

**Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет**

Факультет обліку і аудиту

Кафедра аудиту, ревізії та аналізу

СИДОР СОЛОМІЯ АНДРІЇВНА

**ЕКСПЕРТНО-ЕКОНОМІЧНА ОЦІНКА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ
ПІДПРИЄМСТВА**

**Спеціальність – 071 «Облік і оподаткування»
освітньо-професійна програма – «Економічна експертиза та аудит бізнесу»**

Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем «магістр»

Науковий керівник:
к.е.н., доц. Серединська В.М.

Тернопіль 2018

ЗМІСТ

ВСТУП

РОЗДІЛ 1 Теоретичні основи оцінювання вартості бізнесу підприємства

1.1. Об'єкти оцінки ринкової вартості: суть, класифікація та принципи оцінювання

1.2. Особливості оцінювання підприємства як цілісного майнового комплексу та бізнесу

1.3. Етапи визначення оцінки вартості підприємства

Висновки до розділу 1

РОЗДІЛ 2. Інструменти оцінки вартості бізнесу підприємства з використання дохідного, порівняльного та ринкового підходів

2.1. Загальна характеристика підходів оцінювання вартості підприємства

2.2. Методи дохідного підходу в оцінюванні вартості підприємства

2.3 Методи ринкового та витратного підходів до оцінки вартості підприємства

Висновки до розділу 2

РОЗДІЛ 3. Інформаційно-аналітичне забезпечення вартісного оцінювання бізнесу підприємства

3.1. Класифікаційна характеристика інформації, яка приймає участь у процесі оцінювання вартості підприємства

3.2. Аналітичні дослідження при визначенні вартості бізнесу та прогнозування складових грошового потоку підприємства

3.3. Оціночні процедури при визначенні ставки капіталізації та ставки дисконту

Висновки до розділу 3

ВИСНОВКИ

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

ДОДАТКИ

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ ПІДПРИЄМСТВА

1.1. Об'єкти оцінки ринкової вартості: суть, класифікація та принципи оцінювання

Оцінка є певним видом діяльності, у процесі якого оцінювач визначає в грошовому еквіваленті вартість об'єктів оцінки у сформованих суспільно-економічних умовах, станом на певний момент часу, припускаючи, що за визначеною вартістю надалі може бути укладена угода між суб'єктами цивільного права, тобто фізичними і юридичними особи з приводу майна, майнових прав та немайнових благ. Така діяльність здійснюється за процедурою, яка встановлена нормативно-правовими актами.

Об'єкти оцінки класифікують за різними ознаками. Найбільш поширеними і практично використовуваними є три основні аспекти поділу об'єктів оцінки: юридично-правовий, освітньо-процедурний та матеріально-змістовний.

Класифікація об'єктів за юридично-правовим аспектом ґрунтується на ознаці віднесення об'єкта до тієї чи іншої групи відповідно до вимог Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» [60]. Згідно з цією ознакою майно поділяють на об'єкти оцінки в матеріальній, нематеріальній формі та у формі цілісного майнового комплексу.

До об'єктів у матеріальній формі відносять:

- нерухоме майно (нерухомість) – земельна ділянка без поліпшень або земельна ділянка з поліпшеннями (поліпшення – результат заходів, що приводять до зміни якісних характеристик земельних ділянок – зміна рельєфу, інженерної інфраструктури і т.п., а також будівлі, споруди, їх частини, які з нею нерозривно пов'язані);

- рухоме майно – матеріальні об'єкти, які можуть бути переміщеними без заподіяння їм шкоди. До рухомого майна належать машини, обладнання,

транспортні засоби, та інші рухомі об'єкти.

До об'єктів у нематеріальній формі відносять об'єкти оцінки, які не мають матеріально-речової форми або матеріально-речова форма яких немає суттєвого значення для їх використання, однак дозволяють їх власнику отримувати певну економічну вигоду. Це:

- фінансові інтереси (частки, паї, акції), векселі, опціони, інші цінні папери та їх похідні;
- дебіторська і кредиторська заборгованості;
- майнові права, які охоплюють, права, які є складовими частинами права власності (права володіння, розпорядження, користування та інші специфічні права (наприклад, права на здійснення діяльності, права на використання природних ресурсів, права на користування майном, права на об'єкти інтелектуальної власності, які охороняються патентами та свідоцтвами).

Об'єктами оцінки у формі цілісного майнового комплексу є об'єкти, сукупність активів яких дає змогу провадити певну господарську діяльність.

Класифікація об'єктів за освітньо-процедурним аспектом базується на ознаці однотипності методичних підходів та оціночних процедур, які використовують у незалежній експертній оцінці кожної з груп. Зазначена класифікація також складає основу професійної підготовки незалежних оцінювачів за напрямками. Відповідно до неї розрізняють[30]:

1. Об'єкти у матеріальній формі:
 - 1.1. Нерухомі речі (нерухоме майно, нерухомість, у т.ч. земельні ділянки).
 - 1.2. Машини і обладнання.
 - 1.3. Дорожні транспортні засоби.
 - 1.4. Літальні апарати.
 - 1.5. Судноплавні засоби.
 - 1.6. Рухомі речі, що становлять культурну цінність.
 - 1.7. Рухомі речі, крім віднесених до 1.2 -1.6.

