт ринкових відносин, що має вартість і, в будь-який момент часу, може бути проданим. Цей факт дозволяє розглядати його як товар, а тому виникає необхідність оцінювання його вартості. Вартість підприємства є сукупною характеристикою фінансових показників його діяльності, що слугує для забезпечення інтересів різних учасників сфери ринкових відносин.

Посилення уваги до процесів визначення вартості підприємства зумовлено застосуванням вартісно-орієнтованої концепції управління підприємством, а також розвитком страхового, кредитного, фондового ринків, активізацією інвестиційних процесів і т.п. Тому вартісне оцінювання підприємства стає важливим інструментом управління власністю. За таких умов актуалізується вивчення теоретичних і методичних аспектів оціночної діяльності.

Проблеми, пов'язані з оцінюванням вартості підприємства є об'єктом вивчення як вітчизняних, так і зарубіжних науковців. Протягом останніх років опубліковано ряд наукових робіт у яких дослідники аналізують особливості підходів до оцінювання вартості бізнесу, проводять їх порівняння. Серед них Круш П. В., Поліщук С. В., Момот Т. В., Костирко Р. А. Валдайцев С. В., Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. та багато інших.

В оціночній практиці застосовують різноманітні методи та різні підходи до оцінки вартості підприємств, але безсумнівно, кожен з них є специфічним та вимагає обґрунтування ефективної сфери застосування.

Метою курсової роботи є системний аналіз різних методичних підходів до оцінювання вартості підприємства із виокремленням їх негативних та позитивних сторін, а також аналіз та оцінка особливостей їх застосування в сучасних умовах господарювання.

Відповідно до поставленої мети у роботі поставлено і вирішено такі теоретичні та практичні завданнями :

- розглянути понятійний апарат теорії оціночної діяльності через визначення таких категорій як «цілісний майновий комплекс» і «майновий комплекс»;
- з'ясувати економічну сутність підприємства як об'єкта оцінки, принципи та фактори формування вартості;
- класифікувати цілі оцінки вартості підприємства в залежності від споживачів оціночних послуг;
- провести порівняльний аналіз існуючих підходів до оцінки вартості підприємства;
- дослідити та проаналізувати сучасні методичні підходи, методи та оціночні процедури до оцінки вартості підприємств;
- виявити переваги (плюси) і недоліки (мінуси) в існуючих підходах до розрахунку вартості підприємств;
- показати практичне застосування відповідних підходів на умовних прикладах.

Об'єктом дослідження є процес оцінки вартості підприємства.

Предметом дослідження є майновий, дохідний та ринковий підходи до оцінки вартості підприємства.

1. Особливості оцінювання підприємства як цілісного майнового комплексу

Чинне законодавство України достатньо по-різному трактує поняття цілісного майнового комплексу (ЦМК). Зокрема, в Національному стандарті №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» [23], під об'єктами оцінки у формі цілісного майнового комплексу розуміють об'єкти, сукупність активів яких дає змогу провадити певну господарську діяльність. Цілісними майновими комплексами є підприємства, а також їх структурні підрозділи (цехи, виробництва, дільниці тощо), які можуть бути виділені в установленому порядку в самостійні об'єкти з подальшим складанням відповідного балансу і можуть бути зареєстровані як самостійні суб'єкти господарської діяльності.

Відповідно до Положення про порядок віднесення майна до такого, що включається до складу цілісного майнового комплексу державного підприємства [25], цілісний майновий комплекс об'єктом, сукупність активів якого забезпечує провадження окремої діяльності, що визначає загальнодержавне значення підприємства, на постійній і регулярній основі. Цілісними майновими комплексами можуть бути структурні підрозділи, які в установленому порядку виділяються в самостійні об'єкти.

Разом з тим, відповідно до Господарського кодексу України (п. 3 ст. 66) цілісним майновим комплексом підприємства ідентифікується як нерухомість, яка може бути об'єктом купівлі-продажу та інших угод, на умовах і у порядку, визначених Господарським кодексом та законами, прийнятими відповідно до нього [2].

Таким чином, існує певна неугожденість і навіть плутанина у нормативно-правових актах щодо визначення даної дефіції. Але в цілому, ЦМК ототожнюється з підприємством (підрозділом підприємства), сукупність активів, тобто із «замкнутим» бізнесом.

За Національний стандарт №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» бізнес є певною господарською діяльністю, яка провадиться або

планується для провадження з використанням активів цілісного майнового комплексу[23].

Слід вказати, що такі поняття, як «майновий комплекс» і «цілісний майновий комплекс» інколи ототожнюють, що можна вважати помилкою. Для прикладу, якщо об'єктом оцінювання є нерухомість, яка містить рухоме майно, то ряд замовників будуть вважати такий об'єкт, власне, цілісним майновим комплексом. Однак, у цьому випадку мова йде про перелік певних об'єктів майна, який можна назвати просто майновим комплексом. Тоді як до ЦМК складається з сукупності активів, які забезпечують конкретну господарську діяльність підприємства. Відповідно до п. 29 Методики оцінки майна[11]. До складу таких активів входять:

- необоротні активи (основні засоби, нематеріальні активи, незавершене будівництво, довгострокові фінансові інвестиції, довгострокова дебіторська заборгованість, відстрочені податкові активи, інші необоротні активи);

- оборотні активи (запаси, векселі одержані, дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги, дебіторська заборгованість за розрахунками та інша поточна дебіторська заборгованість, поточні фінансові інвестиції, грошові кошти та їх еквіваленти, інші оборотні активи);

- витрати майбутніх періодів.

Необхідність оцінювання вартості підприємства пов'язана з тим, що воно може бути об'єктом купівлі-продажу під час приватизації, акціонування, застави чи страхування майна, зміни складу власників та ін. Крім того оцінювання вартості підприємства виникає на різних етапах антикризового управління, а саме:

- при прогнозуванні наслідків можливого банкрутства підприємства-боржника та розпродажу його активів;

- при експертних дослідження угод, пов'язаних з реалізації активів, що зумовило фіктивне чи умисне банкрутство;

- при оцінці вартості застави у процесі надання кредиту неплатоспроможному підприємству;

- при проведенні господарських операцій обміну на неподібні активи;
- при оцінювання можливостей та результативності реструктуризації підприємства;
- при ліквідації підприємства, злитті, поглинанні або виділенні самостійних підприємств з складу холдингу;
- при визначенні ціни купівлі або викупу акцій, їх конвертації, величини премії, яка виплачується акціонерам підприємства, що поглинається;
- при формуванні статутного капіталу підприємства, внесеного засновниками;
- при оцінці паю, частки здійснюється також у разі смерті одного із засновників або у разі його виходу зі складу засновників підприємства;
- коли підприємство продається як цілісний майновий комплекс;
- коли у процесі санації відбувається визначення часток інвесторів тощо.

У проведенні оцінних робіт зацікавлені різні сторони: власники бізнесу, управлінські структури підприємства, кредитні установи, страхові компанії, лізингові компанії, фондові біржі, інвестори, фіскальні органи. компанії, фондові біржі, інвестори, фіскальні органи. Перелік споживачів оціночних послуг та їх інформаційні потреби узагальнено в табл.1.

Незважаючи на існування особливостей оцінювання вартості в кожному з перерахованих випадків, її проведення ґрунтується на загальновизнаних концептуальних підходах теорії оцінки вартості підприємства, які відображені у національних стандартах оцінки та інші нормативно-правові акти, які розробляються з урахуванням положень (національних стандартів) і затверджуються Кабінетом Міністрів України або Фондом державного майна України [4 ;11;23;24; 25].

Оцінювання вартості підприємства базується на усвідомленні і баченні підприємства як товару, який володіє всіма необхідними для товару властивостями. А саме:

1. Підприємство, як і будь-який товар повинно бути корисним для покупця, тобто володіти споживчою вартістю. Корисність підприємства

відображається у його здатності до господарської діяльності, виробництва продукції, виконання робіт, надання послуг, одержання та використання доходів від застосування активів, які є у його розпорядженні. Величина корисності, а отже і споживча вартість, розраховується кожним покупцем зокрема, виходячи з його власних уявлень про можливу ефективність функціонування підприємства як товару.