2. Цілісні майнові комплекси, паї, цінні папери, нематеріальні активи, у т.ч. права на об'єкти інтелектуальної власності, майнові права.

2.1.Цілісні майнові комплекси, паї, цінні папери, нематеріальні активи, майнові права.

2.2.Права на об'єкти інтелектуальної власності.

Згідно з матеріально-змістовним аспектом ознакою класифікації є віднесення об'єкта до певної групи за властивістю бухгалтерського розподілу окремих активів та змістовної ознаки оцінюваного об'єкта, що має місце в положеннях (стандартах) бухгалтерського обліку. У цьому разі об'єкти оцінки поділяються на елементи активів за балансом:

- основні засоби (будинки, споруди, машини, обладнання транспортні засоби, інші основні засоби, у т.ч. інструменти, меблі, прилади, інвентар, оргтехніка – строком служби більше одного року і вартістю більше 6 тис.);

- матеріальні необоротні активи – активи строк служби більше року, вартість встановлюється в наказі про облікову політику, але зазвичай менше, ніж 6 тис.грн.;

- незавершені капітальні інвестиції – вкладення підприємства об'єкти, будівництво, виготовлення, реконструкція, модернізація яких ще не завершена;

- нематеріальні активи (право користування природними ресурсами; право користування майном; право на комерційні позначення; право на об'єкти промислової власності; авторське право та суміжні з ним права);

- довгострокові фінансові інвестиції (фінансові інвестиції в цінні папери на період більше одного рок);

- довгострокова дебіторська заборгованість – заборгованість фізичних та юридичних осіб, яка не виникає в ході нормального операційного циклу та буде погашена після дванадцяти місяців з дати балансу;

- довгострокові біологічні активи – робочі тварини (корови, бики, свині, вівці та інші дорослі тварини), багаторічні насадження і т.п.

- необоротні активи, утримувані для продажу та групи вибуття;

- оборотні активи (запаси,поточні фінансові інвестиції, поточна

дебіторська заборгованість, інші оборотні активи).

У теорії оцінки розрізняють поняття вартості та ціни. Вартість відображає грошовий еквівалент, який покупець готовий обміняти на який-небудь об'єкт, тобто, вартість є мірою того, скільки гіпотетичний покупець готовий заплатити за оцінюване майно.

У Національному стандарті № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» подано таке визначення вартості «вартість – це еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей, а ймовірна сума грошей – це найбільша сума грошей, яку може отримати продавець та може погодитися сплатити покупець»[60].

На відміну від вартості, ціна відображає фактичну суму грошей, яка сплачена за об'єкт оцінки або його аналог у конкретній ситуації відповідно до укладеної угоди, тобто ціну пов'язують з конкретною укладеною угодою. Ціна за договором може значно відрізнятись від вартості. Обумовлюється це впливом різних факторів на ціну та на вартість оцінюваного майна. Вартість формується ринком на основі певних об'єктивних факторів з використанням певних принципів, можливістю передачі прав власності – будь-яке майно тільки тоді буде мати вартість, коли є можливість передачі прав власності на нього.

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 [27; 29; 36; 45; 46] 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 відносять такі як: внеску (передбачає врахування впливу капіталу, землі, праці, управління на вартість об'єкта); граничної продуктивності (додаткові грошові внески власника у об'єкт будуть супроводжуватися зростанням його вартості до рівня максимальної продуктивності, після чого витрати на створення додаткових покращень не будуть 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 гармонійні та збалансовані елементи об'єкта, тим вище його вартість на ринку).

До принципів, заснованих на уявленнях користувача, відносять такі як: корисності (здатність об'єкта задовольняти 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].

До принципів, пов'язаних з ринковим середовищем, відносять такі як: 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 встановлюються на певному рівні з урахуванням конкуренції); розумної обережності (за наявності діапазону значень вартостей, перевага надається песимістичному варіанту).

Принцип найбільш ефективного використання передбачає визначення вартості майна за умови використання його найкращим, найбільш ефективним способом, навіть якщо поточне використання оцінюваного майна інше. Він є синтезом попередніх груп принципів. При цьому розглядаються тільки ті варіанти використання майна, які є технічно можливими, юридично дозволеними, організаційно та фінансове здійсненними, економічно доцільними.

До принципів, пов'язаних зі збором та аналізом інформації для оцінки вартості підприємства, відносяться такі: принцип розумної упередженості оцінок та принцип альтернативності оцінок. Під час оцінки оцінювач повинен критично (із розумним упередженням) ставитися до всієї інформації, що стає йому відомою від адміністрації об'єкта оцінки, і, по можливості, перевіряти цю інформацію, звертаючись до незалежних джерел. При цьому він повинен враховувати коректність вихідних даних, їх достовірність; цільову спрямованість; системність; багатокритеріальність; проводити актуалізації результатів розрахунків. Оцінювач також має використовувати різні методи оцінки та здійснювати порівняння показників вартості, отриманих у результаті застосування альтернативних методів.

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.

На ціну ж, як правило, впливає безліч суб'єктивних факторів. Наприклад, обмеженість у часі при укладанні угоди, непоінформованість продавця чи покупця про ринок майна, з яким укладається угода, про умови продажу, настрої учасників угоди на момент її укладання. Часом ціна формується під впливом особистих уявлень учасників договору і не піддається прогнозам.

Виходячи з цього, можна говорити, що ринкова вартість – об'єктивна, оскільки визначається реальними ринковими факторами, а ціна – суб'єктивна, оскільки відображає наміри власника, орендатора тощо.

Оцінка вартості майна завжди проводиться з конкретною метою (визначення ціни продажу; отримання кредиту; страхування майна та т.п.). Ця мета обумовлює вибір виду вартості, яку необхідно визначити. Наприклад, при укладанні угоди купівлі-продажу об'єкта необхідно визначити його ринкову вартість; при здійсненні інвестицій – інвестиційну; при страхуванні майна – вартість відтворення; при кредитуванні – вартість застави, при ліквідації об'єкта – ліквідаційну, для відображення майна у балансі користуються

балансовою (первісною), переоціненою і залишковою вартістю, підставою для сплати податків на майно (землю, автомобілі та ін.) слугує оподатковувана вартість. Отже, одне й те саме майно може мати різні вартості залежно від призначення оцінки. Оскільки уявлення про цінність об'єкта залежить від конкретних інтересів покупця, то оцінювачу доводиться визначати різні види вартості. Цілком зрозуміло, інтереси суб'єктів оцінювання є різноспрямованими: якщо, наприклад, власник підприємства в обґрунтуванні ціни його продажу прагне до збільшення вартості, то покупець, навпаки, до її зменшення.

Використання різних видів вартості залежить від різних груп і цілей користувачів оцінювання. Різні цілі оцінки передбачають пошук різноманітних видів вартості. Тому, кількісному визначенню вартості об'єкта передують визначення мети оцінки, виду вартості, підходів і методів оцінювання, тобто визначення бази оцінки.

Таким чином, база оцінки є комплексом методичних підходів, методів та оціночних процедур, що відповідають певному виду вартості майна. Під методичними підходами розуміють загальні способи визначення вартості майна, які ґрунтуються на основних принципах оцінки. Методи оцінки відображають спосіб визначення вартості об'єкта оцінки, послідовність застосування оціночних процедур який дозволяє реалізувати певний методичний підхід. Дії (етапи), виконання яких у певній послідовності дає можливість провести оцінку є оціночними процедурами.

Відповідно до операційних потреб і функціонального призначення існують різні модифікації вартості.

У Національному стандарті № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» України, численній навчально-методичній літературі найчастіше зустрічаються види вартості, які можна класифікувати за такими ознаками [60]:

- за ступенем ринковості – ринкову і неринкову (відмінну від ринкової) вартість;

- за характером аналога – вартість відтворення і вартість заміщення;
- за цілями оцінки – інвестиційну, спеціальну, страхову, заставну, оподатковувану, утилізаційну, скрапову;
- за принципами бухгалтерського обліку – справедливу, первісну, залишкову, переоцінену, вартість ліквідації;
- залежно від перспектив використання об'єкта – вартість у використанні; вартість в обміні, ліквідаційна вартість, орендна вартість, вартість реверсії.

Детальна характеристика видів вартості подана у додатку А.

Вибір бази оцінки залежить від мети, з якою проводиться оцінка майна, умови використання її результатів, а також нормативних вимог. Вибір бази оцінки передуює укладання договору на проведення майна.

У разі коли у нормативно-правових актах з оцінки майна, договорі на проведення оцінки майна або ухвалі суду не зазначається вид вартості, який повинен бути визначений у результаті оцінки, визначається ринкова вартість.

1.2 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» [60], 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 [69], цілісний майновий комплекс є 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 [7].

Таким чином, існує певна неузгодженість і навіть плутанина у нормативно-правових актах щодо визначення даної дефініції. 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 [60].

Слід вказати зазначити, що поняття цілісний майновий комплекс і просто 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 цей об'єкт саме 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 [33]. 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 [19; 27]:

- 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;

- при продажу підприємства як цілісного майнового комплексу;

- при визначенні часток інвесторів у процесі санації 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.1.1.

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 [18; 19 ; 33; 60; 61; 62; 63].