Таблиця 1

Класифікація цілей оцінки вартості підприємства в залежності від
споживачів оціночних послуг

Споживчі оціночних послуг	Цілі оцінки
Менеджмент підприємства	Розроблення стратегії розвитку підприємства; підвищення ефективності управління підприємством; прийняття обґрунтованих управлінських рішень; забезпечення фінансової безпеки; здійсненні переоцінки активів; складання фінансової звітності при реструктуризації підприємства
Власник підприємства	Оцінювання ефективності роботи менеджерів; вибір варіанту розпорядження власністю (ліквідація підприємства, продаж його цілком, чи по частинах; злиття з іншими підприємствами; виокремлення самостійних підприємств з складу холдингу); визначення суми орендної плати у випадку здачі бізнесу в оренду; складання розподільчих балансів; визначення розміру доходу від впорядкованої ліквідації; внесення майна в статутний капітал підприємства; додаткова емісія акцій; встановлення частки співвласників
Кредитна установа	Перевірка фінансової кредитоспроможності позичальника і вартості застави при кредитуванні; визначення розміру позики, що видається під заставу
Страхова компанія	Визначення вартості активів застрахованих активів напередодні втрат, обчислення суми страхового внеску; визначення розміру страхових виплат
Орендар	Передача в оренду підприємства (оцінка вартості буде важлива найперше для визначення орендної плати й можливого викупу майна підприємства у випадку фінансової оренди)
Фондова біржа	Перевірка обґрунтованості котирувань різного роду цінних паперів; розрахунок характеристик кон'юнктури
Інвестор	Визначення доцільності інвестицій; визначення допустимої ціни купівлі підприємства; розрахунок вартості цінних паперів при купівлі-продажі акцій підприємств на фондовому ринку
Державні органи	Визначення бази оподаткування; підготовка підприємства до приватизації; здійснення процедури банкрутства; оцінка для судових цілей

2. Другою властивістю підприємства як товару, є мінова вартість, яка виступає, як безпосередня здатність товару в певних кількостях обмінюватися на інші товари. Тому в основу договірної ціни повинен бути покладений корисний ефект споживача, тобто дохід отриманих за рахунок використання функціонування підприємства.

3. Підприємство можна розглядати як інвестиційний товар, тобто віддача на інвестиції у його придбання очікується в майбутньому, що зумовлює існування ризику інвестування, бо умови і ефективність його функціонування носять вірогідний характер. З метою оцінити доцільність купівлі підприємства як товару необхідно дисконтувати його можливі майбутні доходи, враховуючи час їх отримання, інвестиційний ризик та прогнозний рівень інфляції.

4. Вартість підприємства як товару буде визначатися факторами, які мають внутрішній і зовнішній характер. Внутрішні фактори визначається іміджем і діловою репутацією підприємства, досвідом діяльності, наявністю налагоджених комерційних зв'язки, ефективністю господарювання (рівнем прибутковості, фінансової стійкості, ліквідності, значенням показників ділової активності та ін.). Зовнішні фактори визначаються стадіями життєвого циклу галузі та підприємства, сферою його діяльності, заходами державного регулювання підприємницької діяльності в країні, даній галузі, сфері діяльності, макроекономічною стабільністю у суспільстві в цілому, платоспроможністю потенційних покупців та ін.

5. Альтернативою купівлі підприємства є створення схожого до нього підприємства. Це вимагає здійснення його реєстрації як юридичної особи, формування статутного капіталу, за необхідності залучення інших джерел фінансування, придбання товарно-матеріальних цінностей, які відповідають за обсягом, складом та структурою активам підприємства-товару, формування інтелектуального капіталу, одержання потрібних дозволів та ліцензій, набуття комерційного і виробничого досвіду та ін. Тому, витрати, пов'язані зі створенням підприємства-аналога не обмежуються лише сумою коштів, які потрібні для придбання аналогічних активів за вартістю, рівнем зносу та

іншими якісними характеристиками. Створення підприємства, аналогічного до об'єкта оцінювання вимагає певного часу та додаткових витрат (трудових, фінансових, організаційних), розмір яких можна оцінити експертно.

Оцінка вартості підприємства може використовуватися у двох аспектах: як оцінка його вартості як цілісного майнового комплексу і як оцінка бізнесу, як конкретної діяльності, що організована в рамках певної організаційно-правової форми господарювання.

Відповідно до Національного стандарту з оцінки майна 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» – цілісними майновими комплексами є підприємства, а також їх структурні підрозділи (цехи, виробництва, ділянки тощо), які можуть бути виділені в установленому порядку в самостійні об'єкти з подальшим складанням відповідного балансу і можуть бути зареєстровані як самостійні суб'єкти господарської діяльності [24].

Оцінювання бізнесу діючого підприємства певною мірою відмінне від оцінювання підприємства як цілісного майнового комплексу. Така відмінність пов'язана з тим, що бізнес – є поняття дещо ширше, ніж майновий комплекс. При придбанні підприємства як товару, покупець стає власником не лише певної сукупності активів, але і господарюючого суб'єкта ринку, бізнесу.

Бізнес – це господарська діяльність, яка планується для провадження або проводиться із використанням активів цілісного майнового комплексу. Її слід розглядати як споживчу вартість, яка визначається здатністю приносити дохід, тому бізнес визнається особливим товаром, корисність якого для власника реалізується через отримання доходу. Бізнес – це є підприємство у дії, тому його вартість вища вартості майнового комплексу на величину, так званих, невідчутних, незареєстрованих активів, які відображають імідж, організаційну культуру, кадровий потенціал підприємства, маркетингову систему і т.п. Через це вартість будь-якого підприємства відрізняється від сукупної вартості його активів й зобов'язань, тобто між вартістю самого підприємства і чистою вартістю його майна постійно фігурує різниця. Така різниця є гудвілом, вона може бути позитивною чи негативною.

Позитивний гудвіл свідчить те, що вартість підприємства переважає сукупну вартість його активів й зобов'язань через наявність постійних покупців, популярну ділову репутацію, діяльність у галузі маркетингу і збуту, рівень кваліфікації персоналу. Таким чином позитивний гудвіл показує надбавку до ціни, яку платить покупець в очікуванні подальших економічних вигод. А негативний гудвіл є характерною знижкою з ціни, котра свідчить відсутність таких факторів. Отже, виникає гудвіл тільки тоді, коли підприємство-покупець в заміну на сплачені попередньому власникові гроші зараховує на свій баланс усі активи, котрими до даного часу володіло підприємство продавця, тобто коли відбувається злиття двох підприємств та формування єдиного балансу.

Якщо підприємство має зручне місце знаходження та корисні ділові зв'язки, але не є об'єктом продажу, то виникнення гудвілу неможливе. Таким чином, гудвіл виникає тільки тоді, коли підприємством стає об'єктом купівлі – продажу.

Таким чином, вартість бізнесу відображає величину економічних вигід, яку підприємство здатне створити (заробити) для своїх власників у майбутньому, тобто це оцінка майбутніх можливостей підприємства. Через це дохідний підхід найбільш адекватно відображає вартість підприємства як бізнесу.

Треба відмітити, що національні стандарти не розмежовують оцінку ЦМК підприємства і його бізнесу, такий підхід реалізовано лише в міжнародний стандартах оцінки.

Перед кількісним розрахунком вартості об'єкта, необхідно визначитися з метою оцінки, підходами і методами оцінювання, видом вартості, тобто треба визначитися з базою оцінки. Таким чином, база оцінки – це комплекс методів та оціночних процедур, методичних підходів, що відповідають окремому виду вартості майна.

Під методичними підходами розуміють загальні способи визначення вартості майна, які ґрунтуються на основних принципах оцінки; метод оцінки є

способом визначення вартості об'єкта оцінки, послідовність оціночних процедур якого дає змогу реалізувати певний методичний підхід; оціночні процедури – це дії (етапи), виконання яких у певній послідовності дає можливість провести оцінку [23].

Теоретичним підґрунтям процесу оцінювання вартості підприємства є певний набір принципів оцінки. Згідно з національними стандартами оцінки принципи оцінки – це покладені в основу методичних підходів основні правила оцінки майна, які відображають соціально-економічні фактори та закономірності формування вартості майна [23].

Вивчення економічних джерел свідчить, що питання класифікації та встановлення економічної суті принципів оцінювання є достатньо вивченим, однак, потребує узагальнення та систематизації. Знайомство з роботами вітчизняних та зарубіжних авторів [7; 9; 12; 17; 18] дало можливість виокремити достатньо велику кількість класифікаційних ознак. Серед них найбільш вживаними є принципи, пов'язані з експлуатацією власності; засновані на уявленнях користувача; пов'язані з ринковим середовищем; пов'язані з найкращим та найбільш ефективним використанням об'єкта, пов'язаних зі збором та аналізом інформації для оцінки вартості підприємства.

Шляхом узагальнення, аналізу та систематизації принципів оцінювання, усунення з них дублюючих було запропоновано наступну їх сукупність, яка подана нижче.

До принципів, пов'язаних з експлуатацією власності, відносяться: внеску (передбачає врахування впливу капіталу, землі, праці, управління на вартість об'єкта); граничної продуктивності (додаткові грошові внески у об'єкт будуть супроводжуватися зростанням його вартості до рівня максимальної продуктивності, та все ж після цього витрати на створення додаткових покращень і удосконалень не зможуть бути повністю компенсовані збільшенням вартості об'єкта); залишкової продуктивності (кожен із факторів виробництва, повинен бути оплачений з чистого доходу, що створюється завдяки об'єкта власності); зростаючої та зменшуваної віддачі; збалансованості (чим

більш збалансовані та гармонійні елементи об'єкта, тим вищою буде його вартість на ринку).

До принципів, заснованих на уявленнях користувача, відносяться: корисності (здатність об'єкта задовільняти потреби потенційного власника); заміщення (за об'єкт не сплачується сума, більша від мінімальної ціни об'єкта з такою ж корисністю); очікування (вартість об'єкта визначається розміром очікуваних економічних вигід) [23].

Серед принципів, пов'язаних з ринковим середовищем, варто виокремити наступні: відповідності (об'єкти, які відповідають вимогам ринку за оснащеністю, продуктивністю, технологією і т.п, оцінюються за вартістю вище); попиту та пропозиції (із зростанням пропозиції у ринкова ціна на об'єкти зменшується і навпаки); конкуренції (ринкові ціни залежать від конкуренції і встановлюються на певному рівні саме з її урахуванням); розумної обережності (за наявності діапазону значень вартостей, перевага надається песимістичному варіанту).

Принцип найбільш ефективного використання у своїй суті полягає в тому, щоб передбачити визначення вартості майна за умов використання його найбільш ефективним способом, навіть при іншому поточному використанню оцінюваного майна. Він є синтезом попередніх груп принципів. У цьому випадку розглядають лише ті варіанти використання майна, які є можливими технічно, юридично дозволеними, організаційно та фінансово здійсненними, економічно доцільними.

До принципів, пов'язаних зі збором та аналізом інформації для оцінки вартості підприємства, відносяться такі: коректності вихідних даних; достовірності; цільової спрямованості; системності; багатокритеріальності; актуалізації результатів розрахунків; аналогії; оптимальності; адекватності; верифіційованості.

Перераховані принципи є універсальними, адже визначені науковцями у результаті багаторічного досвіду, тому формують єдину базу оцінки вартості

будь-якого об'єкта, їх можна використовувати для розрахунку всіх видів вартості.

Важливим елементом теоретичного аспекту оцінювання вартості підприємства є визначення факторів її формування. Це фактори макро- і мікросередовища. Аналіз і систематизація праць науковців [18;19] дозволив виокремити фактори впливу на вартість підприємства за окремими класифікаційними ознаками (рис. 1). Кожен з перерахованих факторів може збільшувати або зменшувати вартість підприємства.

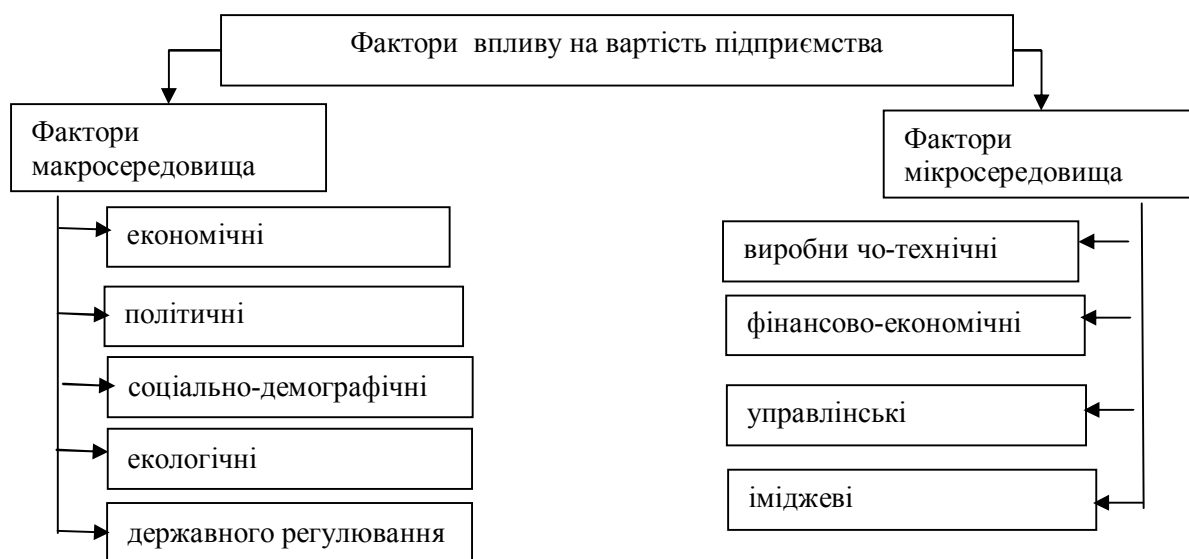


Рис.1. Класифікація факторів впливу на вартість підприємства

До економічних та фінансово-економічних факторів належать: економічний рівень розвитку країни; грошово-кредитна політика; темпи інфляції, фактор часу, ризик; дохід, який може отримати власник об'єкту від його використання; ліквідність підприємства, рівень над об'єктом, який одержує новий власник.

Соціально-демографічні фактори формують тенденції зміни чисельності населення, розміру сім'ї, рівень народжуваності, ставлення до здоров'я, культурні-традиції, професійна приналежність, приналежність до певної соціальної групи і т.п.

Екологічні фактори є параметрами оточуючого середовища, що впливають на ефективність та корисність об'єкта (теплове забруднення, зміна природного освітлення території, шумові, електромагнітні та радіаційні параметри та інше). При врахуванні екологічних факторів при оцінці підприємств необхідно враховувати можливий шкідливий вплив результатів їх експлуатації на навколишнє середовище (хімічний, механічний, світловий, звуковий, біологічний, радіаційний і т.п.).

До сфери державного регулювання відносять: обмеження підприємницької діяльності; будівельні норми та правила та інші обмеження. Наприклад, якщо держава обмежує ціни на продукцію підприємства, то вартість такого бізнесу буде нижче, ніж у разі відсутності обмежень.

Виробничо-технічні фактори відображають місце розташування об'єкта, ступінь розвитку інфраструктури і транспортного сполучення, стан організаційно-технічного рівня розвитку виробництва тощо.

Важливим є врахування факторів, пов'язаних компетентністю, кваліфікованістю, авторитетністю, стажем роботи, професійного досвіду, зв'язків у діловому світі команди топ-менеджерів, використання ними науково-обґрунтованих методів управління.

В цілому, макроекономічні показники характеризують інвестиційний клімат в державі, містять інформацію про те, чи вплинуть і як саме на діяльність підприємства зміни макроекономічної ситуації. Фактори макроекономічного ризику породжують систематичний ризик, що спричинений зовнішніми подіями та не може бути усунений диверсифікацією в межах національної економіки [5]. Однак, окрім макроекономічних факторів, вартість підприємства знаходиться під впливом і мікро- факторів, що додатково мають бути враховані оцінювачем при розрахунку вартості підприємства.

2. Загальна характеристика підходів оцінювання вартості підприємства

Оцінка підприємства здійснюється, як правило, на базі ринкової вартості – ймовірної суми грошей, за яку можливі купівля-продаж об'єкта оцінки на ринку [4].

Оцінку бізнесу здійснюють з позицій трьох підходів: витратного, порівняльного і дохідного. Кожний підхід дозволяє підкреслити певні характеристики об'єкту.

В основу підходу покладено тезу: «жоден потенційний покупець (або інвестор) не заплатить за об'єкт, що оцінюється, більше, ніж можуть скласти витрати (у поточних цінах) на створення об'єкта, який буде його точною копією або функціональним аналогом, мати ту ж саму корисність» [20].

Підхід ґрунтується на врахуванні принципів корисності, заміщення, якнайкращого і найефективнішого використання, збалансованості.

Основними методами в рамках витратного підходу є:

- метод прямого відтворення, сутність якого передбачає визначення вартості відтворення об'єкта, а саме в оцінці витрат, які за сучасних умов господарювання потрібно понести на створення об'єкта, який є абсолютною копією (ідентичний за конструктивними, функціональними та іншими характеристиками) об'єкта оцінки з таким самим рівнем зносу;
- метод заміщення передбачає визначення вартості заміщення, а саме у визначенні витрат, які в сучасних умовах господарювання потрібно понести, щоб створити новий об'єкт, який схожий до об'єкта оцінювання та може бути йому рівноцінною заміною з таким самим рівнем зносу.

Врахування рівнів зносу дозволяє визначити залишкову вартість відтворення (заміщення). Таким чином, вартість об'єкта, розрахована за витратним підходом передбачає визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з подальшим її коригуванням на суму зносу (знецінення).

Витратний підхід рекомендується застосовувати для визначення вартості об'єктів оцінки, коли їх заміщення або відтворення фізично можливе та (або) економічно доцільне, а також для оцінки спеціалізованого нерухомого майна, у тому числі нерухомих пам'яток культурної спадщини, споруд, передавальних пристроїв, ринок купівлі-продажу або оренди якого є обмеженим чи відсутнім.