Таблиця 1.1

Класифікація цілей оцінки вартості підприємства в залежності від споживачів оціночних послуг [73]

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 (продаж цілком, по частинах, ліквідація підприємства; злиття з іншими підприємствами; виділення самостійних підприємств з складу холдингу); визначення орендної плати при 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 У разі розірвання угоди або смерті одного із партнерів
Кредитна установа	Перевірка фінансової кредитоспроможності позичальника і вартості застави при кредитуванні; визначення розміру позики, виданої під заставу
Страхова компанія	Визначення вартості активів застрахованих активів напередодні втрат, встановлення розміру страхового внеску; визначення суми страхових виплат
Орендар	Передача підприємства в оренду (оцінка вартості важлива для визначення орендної плати й можливого викупу майна за умов фінансової оренди)

Фондова біржа	Розрахунок кон'юнктурних характеристик; перевірка обґрунтованості котирувань цінних паперів
Інвестор	Визначення доцільності інвестицій; визначення допустимої ціни купівлі підприємства; визначення вартості цінних паперів у разі купівлі-продажу акцій підприємств на фондовому ринку
Державні органи	Підготовка підприємства до приватизації; визначення бази оподаткування; здійснення процедури банкрутства; оцінка для судових цілей

Оцінювання вартості підприємства ґрунтується на усвідомленні того, що підприємство є товаром, 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.

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 оцінювання доцільності 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 визначаються 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 ліцензій та дозволів, набуття виробничого та комерційного досвіду та ін. Таким чином, 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 та як оцінка власне бізнесу як конкретної діяльності, організованої 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, 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 [62].

Оцінювання бізнесу діючого підприємства дещо відрізняється від оцінювання підприємства як цілісного майнового комплексу. Дана відмінність пов'язана з тим, що бізнес – поняття ширше, ніж майновий комплекс. При придбанні підприємства як товару його покупець стає власником не лише певної сукупності активів, а й власником бізнесу.

Бізнес – це певна господарська діяльність, яка провадиться або планується для провадження з 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 підприємство у дії, і його вартість 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.

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 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.

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

1.3. Етапи визначення оцінки вартості підприємства

Процес оцінки вартості підприємства є послідовністю дій, що виконуються оцінювачем під час оцінювання. Зазвичай, виділяють такі етапи робіт, що об'єднані у поняття «процес оцінювання» (рис 1.1).

Розпочинається процес оцінювання постановкою завдання у ході, якої визначаються об'єкт та мета оцінки, встановлюється склад оцінюваних прав дата, термін здійснення процесу оцінювання, тобто встановлюється календарна дата, станом на яку визначається вартість об'єкта. Мета буде визначати вид вартості, яку необхідно визначити, характер даних, що будуть використовуватися, принципи, підходи та судження, якими буде керуватися оцінювач.



Рис. 1.1. Основні етапи процесі оцінювання вартості підприємства

Процес оцінювання вартості здійснюється на підставі договору між суб'єктом оціночної діяльності – суб'єктом господарювання та замовником оцінки або на підставі ухвали суду про призначення відповідної експертизи щодо оцінки майна. Якщо суб'єктами оціночної діяльності є органи державної влади і органи місцевого самоврядування, то оцінка майна здійснюється за наказом керівника.

При укладанні договору на проведення оцінки майна слід враховувати вимоги Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [19].

Законом регламентується форма та істотні умови такого договору. Крім того, вище згаданий Закон встановлює коло осіб, які можуть бути замовниками оцінки. А ще, укладаючи договір з оцінювачем, потрібно врахувати обмеження щодо проведення оцінки, які визначаються усе тим же Законом.

Договір на проведення оцінки майна повинен укладатися тільки у письмовій формі і може мати двосторонній або багатосторонній характер. Якщо укладається багатосторонній договір, то крім замовника оцінки стороною договору є особа-платник. Це має місце тоді, коли оплату послуг суб'єкта оціночної діяльності проводить не замовник, а інша особа.

У договорі зазначається об'єкт, який підлягає оцінці; мета, з якою проводиться оцінка; вид вартості об'єкт, який підлягає визначенню; дата оцінки; строк виконання робіт з оцінки; розмір і порядок оплати робіт; права та обов'язки сторін договору; умови забезпечення конфіденційності результатів оцінки, інформації, використаної під час її виконання; відповідальність сторін за невиконання або неналежне виконання умов договору; порядок вирішення спорів, які можуть виникнути під час проведення оцінки та прийняття замовником її результатів.

Замовниками оцінки майна можуть бути особи, яким зазначене майно належить на законних підставах або у яких майно перебуває на законних підставах, а також ті, які замовляють оцінку майна за дорученням зазначених осіб.

Дуже важливим є визначення порядку та строку передачі оцінювачу вихідних даних, оскільки, виходячи з практики, саме цей етап значно впливає на строк виконання робіт. Краще домовитися про підписання Акту про надання та прийняття сторонами такої інформації.

При складанні плану робіт оцінювач визначає сукупність даних, які потрібно зібрати для виконання процесу оцінювання, встановлює джерела

інформації та способи її отримання, оцінює можливі витрати, пов'язані зі збором даних.

Важливим елементом теоретичного аспекту оцінювання вартості підприємства є визначення факторів її формування.