Часто оцінка об'єктів за витратним підходом здійснюється з метою страхування об'єктів.

Перевагою підходу є те, що він враховує реально понесені витрати, однак підхід не відображає потенційного доходу від використання активів.

Якщо оцінюється вартість цілісного майнового комплексу, то даний підхід до його оцінки називають майновим. Майновий підхід побудований на аналізі активів підприємства і включає такі основні методи:

- метод накопичення активів (або метод чистих активів);
- метод ліквідаційної вартості.

Балансова вартість активів підприємства внаслідок інфляції, змін кон'юнктури ринку, використовуваних методів обліку, як правило, не відповідає ринковій вартості. В результаті постає завдання – коригування балансу підприємства. Для здійснення цього проводиться оцінка ринкової вартості кожного активу балансу зокрема, потім визначається поточна вартість зобов'язань, тобто вартість на дату оцінки; далі з ринкової вартості активів підприємства віднімається поточна вартість всіх його зобов'язань. Результат показує оцінену вартість власного капіталу підприємства. Ця методика розрахунку вартості підприємства реалізує алгоритм методу метод накопичення активів або методу чистих активів. Такий підхід застосовують для визначення вартості чистих активів акціонерних товариств, під час приватизації підприємств, які знаходяться у державній та комунальній власності.

У випадку ліквідації підприємства, його вартість розраховується із застосуванням методу ліквідаційної вартості. Метод передбачає визначення доходу від процесу упорядкованої або примусової ліквідації підприємства

шляхом окремого продажу його активів. Отриманий дохід зменшують на обсяг поточної вартості зобов'язань цього підприємства і витрат, які пов'язані з його ліквідацією. Вказаний метод застосовують у випадку потенційного банкрутства підприємства або його ліквідації, що змушує його продавати своє майно. За таких умов вартість підприємства є найнижчою через скорочення часу на експозицію майна та існування ліквідаційних витрат.

Переваги майнового підходу пов'язують з тим, що вони враховують реально існуючі активи.

Однак, вони оскільки не враховують можливостей розвитку підприємства, його майбутню дохідність, не беруть до уваги синергічний ефект, який виникає під час спільного застосування активів, не враховують так звані «невідчутні активи».

Таким чином, витратний підхід дозволяє визначити скільки потрібно затратити фінансових ресурсів на створення підприємства, аналогічного оцінюваному. Ця вартість можна розглядати як бар'єр для входження у галузь нових конкурентів. Майновий підхід дозволяє визначити обсяг грошових коштів, які можуть отримати власники, розпродавши активи (ліквідувавши підприємство). У цьому зв'язку вартість ЦМК визначається як сукупна ринкова вартість ЦМК, зменшена на суму його догострокових і поточних зобов'язань.

Порівняльний підхід передбачає визначення вартості об'єкта на основі результатів зіставлення з вартістю аналогічних об'єктів, які були нещодавно продані. Для цього аналізуються ціни продажу та пропонування подібного майна. Відповідно до того, як об'єкт оцінювання відрізняється від об'єкт-аналога, ціну останнього коригують, щоб визначити, за якою ціною він міг би бути проданий, якби володів тими ж характеристиками, що і об'єкт оцінки. З метою розрахунку ринкової вартості об'єкта оцінки проміжні результати узагальнюють.

Порівняльний підхід ґрунтується на тезі: «жоден покупець (інвестор) не купить об'єкт, якщо його вартість перевищує витрати на придбання на ринку подібного об'єкта з тією ж корисністю» [20].

Відповідно до національного стандарту 3 «Оцінка цілісний майнових комплексів» вартість підприємства можна оцінити на основі використання таких як методів як:

- метод ринку капіталу, який ґрунтується на припущенні про рівноцінність ринкової вартості цілісного майнового комплексу його ринковій капіталізації або можливій ринковій капіталізації з урахуванням вартості прав контролю;

- метод ринкових угод який ґрунтується на припущенні про еквівалентність вартості цілісного майнового комплексу цінам продажу подібних цілісних майнових комплексів. При використанні даного методу застосовуються ціни продажу та ціни пропонування подібних підприємств або ціни продажу та ціни пропонування їх корпоративних часток, з урахуванням вартості прав контролю.

Методу притаманні ряд переваг, а саме:

- оскільки методи базуються на фактичних цінах угод з купівлі-продажу, то оцінювач лише їх коригує для забезпечення зіставності аналога з об'єктом оцінки. За умов використання інших підходів оцінювачу необхідно для визначення вартості об'єкта здійснювати розрахунки;

- оскільки методи базуються на фактичних цінах угод з купівлі-продажу, то вони найбільш реально відображають попит та пропонування на ринку майна;

- оскільки методи базуються на фактичних цінах угод з купівлі-продажу, то така інформація є більш надійнішою, ніж обсяг очікуваних доходів, адже їх отримання пов'язане з підприємницьким ризиком.

Разом з тим порівняльний підхід має ряд істотних недоліків, що обмежують його використання в оціночній практиці, а саме:

- оскільки підхід базується базою на ретроспективних результатах діяльності, то він не враховує можливості розвитку підприємства у майбутньому;

- порівняльний підхід може бути застосований за умови наявності різної ринкової та фінансової інформації не тільки по оцінюваному підприємству, але і по значній кількості подібних підприємств-аналогів. Отримання даних по підприємствах-аналогах є трудомісткою і складною частиною методів даного підходу;

- порівняльний підхід вимагає проведення складних коригувань, пов'язаних із внесенням поправок у проміжні розрахунки, а також упідсумкову величину вартості. Такі дії вимагають серйозного обґрунтування. Це зумовлено з тим, що у практиці господарювання не існує абсолютно однакових підприємств. За таких умов оцінювач повинен з'ясувати відмінності та розробити основні напрямки їх усунення у процесі розрахунку підсумкової величини вартості.

Дохідний підхід враховує вартість об'єкта, яка враховує поточну вартість майбутніх доходів від володіння таким об'єктом.

Описуюча модель дохідного підходу у загальному вигляді може бути сформульована таким чином: «жоден потенційний покупець (інвестор) не заплатить за об'єкт оцінки суму більшу, ніж поточна вартість майбутніх доходів, від його використання» [17].

При використанні дохідного підходу оцінювач використовує відомості про фактичні та майбутні доходи, витрати, пов'язані з об'єктом оцінки та подібними об'єктами. При цьому оцінювач розраховує ці показники за умови найбільш ефективного використання об'єкта, якщо навіть воно відрізняється від існуючого використання.

Відповідно до стандартів оцінки основними методами дохідного підходу є пряма капіталізація доходу та непряма капіталізація доходу (дисконтування грошового потоку). Оцінювач вибирає методи залежно від наявної інформації щодо очікуваних доходів від використання об'єкта оцінки, тривалості їх одержання, мети оцінювання, а також виду вартості, що підлягає розрахунку.

Метод прямої капіталізації доходу ґрунтується на перетворенні чистого операційного доходу, що одержують від використання об'єкта оцінювання, у вартість за допомогою коефіцієнта капіталізації. Капіталізація чистого операційного доходу, а саме перетворення його у вартість об'єкта оцінки здійснюється шляхом ділення його на ставку капіталізації. Чистий операційний дохід розраховується шляхом віднімання від прогнозованої суми надходжень від використання об'єкта оцінки всіх витрат, пов'язаних з його отриманням за визначений проміжок часу (як правило, за рік);

Метод прямої капіталізації доходу застосовують тоді, коли прогнозують постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід, і його надходження не обмежується у часі. У практиці оціночної діяльності такий метод як правило, використовують для оцінки нерухомості.

Якщо прогнозовані чисті операційні доходи від використання об'єкта оцінювання є неоднаковими за величиною, змінюються протягом визначеного періоду прогнозування, обмежені в часі, то використовується метод непрямої капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків).

Вартість об'єкта (B), визначена з використанням методу непрямої капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків), виражається формулою:

$$B = \frac{ЧОД_1}{(1+i)} + \frac{ЧОД_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{ЧОД_n}{(1+i)^n} + \frac{P}{(1+i)^{n+1}}$$

де $ЧОД_1, ЧОД_2, \dots, ЧОД_n$ очікувані чисті надходження від використання об'єкта в 1, 2 ... n роки;

i – відповідна ставка дисконтування;

P – вартість реверсії.

В цілому методи дохідний підходу доцільно застосовувати для оцінки ринкової вартості тих підприємств, які:

- характеризуються позитивними економічними результатами;
- в структурі активів яких значна частка належить захищеним

нематеріальним активам, завдяки чому вони можуть мати стійкі конкурентні переваги;

– ризик підприємства може бути достовірно оцінено через норму доходності, а результати діяльності майбутніх періодів – завдяки кваліфікованому прогнозу.

Основною перевагою методів цього підходу є врахування майбутніх умов діяльності підприємства: умов формування цін на продукцію, умов ринку, на якому функціонує підприємство та інших факторів. Треба зазначити, що за умов нестабільної економіки досить важко спрогнозувати потік чистого доходу від діяльності підприємства на декілька років наперед.

Хоча, як правило, дохідний підхід є найприйнятнішим для оцінки бізнесу, корисно буває використовувати також порівняльний і витратний підходи. В деяких випадках витратний або порівняльний підхід є більш точним і ефективним. У багатьох випадках кожний з трьох підходів може бути використаний для перевірки оцінки вартості, отриманої за допомогою інших підходів.

Порівняльний підхід особливо ефективний у разі існування активного ринку співставних об'єктів власності. Точність оцінки залежить від якості зібраних даних, оскільки, застосовуючи даний підхід, оцінювач повинен зібрати достовірну інформацію про недавні продажі зіставних об'єктів. Ці дані включають: фізичні характеристики, час продажу, місцеположення, умови продажу і фінансування. Дієвість такого підходу знижується, якщо операцій було мало і моменти їхнього здійснення і оцінки розділяє тривалий період, якщо ринок знаходиться в аномальному стані, оскільки швидкі зміни на ринку призводять до спотворення показників. Порівняльний підхід базується на застосуванні оцінного принципу заміщення. Для порівняння вибираються конкуруючі з оцінюваним бізнесом об'єкти. Звичайно, між ними існують відмінності, тому потрібно провести відповідне коригування даних. За основу коригування покладений принцип внеску.

В цілому всі три підходи взаємопов'язані. Кожний з них передбачає

використання різних видів інформації, одержуваної на ринку. Наприклад, основними для витратного підходу є дані про поточні ринкові ціни на матеріали, робочу силу і інші елементи витрат. Доходний підхід вимагає використання коефіцієнтів капіталізації, які також розраховуються за даними ринку.

Незважаючи на те, що перераховані підходи ґрунтуються на даних, зібраних на одному і тому ж ринку, кожний з них ґрунтується різних його аспектах. На ідеальному ринку всі три підходи повинні привести до однієї і тієї ж величини вартості. Проте більшість ринків є недосконалими. Це зумовлює одержання різних значень вартості щодо одного й того ж самого об'єкта. Кінцевий розмір вартості об'єкта, що оцінюється може визначатися двома способами: як середньоарифметична величина або математичним зважуванням.

3. Методи дохідного підходу в оцінювання вартості підприємства

Згідно національного стандарту 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» застосування методу дисконтування грошового потоку передбачає такі оціночні процедури [24]:

- вибір відповідної моделі грошового потоку;
- визначення прогностного періоду надходжень грошового потоку;
- проведення прогнозування складових чистого грошового потоку та його розрахунку на кожен рік (квартал, місяць) прогностного періоду;
- обґрунтування складових ставки дисконту та її визначення;
- проведення розрахунку вартості реверсії та його обґрунтування;
- визначення поточної вартості чистих грошових потоків, реверсії та надлишкового майна у разі його наявності в цілісному майновому комплексі;
- визначення вартості цілісного майнового комплексу як суми поточної вартості чистих грошових потоків, реверсії та поточної вартості надлишкового майна.

Оцінюючи вартість ЦМК використовують одну з двох моделей

грошового потоку: грошовий потік для власного капіталу; грошовий потік для всього інвестованого капіталу.

Згідно Національного стандарту 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» чистий грошовий потік для власного капіталу на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного періоду розраховується як прогнозована величина чистого прибутку, збільшена на прогнозовану суму амортизації, що врахована в складі витрат під час визначення величини чистого прибутку, зменшена на величину прогнозованого приросту робочого капіталу (збільшена на величину зменшення робочого капіталу) зменшена на суму прогнозованих капітальних інвестицій та збільшена на величину приросту довгострокових зобов'язань (зменшена на величину зменшення довгострокових зобов'язань) за відповідний період[24].

На рис.2 узагальнено алгоритм розрахунку чистого грошового потоку для власного капіталу.

Знак дії	Показники
	Прогнозована величина чистого прибутку підприємства
Плюс	Прогнозована сума амортизації
Плюс (мінус)	Прогнозоване зменшення (приріст) робочого капітал
Мінус	Обсяг прогнозованих капітальних інвестицій
Плюс (мінус)	Приріст (зменшення) довгострокових зобов'язань
Разом	Чистий грошовий потік

Рис. Алгоритм розрахунку чистого грошового потоку для власного капіталу

Модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу відображає вартість цілісного майнового комплексу з урахуванням власного та запозиченого капіталу. Згідно Національного стандарту 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» чистий грошовий потік для інвестованого капіталу на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного періоду розраховується як прогнозована величина чистого прибутку, розрахована за умови припущення

про відсутність витрат на сплату відсотків за довгостроковим боргом, збільшена на прогнозовану суму амортизації, що врахована в складі витрат під час визначення величини чистого прибутку, зменшена на величину прогнозованого приросту робочого капіталу (збільшена на величину зменшення робочого капіталу) і зменшена на величину прогнозованих капітальних інвестицій за відповідний період [24].

На рис. 3 узагальнено алгоритм розрахунку чистого грошового потоку для власного капіталу.

Знак дії	Показники
	Прогнозована величина чистого прибутку підприємства за умови припущенні про відсутність витрат на сплату відсотків за довгостроковим боргом
Плюс	Прогнозована сума амортизації
Плюс (мінус)	Прогнозоване зменшення (приріст) робочого капіталу
Мінус	Обсяг прогнозованих капітальних інвестицій
Разом	Чистий грошовий потік

Рис.3 Алгоритм чистого грошового потоку для інвестованого капіталу

Вибір оцінювачем моделі грошового потоку визначається цілями оцінювання і повнотою вихідної інформації. Модель грошового потоку для власного капіталу використовується, якщо підприємство досить рідко і в невеликому обсязі використовує довгострокові позичені кошти. Якщо підприємство постійно і в значній мірі використовує довгострокові позикові кошти, то розрахунок грошового потоку краще вести для всього інвестованого капіталу.

В оціночній практиці рекомендують здійснювати розрахунок на основі застосування двох моделей чистого грошового потоку. Такий підхід варто застосувати, якщо визначається інвестиційна вартість ЦМК.

Застосування непрямого методу капіталізації передбачає визначення тривалості періоду прогнозування.

За відсутності об'єктивних причин щодо припинення діяльності підприємства можна передбачити можливість його функціонування невизначено довго. Зробити прогноз складових чистого грошового потоку на кілька десятків неможливо. Це зумовлює необхідність поділу термінуможливого існування підприємства на дві частини:

- прогнозний період, у рамках якого оцінювач може достаньо точно спрогнозувати рух грошових потоків;
- після прогнозний період, протягом якого оцінювач розраховує середній темп зростання грошових потоків підприємства на весь подальший термін його функціонування.

Прогноз грошових потоків ґрунтується на логічному взаємозв'язку та обґрунтованості його складових. Для коректного розрахунку величин грошових потоків необхідний прогноз виручки від реалізації, витрат, капітальних інвестицій та довгострокових зобов'язань.

Виконання робіт з прогнозування складових грошового потоку вимагає від експерта здійснення комплексу аналітичних досліджень. Зокрема, оцінюючи очікувані доходи підприємства, потрібно враховувати економічну ситуацію в країні, в галузі, що визначає перспективи попиту; оцінити частку підприємства на ринку; рівень завантаження виробничих потужностей; спрогнозувати обсяг виробництва та продаж за окремими асортиментними позиціями; визначити ціни на продукцію і т.п.

При прогнозуванні витрат, капітальних інвестицій, довгострокових зобов'язань оцінювач повинен вивчити структуру витрат, виокремити співвідношення постійних і змінних витрат; визначити амортизаційні відрахування, виходячи з наявності активів і з майбутнього їх надходження і вибуття; проаналізувати джерела фінансування інвестицій (отримання кредитів, випуск акцій; розрахувати витрати на виплату відсотків по кредитах на основі прогнозованих рівнів зобов'язань; спрогнозувати і обґрунтувати необхідність інвестицій і т.п .

Прогнозування складових грошового потоку (прибутку, капітальних інвестицій, зміни робочого капіталу, довгострокових зобов'язань) здійснюється на підставі та у взаємозв'язку з прогнозними показниками діяльності підприємства.

Коефіцієнт, який використовується для визначення теперішньої вартості ЦМК виходячи з прогнозних грошових потоків називають ставкою дисконтування. Вона відображає середньоринкову норму доходу на інвестований капітал та норму його повернення в післяпрогнозний період.

Обрана модель грошового потоку визначає методи оцінювання ставки дисконту.