Аналіз і систематизація праць науковців [8; 13; 29] дозволив виокремити фактори впливу на вартість підприємства за окремими класифікаційними ознаками (рис. 1.2). Кожен з перерахованих факторів може збільшувати або зменшувати вартість підприємства.

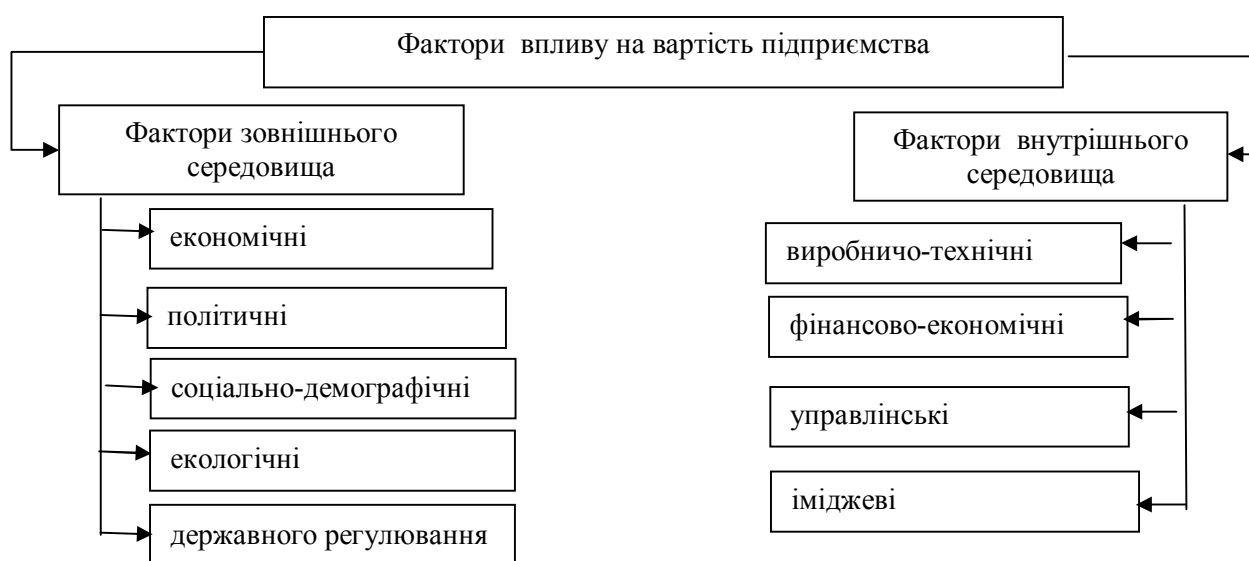


Рис.1. 2. Класифікація факторів впливу на вартість підприємства

У сучасних умовах жоден суб'єкт господарювання не може функціонувати ізольовано. Завжди є певне середовище в якому підприємство здійснює свою діяльність. Розрізняють такі складові середовища: зовнішнє середовище, яке охоплює дві групи в оточенні підприємства: макро- (віддалене) і мезо- (близьке) оточення та внутрішнє середовище, яке охоплює ту частину середовища, що перебуває у межах підприємства.

Загальноекономічна, галузева, регіональна інформація характеризує зовнішнє середовище у якому функціонує підприємство.

Внутрішнє середовище є тією частиною загального середовища, що знаходиться у межах підприємства. Його формують сукупність агентів, які

діють всередині підприємства, а також їх відносини, які виникають у процесі фінансово-господарської діяльності.

Зовнішнє й внутрішнє середовище підприємства розглядають як сукупність окремих компонент, які підлягають вивченню. Кожна із компонент, в свою чергу, містить сукупність факторів, які знаходять своє відображення в системі показників.

При вивченні макрооточення підприємства розглядають вплив на діяльність підприємства демографічних, економічних, екологічних, політичних, соціально-демографічних факторів та факторів державного регулювання. Деякі науковці вважають, що можна обмежитися аналізом чотирьох факторів зовнішнього середовища: соціальних, технологічних, економічних і політичних, провівши так званий PEST-аналіз.

Зокрема, економічними факторами є економічний рівень розвитку країни, грошово-кредитна політика держави, темпи інфляції, фактор часу, ризик і т.п. Соціально-демографічні фактори формують тенденції зміни чисельності населення, розміру сім'ї, 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 оцінки (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.

Фрагмент оцінки впливу факторів зовнішнього середовища на діяльність підприємства поданий у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Оцінювання впливу факторів макрооточення оточення на діяльність підприємства

Компонента	Фактор	Показник	Оцінка показника	Тенденції розвитку	Характер впливу на діяльність підприємства (позитивний, негативний)
Економічна	Фінансово-кредитна політика	Рівень інфляції	Значний, орієнтовно 5 % за місяць	Можлива стабілізація	Знецінення коштів, отримання вигоди при виплатах довгострокових кредитів
	Загально-економічна ситуація	Скорочення доходів споживачів	17% за останній квартал	Тенденції не визначені	Зниження попиту на продукцію підприємства, сповільнення збуту, вимушене скорочення обсягів виробництва

Аналогічно проводять дослідження решти інших факторів, які характеризують зовнішнє середовище підприємства.