Для грошового потоку, генерованого власним капіталом використовують модель оцінки капітальних активів, метод кумулятивної побудови .

Використання модель оцінки капітальних активів передбачає використання наступної формули [3]:

$$R_e = R_f + \beta \times (ERP)$$

де R_e – очікувана норма доходності; R_f – безризикова норма доходності; β – коефіцієнт систематичного ризику (показує, на скільки відсотків змінюється доходність фінансового активу при зміні доходності ринкового портфеля активів на один відсоток); ERP (equityriskpremium) – премія за ризик власного капіталу, (розраховується як різниця між загальною доходністю ринку в цілому та безризиковою ставкою доходу ($R_m - R_f$)).

Відповідно до методу кумулятивної побудови ставки дисконту останнього складається з ринкової дохідності майже безризикового активу та сукупної ринкової премії за ризик, яка встановлюється з використанням експертних оцінок. Надбавки визначаються певними чинниками. Ними є керівний склад, якість управління; розмір підприємства; структура джерел фінансування; товарна, територіальна та клієнтурна диверсифікація; інші чинники.

Для грошового потоку, генерованого усім інвестованим капіталом – модель середньозваженої вартості капіталу (weighted average cost of capital, WACC) [3]:

$$WACC = B_k \cdot \Delta P_k + R_e \cdot \Delta B_k$$

де B_k – відсоток по кредитах; ΔP_k – частка позичкового капіталу; R_e – очікувана норма доходності активів; ΔB_k – частка власного капіталу.

Для підприємств, акціонерний капітал яких представлений звичайними та привілейованими акціями, модель середньозваженої вартості капіталу має враховувати особливості нарахування доходу на привілейовані акції. Тому розрахунок WACC рекомендується здійснювати за формулою) [3]:

$$WACC = B_k \cdot \Delta P_k + R_e \cdot \Delta B_k + R_p \Delta B_{na}$$

де R_p – витрати на залучення капіталу шляхом емісії привілейованих акцій, які розраховуються відношенням дивідендів на акції на їх ринкову ціну; ΔB_{na} – частка вартості привілейованих акцій в загальному обсязі капіталу підприємства.

Національний стандарт 3 визнав як основний для визначення ставки дисконтування такі методи[24]:

- для грошового потоку для власного капіталу – метод кумулятивного побудови;
- для грошового потоку для всього інвестованого капіталу – метод середньозваженої вартості капіталу.

Вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозним (тобто у кінці періоду володіння об'єктом) називається вартістю реверсії. Вартість реверсії є ніщо іншим, як теперішня вартість чистого грошового потоку, який можна отримати від власності протягом строку його економічного існування (або у процесі перепродажу).

Вартість реверсії (вартість в постпрогнозний період) відповідно до моделі Гордона визначається за формулою:

$$P = \text{ЧГП}_{(t+1)} / (i-g)$$

де : P – вартість реверсії;

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

i – ставка дисконту;

g – довгострокові темпи зростання грошового потоку.

Кінцева вартість по формулі Гордона визначається на момент закінчення прогнозного періоду.

Для виведення остаточної величини ринкової вартості підприємства вносять поправки.

Покажемо визначення ринкової вартості ЦМК ТОВ «Сатурн» на основі використання методу непрямой капіталізації, застосувавши модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу. Вихідні дані та дані розрахунку узагальнено в табл.2.

Таблиця 2

Розрахунок ринкової вартості ЦМК ТОВ «Сатурн»

(тис.грн.)

№	Показники	1-й прогно зний рік	2-й прогно зний рік	3-й прогно зний рік	4-й прогно зний рік	5-й прогно зний рік	Пост- прогно зний період
1	2	4	5	6	7	8	9
1	Дохід від релізації продукції	727,0	763,35	801,52	841,59	883,67	
2	Собівартість продукції	218,00	224,9	232,15	239,75	247,74	
3	Адміністративні збутові витрати i	48,00	48,00	48,00	48,00	48,00	
4	Дохід від здачі майна	240,00	240,00	240,00	240,00	240,00	
5	Прибуток до оподаткування	701,0	730,45	761,37	793,84	827,93	
6	Ставка податку на прибуток, %	18,00	17,00	16,0	16,00	16,00	16.0
7	Податок на прибуток	126,18	124,18	121,82	127,01	132,47	
8	Чистий прибуток	574,82	606,27	639,55	666,83	695,46	
9	Амортизація	21,81	22,90	24,05	23,56	23,09	
10	Капітальні інвестиції	87,00	50,00	-	-	-	
11	Приріст власного оборотного капіталу (робочого капіталу)	12,00	12,60	13,23	13,89	14,59	
12	Витрати на	10,0	11,0	12,3	12,3	12,5	

	обслуговування довгострокового боргу						
13	Чистий грошовий потік	681,63	677,57	662,67	688,80	716,46	
14	Реверсія						4214,47
15	Номер періоду прогнозу	1	2	3	4	5	
16	Коефіцієнт дисконтування	0,92450	0,79017	0,67536	0,57723	0,49336	
17	Коефіцієнт поточної (теперішньої) вартості для реверсії						0,45611
18	Поточна (теперішня) вартість грошового потоку	630,17	535,40	447,54	397,60	353,47	1922,26
19	Надлишкові активи	18,0					
20	Вартість ЦМК за грошовим потоком для інвестованого капіталу	4304,44					

Дані таблиці 2 свідчать, що вартість ЦМК складає 4304,44 тис.грн.

У разі коли грошові потоки від функціонування цілісного майнового комплексу очікуються постійні і однакові за обсягом або з тенденцією до рівномірного зростання та їх отримання не обмежується у часі, може застосовуватися метод прямої капіталізації доходу. При цьому отримуваний дохід розглядається як чистий грошовий потік. Таким чином, метод капіталізації найбільше підходить для ситуацій, в яких очікується, що підприємство протягом тривалого періоду буде одержувати приблизно однакові величини доходу або теми їх зростання будуть постійними. На відміну від оцінки нерухомості в оцінці бізнесу застосовується досить рідко через значні коливання величини доходів або грошових потоків по роках, що характерно для більшості оцінюваних підприємств.

Метод не може бути застосований, коли підприємство ще недобудоване, а значить, не вийшло на режим стабільних доходів; коли підприємство піддалося серйозним руйнуванням в результаті стихійного лиха, або вимагає серйозної реконструкції.

Застосування методу прямої капіталізації доходу передбачає визначення:

- періоду капіталізації чистого грошового потоку (рік, квартал, місяць, операційний цикл), тобто періоду виробничої діяльності, результати якої будуть капіталізовані.

- чистого грошового потоку за період, який розглядається як чистий операційний дохід. Під чистим операційним доходом у випадку застосування методу прямої капіталізації розуміється найбільш просте визначення грошового потоку, що використовується для оцінки бізнесу: прогнозована сума надходження від діяльності підприємства зменшується на суму всіх витрат, пов'язаних з отримання цієї суми чистий грошовий потік доходів.

- відповідної ставки капіталізації і її обґрунтування.

- вартості надлишкового майна у разі його наявності в цілісному майновому комплексі;

- вартості цілісного майнового комплексу шляхом ділення чистого грошового потоку як чистого операційного доходу на ставку капіталізації і збільшення отриманого результату на вартість надлишкового майна у разі його наявності в цілісному майновому комплексі.

4. Методи ринкового та витратного підходів до оцінки вартості підприємства

Порівняльний підхід до оцінки підприємства (бізнесу) передбачає, що його вартість визначається тим, за скільки воно може бути продане за наявності достатньо сформованого фінансового ринку. Іншими словами, найвірогіднішою величиною вартості оцінюваного підприємства може бути реальна ціна продажу аналогічного підприємства, зафіксована ринком.

При використанні методу ринку капіталу ринкова вартість цілісного майнового комплексу є еквівалентною його ринковій капіталізації або можливій ринковій капіталізації з урахуванням вартості прав контролю. Під ринковою капіталізацією розуміють ринкова вартість акцій підприємства. Вона визначається як добуток ринкового курсу однієї акції акціонерного товариства,

що існує або може бути створена загальну кількість акцій. Ринковий курс однієї акції визначається виходячи з даних про продаж (пропонування) акцій акціонерного товариства на фондових біржах та в позабіржових торговельно-інформаційних системах.

Можлива ринкова капіталізація цілісного майнового комплексу дорівнює добутку фінансово-економічних показників діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, на відповідні мультиплікатори, визначені на підставі інформації про подібні підприємства, виходячи з цін продажу (пропонування) їх цілісних майнових комплексів.

Використання методу ринкових угод та методу ринку капіталу за можливої ринкової капіталізації можна представити у наступних етапах.

1. Формування критеріїв схожості для вибору підприємств-аналогів.