Другою складовою зовнішнього середовища є безпосереднє (мезооточення), яке охоплює ті його елементи, з якими підприємство перебуває у прямому контактї.

Аналіз мезооточення підприємства слід розпочинати з дослідження структури галузі, в якій воно працює. Так, для оцінка вартості підприємства необхідно ознайомитися та проаналізувати ринок продукції (товарів, робіт, послуг) в обсязі, достатньому для вивчення попиту, формування уявлення про місткість ринку та частку ринку, яка належить підприємству для оцінки коректності припущень, зроблених під час прогнозування його доходів.

Фрагмент оцінки впливу факторів мезооточення на діяльність підприємства поданий у табл. 1.3.

Оцінка впливу факторів мезооточення на діяльність підприємства

Компоненти	Фактор	Показники	Тенденції розвитку	Вплив на підприємство
Контрагенти	Постачальники сировини	Ціни на матеріальні ресурси	Подорожчання матеріалів; збільшення боргу	Нерегулярне постачання; збільшення собівартості продукції
	Кредитори	Рівень процентних ставок	Високі ставки за користування кредитними ресурсами	Відсутність коштів на технічне переозброєння

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 [23].

Однак, окрім макроекономічних факторів зовнішнього середовища, вартість підприємства знаходиться під впливом і факторів внутрішнього середовища, що додатково мають бути враховані оцінювачем при розрахунку вартості підприємства.

До фінансово-економічних факторів внутрішнього середовища можна віднести дохід, який може отримати власник об'єкту від його використання; ліквідність підприємства, повноту прав над об'єктом, який одержує новий власник.

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.

Детальніше складові внутрішнього середовища та основні його фактори, які його визначають подані на рис. 1.3.



Рис. 1.3. Характеристика складових внутрішнього середовища підприємства та факторів, які їх визначають

Вартість підприємства визначається за допомогою традиційних підходів до оцінки: витратного, дохідного та порівняльного. Оцінювач повинен використати (або обґрунтувати відмову від використання) певні підходи до оцінки, самостійно визначаючи конкретні методи в рамках кожного з підходів.

Вибір підходів визначається метою оцінки конкретного об'єкта та видом вартості, що визначається.

Детальніше напрямки аналітичні дослідження при визначенні вартості бізнесу та прогнозування складових грошового потоку підприємства подано в

Після застосування підходів проводиться узгодження отриманих результатів, після чого складається звіт про оцінку – документ, в якому міститься обґрунтований висновок оцінювача стосовно оціненої вартості об'єкта. Звіт не повинен допускати неоднозначного тлумачення щодо вартості об'єкта або вводити в оману.

РОЗДІЛ 2

ІНСТРУМЕНТИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ ПІДПРИЄМСТВА З ВИКОРИСТАННЯ ДОХІДНОГО, ПОРІВНЯЛЬНОГО ТА РИНКОВОГО ПІДХОДІВ

2.1. Загальна характеристика підходів до 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 [60].

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» [46].

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. У 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 довгострокових 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'єкта-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» [46].

Відповідно до національного стандарту 3 «Оцінка цілісний майнових комплексів» вартість підприємства можна оцінити на основі використання таких як методів як [62]:

- 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 у підсумкову 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» [46].

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 непрямой капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків).

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, місцезположення, 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. Дохідний 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.

2.2. Методи дохідного підходу в оцінювання вартості підприємства

Згідно національного стандарту 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» застосування методу дисконтування грошового потоку передбачає такі оціночні процедури [62]:

- вибір відповідної моделі грошового потоку;
- визначення прогнозного періоду надходжень грошового потоку;
- проведення прогнозування складових чистого грошового потоку та його розрахунку на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного 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 підприємства застосовують 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 [62].

На рис. 2.1 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. 2.1 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 [62].

На рис. 2.2 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. 2.2 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 застосовувати, 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 терміну можливого існування підприємства на дві частини:

- прогнозний період, у рамках якого оцінювач може достатньо 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. Порядок застосування методів прогнозування грошових потоків підприємств відображено у 3.2.

Коефіцієнт, який використовується для визначення теперішньої вартості підприємства 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. Національним стандартом № 3 рекомендовано при визначенні ставки

дисконту для грошового потоку для власного капіталу використовувати метод кумулятивного побудови, а для грошового потоку для всього інвестованого капіталу – метод середньозваженої вартості капіталу. Детальніше про методи кількісного оцінювання ставки дисконту йдеться у 3.3.

Вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозом (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:

$$P = ЧПП_{(t+1)} / (i-g)$$

де : P – вартість реверсії;

$ЧПП_{(t+1)}$ – грошовий потік доходів за перший рік після прогнозного періоду;

i – ставка дисконту;

g – довгострокові темпи зростання грошового потоку.

Для виведення остаточної величини ринкової вартості підприємства вносять поправки.

Покажемо визначення ринкової вартості підприємства на основі застосування методу непрямой капіталізації, застосувавши модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу. Вихідні дані та дані розрахунку узагальнено в табл.2.1.

При розрахунку вартості враховуються активи підприємства, які беруть участь у виробництві, отриманні доходу, тобто у формуванні грошового потоку. Але у будь-якого підприємства у кожний конкретний момент часу можуть бути надлишкові активи (нефункціонуючі, незайняті безпосередньо у виробництві). Їхня вартість не враховується у грошовому потоці, але це не значить, що вони не мають вартості.

Таблиця 2.1

Розрахунок ринкової вартості підприємства за грошовим потоком для
інвестованого капіталу

№	Показники	Роки					Пост-прогнозн ий період
		2018	2019	2020	2021	2022	
1	Дохід від реалізації 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 і збутові витрати	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 обслуговування довгострокового боргу	10,0	11,0	12,3	12,3	12,5	
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 підприємства за грошовим потоком для інвестованого капіталу	4304,44					

Згідно з Національним стандартом 3 надлишковим майном є майно, що не використовується у господарській діяльності і максимальна цінність якого досягається внаслідок відчуження. Тому необхідно визначити ринкову вартість таких активів і підсумовувати її з вартістю, отриманою при дисконтуванні грошового потоку.

Дані таблиці 2.1 свідчать, що вартість підприємства 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.

2.3. 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 створене на 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:

- формування критеріїв схожості для вибору підприємств-аналогів;
- формування джерел інформації;
- вибір зіставних підприємств (підприємств-аналогів);
- визначення найважливіших цінових мультиплікаторів і специфіки їх використання в оцінній практиці;
- розрахунку підсумкової величини вартості підприємства.

Основними критеріями відбору підприємств-аналогів є галузева схожість. Список потенційно зіставних підприємств повинен належати одній галузі, проте не всі підприємства, що входять в галузь або пропонують свої товари на одному ринку, співставні. Оцінювач повинен враховувати наступні додаткові фактори [52]:

- рівень диверсифікації виробництва (однопродуктовість або багатодуктовість). Якщо оцінюване підприємство виготовляє один вид продукції або певна його продукція істотно домінує у виробництві та забезпечує 85% загальному доходу, а підприємство-аналог орієнтоване на широке коло продукції, послуг або аналогічна продукція дає не більше 20% загальної суми доходу, то такі підприємства не є для оцінювача зіставними;

- характер взаємозамінності обладнання. Так, якщо технологічне обладнання оцінюваного підприємства може забезпечувати виробництво тільки конкретного продукту, то у разі зміни ситуації на ринку воно потребуватиме серйозного технічного переоснащення, а підприємство-аналог випускає аналогічний продукт на обладнанні, яке легко піддається переналагодженню для виробництва нової продукції, то такі підприємства неоднаково відреагують на зміну ситуації на ринку. Оцінювач, виявивши відмінності, може або

викреслити підприємство зі списку аналогів, або здійснити коригування ціни підприємства-аналога для визначення вартості оцінюваного підприємства;

- залежність від певних економічних факторів (місце знаходження).

Вартість підприємства, яке знаходиться у розвинений економічних районах і у відсталих економічних районах, істотно відрізняється при достатній схожості інших критеріїв, наприклад чисельності працюючих, складу парку обладнання. У цьому випадку, які у попередньому, оцінювач, виявивши відмінності, може або викреслити підприємство зі списку аналогів, або здійснити коригування ціни аналога для визначення вартості оцінюваного підприємства;

- стадія економічного розвитку оцінюваного підприємства і підприємств-аналогів. Оцінювачу необхідно рахувати, що підприємство, що пропрацювало не один рік, має незаперечні переваги і додатковий дохід за рахунок стабільного функціонування, доброї клієнтури і постачальників сировини і т.п.

- розмір підприємства (велике, середнє, мале), рівень диверсифікації виробництва. Порівняльні оцінки, розміру підприємства включають такі параметри, як обсяг реалізованої продукції і послуг, кількість асортиментних груп, обсяг доходу, кількість працівників, число філіалів і т.п.

- положення на ринку – ринкова позиція – монопольна чи конкурентна; територіальна диверсифікація – (міжнародний; національний, регіональний, місцевий рівень); ринки збуту – частка міжнародного і національного ринку і т.д.;

- фінансовий стан. Структура активів та інвестованого капіталу, співвідношення власного і позикового капіталу; показники фінансової стійкості і ліквідності;

- якість менеджменту оцінка цього фактора найбільш складна, оскільки аналіз проводиться на основі непрямих даних, таких як віковий склад, рівень освіти, досвід, зарплата, а також місце підприємства на ринку.

Методи ринкового підходу засновані на використанні двох типів інформації: ринковій (ціновій) інформації на дату оцінку або найближчу дату,

що передує даті оцінки та фінансовій інформації підприємства, яка міститься у його фінансовій звітності (дохід, вартість активів і т.п.).