Основними критеріями відбору підприємств-аналогів є: галузева схожість; рівень диверсифікації виробництва (однопродуктовість або багатодуктовість); характер взаємозамінності, продукція, яка випускається; залежність від певних економічних факторів (місце знаходження); стадія економічного розвитку оцінюваного підприємства і аналогів; розмір підприємства (велике, середнє, мале); положення на ринку, фінансовий стан, якість менеджменту.

2. Формування джерел інформації.

Методи ринкового підходу засновані на використанні двох типів інформації: ринкова (цінова) інформація на дату оцінку або найближчу дату, що передуює даті оцінки; фінансова інформація (дохід, вартість активів і т.п.).

3. Вибір зіставних підприємств (підприємств-аналогів).

4. Визначення найважливіших цінових мультиплікаторів і специфіки їх використання в оцінній практиці.

Визначення ринкової вартості підприємства порівняльним методом засновано на використанні цінових мультиплікаторів. Ціновий мультиплікатор – це коефіцієнт, що показує співвідношення між ринковою ціною підприємства або його корпоративною часткою фінансовою базою. Фінансова база оцінного

мультиплікатора ϵ , по суті, вимірником, що відображає фінансовий стан підприємства і результати його діяльності підприємства, до яких можна віднести дохід, активи, прибуток і деякі інші.

Як фінансова база повинен виступати показник або за останній звітний рік, або за останні 12 місяців, або середня величина за декілька років, попередніх даті оцінки. Період оцінювання збільшується або зменшується залежно від наявної інформації і наявності екстраординарних ситуацій, що спотворюють основну тенденцію в динаміці фінансових показників.

5. Розрахунок підсумкової величини вартості підприємства

Таким чином, процес формування підсумкової величини вартості складається з таких основних етапів: вибір і розрахунок величини мультиплікаторів; розрахунок, узагальнення проміжних результатів та формування підсумкової величини вартості.

У таблиці 3 узагальнено алгоритм розрахунку вартості ТОВ «Астра» з використанням методу ринкових угод.

Таблиця 3

Розрахунок ринкової вартості ТОВ «Астра»

№	Показник	Об'єкт оцінки	Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Аналог 4	Аналог 5
1	2	3	4	5	6	7	8
1	Ціна продажу	-	21650,8 8	12190,48	37058,8 2	14732,14	22564,10
	Фінансові показники:						
2	Вартість необоротних активів, тис.грн.	30800	33300	18700	56500	22400	34100
3	Вартість власного капіталу, тис.грн	35300	36394	20492	62294	24764	37929
4	Вартість всіх активів, тис.грн	39300	41500	23300	70400	27800	42400
5	Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), тис.грн	40700	41000	23000	69500	27500	41900
	Мультиплікатори, рази	-					
6	ціна/необоротні активи (ряд.1: ряд.2)	-	0,65018	0,65190	0,65591	0,65768	0,66170
7	ціна/власний капітал(ряд.1: ряд.3)	-	0,59490	0,59489	0,59490	0,59490	0,59490
8	Ціна/активи (ряд.1: ряд.4)	-	0,52171	0,52320	0,52640	0,52993	0,53217
9	Ціна/чистий дохід (ряд.1: ряд.5)	-	0,52807	0,53002	0,53322	0,53571	0,53852

	Прогнозна вартість об'єкта оцінки:						
10	За мультиплікатором «ціна/необоротні активи»		20025	20078	20202	20256	20380
17	За мультиплікатором «ціна/власний капітал»		21000	20999	20999	20999	20999
18	За мультиплікатором «ціна/активи»		20503	20561	20687	20826	21163
19	За мультиплікатором «ціна/чистий дохід»		21492	21571	21702	21803	21917
20	Ринкова вартість ТОВ «Астра» за модальним значення вартостей тис.грн.	20999					

Незважаючи на явну простоту методів, їх застосування вимагає високої кваліфікації і професіоналізму оцінювача, оскільки передбачає внесення достатньо складних коригувань для забезпечення максимальної істинності оцінюваного підприємства з аналогами. Крім того, оцінювач повинен визначити пріоритетні критерії зіставності, виходячи з конкретних умов, цілей, якості інформації.

Як уже зазначалося, майновий підхід до оцінювання ринкової вартості ЦМК включає метод накопичення активів (або метод чистих активів) та метод ліквідаційної вартості.

Метод накопичення активів (метод чистих активів) полягає у визначенні чистої вартості активів цілісного майнового комплексу. Чиста вартість активів цілісного майнового комплексу визначається як різниця між вартістю активів та вартістю його зобов'язань, визначених на дату оцінки, тому базова формула методу накопичення активів така: $\text{Власний капітал} = \text{активи} - \text{зобов'язання}$

Балансова вартість активів підприємства внаслідок інфляції, змін кон'юнктури ринку, використовуваних певних принципів формування фінансової звітності, як правило, не відповідає ринковій вартості. В результаті постає завдання – коригування балансу підприємства. Для здійснення цього проводиться оцінка ринкової вартості кожного активу балансу окремо, потім визначається поточна вартість зобов'язань, тобто вартість на дату оцінки; далі з

ринкової вартості суми активів підприємства віднімається поточна вартість всіх його зобов'язань.

Майновий підхід до оцінки ЦМК пов'язаний з необхідністю визначення ринкової вартості окремих елементів активів і зобов'язань, тому він визнається як найбільш трудомісткий в оцінці з погляду процедури оцінювання.

В національному стандарті 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» вказується, що оцінка активів і зобов'язань на дату оцінки проводиться з врахуванням таких особливостей [24]:

- необоротні активи в частині основних засобів, нематеріальних активів, незавершеного будівництва, оцінюються з використанням ринкової або неринковим видам вартості;
- необоротні активи в частині довгострокової дебіторської заборгованості оцінюються з урахуванням строку їх повернення та ймовірності такого повернення;
- поточна дебіторська заборгованість оцінюється з урахуванням строку її повернення та ймовірності такого повернення ;
- матеріальні оборотні активи (запаси, товари) у разі, коли їх поточна вартість еквівалентна вартості, що відображена у бухгалтерському обліку, оцінюються виходячи з балансової вартості таких активів, в інших випадках – виходячи з їх ринкової вартості;
- довгострокові та поточні фінансові інвестиції оцінюються виходячи з їх ринкової вартості;
- векселі одержані оцінюються виходячи з їх ринкової вартості з урахуванням строку та ймовірності їх погашення;
- поточна вартість довгострокових та поточних зобов'язань дорівнює вартості, відображеній у бухгалтерському обліку, або розраховується шляхом дисконтування сум (основний борг, відсотки), що підлягають погашенню у відповідних періодах, за обґрунтованою для кожного із зобов'язань ставкою дисконту.

Метод ліквідаційної вартості включає декілька етапів [18]:

1. Розробляється календарний графік ліквідації (продажу) активів, оскільки продаж різних видів активів підприємства вимагає різних періодів.

2. Визначаються доходи від ліквідації активів за ліквідаційний період до яких:

- додається сума поточної вартості грошових потоків, що очікуються від провадження господарської діяльності підприємства в період ліквідації, якщо провадження такої діяльності прогнозується;

- додається сума очікуваного повернення дебіторської заборгованості;
- отриманий результат зменшується на величину витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства відповідно до календарного графіка, а саме:

- витрат на юридичні, ріелторські, аудиторські, оціночні послуги;

- витрат, пов'язаних з збереженням активів до їхнього продажу, включаючи витрати на збереження запасів готової продукції і незавершеного виробництва, збереження устаткування, машин, механізмів, об'єктів нерухомості;

- адміністративних витрат з підтримки роботи підприємства аж до його ліквідації;

- витрат на вихідні допомоги і виплати працівникам підприємства;

- витрат, пов'язаних із задоволенням вимог кредиторів за довгостроковими і поточними зобов'язаннями;

- витрати на роботу ліквідаційної комісії, з сплати податків, зборів тощо;

3. Розраховується ймовірний результат ліквідації підприємства (ЦМК) з врахуванням календарного графіка ліквідації (продажу) активів;

4. Розраховується поточна (теперішня) вартість ймовірного результату ліквідації підприємства (ЦМК) з врахуванням ставки дисконту, що враховує пов'язаний з цим продажем ризик.

ВИСНОВКИ

1. Поняття цілісний майновий комплекс і просто майновий комплекс інколи ототожнюють, що можна вважати помилкою. Якщо об'єктом оцінювання є нерухомість, яка містить рухоме майно, то ряд замовників будуть вважати цей об'єкт саме цілісним майновим комплексом. Однак, у цьому випадку, коли мова йде про перелік певних об'єктів майна потрібно застосовувати поняття, «майновий комплекс». Тоді як ЦМК складається з сукупності активів, які забезпечують конкретну господарську діяльність підприємства.

2. Вивчення нормативно-правових активів стосовно тлумачення категорії «цілісний майновий комплекс» дозволило виявити певну неугожденість і навіть плутанину. Але в цілому, ЦМК ототожнюється з підприємством (підрозділом підприємства), сукупністю активів, тобто із «замкнутим» бізнесом.

3. Оцінювання вартості підприємства ґрунтується на усвідомленні того, що підприємство є товаром, який володіє всіма необхідними для товару властивостями: має споживчу та мінову вартості.

4. Оцінка вартості підприємства може використовуватися у двох аспектах: як оцінка його вартості як цілісного майнового комплексу та як оцінка власне бізнесу як конкретної діяльності, організованої в рамках певної організаційно-правової форми господарювання. Вартість бізнесу перевищує вартість майнового комплексу на величину так званих невідчутних, незареєстрованих активів, які відображають імідж, організаційну культуру, кадровий потенціал підприємства, маркетингову систему і т.п. Через це вартість будь-якого підприємства відрізняється від сукупної вартості його активів й зобов'язань, тобто між вартістю підприємства і чистою вартістю його майна постійно фігурує різниця. Така різниця є гудвілом, вона може бути позитивною чи негативною.

5. Вивчення економічних джерел свідчить, що питання класифікації та встановлення економічної суті принципів оцінювання є достатньо вивченим, однак, потребує узагальнення та систематизації. Шляхом узагальнення, аналізу та систематизації принципів оцінювання, усунення з них дублюючих було

запропоновану наступну їх сукупність: принципи, пов'язані з експлуатацією власності; засновані на уявленнях користувача; пов'язані з ринковим середовищем; пов'язані з найкращим та найбільш ефективним використанням об'єкта, пов'язаних зі збором та аналізом інформації для оцінки вартості підприємства.

6. Теоретичним підґрунтям процесу оцінювання вартості підприємства є визначення сукупності вартісноутворюючих факторів. Аналіз і систематизація праць науковців дозволив виокремити матизувати фактори макро- і мікросередовища, які впливають на вартість підприємства за окремими класифікаційними ознаками.

6. Оцінку ЦМК бізнесу здійснюють з позицій трьох підходів: витратного, порівняльного і дохідного. Витратний підхід дозволяє визначити скільки потрібно затратити фінансових ресурсів на створення підприємства, аналогічного оцінюваному. Ця вартість може розглядатися з одного боку як бар'єр для входження в галузь нових конкурентів. Майновий підхід дозволяє зрозуміти, скільки можуть отримати власники, розпродавши активи (ліквідувавши підприємство). У цьому зв'язку вартість ЦМК визначається як сукупна ринкова вартість ЦМК, зменшена на суму зобов'язань (довгострокових і поточних). Ринковий підхід дає можливість визначити ціну, яку інвестори, в сформованих економічних умовах, готові заплатити нинішнім власникам за оцінюване підприємство.

7. Вивчення методів оцінювання вартості ЦМК дає можливість стверджувати, що серед перелічених методів дохідний підхід є найбільш придатним, адже відображає величину економічних вигід, яку підприємство здатне заробити для своїх власників у майбутньому, тобто це оцінка майбутніх можливостей підприємства.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса : учебник / С. В. Валдайцев. – 2-е изд., переработ. и дополн. – М. : ТК Велби, 2004. – 360 с.
2. Господарський кодекс України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
3. Долінський Л. Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів : навч. посібник / Л. Б. Долінський. – К. : Майстер-клас, 2005. – 192 с.
4. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12.07.2001 р. №2658-III зі змінами і доповненнями. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>
5. Калінеску Т. В. Оцінювання майна : навч. посіб. / Т. В. Калінеску, Ю. А. Романовська, О. Д. Кирилов. – К. : ЦУЛ, 2012. – 311 с. – Режим доступу : http://culonline.com.ua/Books/Ocinuvannya_maйна_Kolesnik2012.pdf
6. Козодаев, М. А. Оценка и бизнес [Текст] / М. А. Козодаев, М. В. Пылов. – М. : ОЛМА-ПРЕСС, 2003. – 128 с. – (Успешный бизнес. Мастер-класс).
7. Костирко Р.А. Комплексна оцінка вартості підприємства : монографія / Р.А.Костирко, Н.В.Тертична, В.О.Шевчук. За заг. ред. докт. екон. наук, академіка НАН України М. Г. Чумаченка, 2-ге видан., перероб. і доп. – Х.:Фактор, 2008. – 278 с.
8. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд Т, Т. Колер, Дж. Мурин, – М.: ЗАТ «Бизнес-олимп-бизнес», 2004. – 576 с.
9. Краснокутська Н. С. Потенціал підприємства : формування та оцінка : навч. посіб. / Н. С. Краснокутська. – К. : ЦНЛ, 2005. – 352 с.
10. Круш П. В. Оцінка бізнесу : навч. посіб. / П. В. Круш, С. В. Поліщук. – К. : ЦНЛ, 2004. – 264 с.

11. Методика оцінки майна, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 10.12.2003 р. №1891 зі змінами і доповненнями. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1891-2003-%D0%BF>
12. Момот Т. В. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології. – Х.: Фактор, 2007. – 224 с.
13. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса) : учебник / В. И. Кошкин, Н. А. Колайко, В. В. Мокрышев [и др.] ; под ред. В. И. Кошкина. – М. : Экмос, 2002. – 944 с.
14. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования : учеб. пособ. / Ю. Я. Еленева, А. П. Ковалев, А. А. Корниенко [и др.]. – М. : Международная академия оценки и консалтинга, 2002. – 134 с.
15. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров, Т. В. Тазихина [и др.]. – М. : ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.
16. Оценочная деятельность. Оценка стоимости имущества : учеб. пособ. Кн. 2 / В. В. Бояров, О. М. Ванданимаева, П. В. Дронов [и др.] ; под ред. И. В. Косоруковой. – М. : Маркет ДС, 2009. – 728 с. – (Университетская серия).
17. Оцінка активів підприємства : навч. посібник / Ю. В. Панасовський, Б. А. Семененко, О. М. Теліженко ; ред. : Ю. В. Панасовський. - Суми : Університетська книга, 2009. – 512 с.
18. Оцінка бізнесу та нерухомості : навч. посіб. / В. Р. Кучеренко, Я. П. Квач, Н. В. Сментина, В. О. Улибіна. – К. : ЦУЛ, 2009. – 200 с.
19. Оцінка нерухомого й рухомого майна та об'єктів інтелектуальної власності : нормативно-правові акти та роз'яснення / ред. : М. С. Головатюк. - К. : Видавець Паливода А.В., 2008. – 464 с. – (Земельне законодавство України).
20. Оцінка та управління нерухомістю: навчальний посібник / [В.Р.Кучеренко, М.А.Заєць, О.В.Захарченко, Н.В.Сментина, В.О.Улибіна]. – Одеса: Видавництво ТОВ Лерадрук», 2013. – 272

21. Пазинич В.І. Оцінка об'єктів нерухомості: навч.пос. (для студ.вищ.навч.закл) / В.І.Пазинич, Л.А. Свистун.– К.: Центр учбової літератури, 2009. – 434 с.

22. Посібник з оцінки бізнесу в Україні: навч. посіб./ за ред. Я.І.Маркуса. – К.:Міленіум, 2002.– 320 с.

23. Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав». Постанова Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003р. № 1440 зі змінами і допов. / [Електронний ресурс].– Режим доступу:<http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>

24. Про затвердження Національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». Постанова Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 р. №1655. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу:<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%D0%BF>

25. Про порядок віднесення майна до такого, що включається до складу цілісного майнового комплексу державного підприємства. Наказ Фонду Державного майна від 29.12.2010. № 1954. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу:<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0109-11>

26. Серединська В.М. Економічний аналіз : навч. посібник / В.М. Серединська О.М. Загородна, Р.В. Федорович; за ред. проф.. Р.В.Федоровича. – Тернопіль: Видавництво Астон, 2010. – 416 с.

27. Серединська І. В. Особливості інтегрування систем вартісно-орієнтованого управління підприємствами: монографія / І. В. Серединська, В. М. Серединська; за заг. ред. Н. Б. Кирич. – Тернопіль, ФОП Паляниця В.А., 2015.– 354 с.

28. Филиппов, Л. А. Оценка бизнеса : учеб. пособ. / Л. А. Филиппов. – М. : КНОРУС, 2006. – 720 с.

29. Хитчнер Дж. Новые сферы использования методов оценки стоимости бизнеса / Дж. Хитчнер ; под научн. ред. В. М. Рутгайзера. – М. : Маросейка, 2009. – 362 с. – (Финансовое оценивание. Области применения и модели).

30. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник / Н.Ф.Чеботарев.– М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2009.– 256 с.

31. Яшкіна Н. В. Оцінка бізнесу : навч. посіб. / Н. В. Яшкіна. – К. : Алерта, 2010. – 440 с.