Визначення ринкової вартості підприємства порівняльним методом базується на використанні цінових мультиплікаторів. Ціновий мультиплікатор – це коефіцієнт, що показує співвідношення між ринковою ціною всього підприємства або його корпоративною часткою і 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.

Використання цінових мультиплікаторів для оцінки вартості базується на припущенні, що оцінюване підприємство та підприємства-аналоги мають схоже співвідношення між ринковою ціною та будь-яким фінансовим показником. Для того щоб обчислити цінової мультиплікатор, необхідно по-перше, визначити величину капіталізації або ринкову вартість власного капіталу підприємств-аналога, а по-друге, необхідно обчислити значення знаменника у формулі, тобто фінансові показники, наприклад, такі як: прибуток, виручка від реалізації, вартість чистих активів, дивідендні виплати, грошовий потік і деякі інші. В оцінній практиці найчастіше використовуються наступні мультиплікатори: «Ціна / Прибуток»; «Ціна / Грошовий потік»; «Ціна / дивідендні виплати»; «Ціна / Виручка від реалізації»; «Ціна / Балансова вартість»; «Ціна / Чиста вартість активів».

Залежно від особливостей оцінюваного підприємства, галузі і конкурентів, оцінка вартості може бути заснована на значенні одного мультиплікатора, але частіше за все на поєднанні декількох. Вибір величини мультиплікатора є складним і відповідальним етапом. У зв'язку з тим, що

абсолютно однакових компаній не існує, то величина мультиплікатора для різних компаній-аналогів може сильно варіюватися. Тому, спочатку необхідно відкинути екстремальні величини мультиплікатора, а потім розрахувати його середню і медіанну величину по аналогах.

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 2.2 узагальнено алгоритм розрахунку вартості підприємства з використанням методу ринкових угод.

Таблиця 2.2

Розрахунок ринкової вартості підприємства

№	Показник	Об'єкт оцінки	Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Аналог 4	Аналог 5	
1	Ціна продажу	-	21650,88	12190,48	37058,82	14732,14	22564,10	
	Фінансові показники:							
2	Вартість необоротних активів, тис.грн.	30801	33302	18705	56504	22401	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, т.грн	40700	41000	23000	69500	27500	41900	
	Мультиплікатори, рази	-						
6	ціна/необоротні активи	-	0,65018	0,65190	0,65591	0,65768	0,66170	
7	ціна/власний капітал	-	0,59490	0,59489	0,59490	0,59490	0,59490	
8	Ціна/активи	-	0,52171	0,52320	0,52640	0,52993	0,53217	
9	Ціна/чистий дохід	-	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 підприємства за модальним значенням вартостей, т.грн.		20999					

Узагальнення проміжних результатів та формування підсумкової

величини вартості здійснюється з використанням середніх, а саме:

- як середнє арифметичне значення – шляхом перемноження значення кожного мультиплікатора по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта, їх сумування, а потім ділення на кількість добутоків;

- як медіанне значення цін продажу – середнє значення для ранжованого ряду добутоків в по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта. Медіана-це число, яке є серединою ранжованої множини чисел, тобто половина чисел мають значення більші, ніж медіана, а половина чисел мають значення менші, ніж медіана

- як модальне для ранжованого ряду добутоків в по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта (найбільш поширене значення);

Незважаючи на явну простоту методів, їх застосування вимагає високої кваліфікації і професіоналізму оцінювача, оскільки передбачає внесення достатньо складних коригувань для забезпечення максимальної зіставності 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 підприємства 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. У 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 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.

У національному стандарті 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» вказується, що оцінка активів і зобов'язань на дату оцінки проводиться з врахуванням таких особливостей [62]:

- необоротні активи в частині основних засобів, нематеріальних активів, незавершеного будівництва, оцінюються з використанням ринкової або неринковими видами 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.

Застосування методу чистих активів у процесі визначення вартості підприємства не завжди відображає об'єктивну оцінку його фактичної вартості. Однак в оціночній практиці через відсутність ринкової інформації, оцінювачам часто доводиться вдаватися до даного методу. Проте наразі цей метод менш поширений, у зв'язку з існуванням підприємств, які займаються розробленням нових технологій, і активи яких складаються переважно з нематеріальних активів, які досить складно оцінити.

Метод ліквідаційної вартості включає декілька етапів [29]:

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 збов'язаннями;

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

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

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

Оцінимо поточну вартість ймовірного результату ліквідації цілісного майнового підприємства, у разі коли ліквідація здійснюється за рішенням власника і не передбачає примусового відчуження активів у строк, значно коротший, ніж строк експозиції подібного майна. Процедура ліквідації триватиме 7 місяців. Календарний план продажу активів поданий у табл.2.3. Узагальнення результатів розрахунку відображено у табл. 2.4.

Таблиця 2.3

Календарний план продажу активів підприємства у 2018 році

Активи	Місяці					
	січень	лютий	березень	квітень	травень	червень
Продаж нерухомості		23000	23000		31000	
Продаж обладнання				15000	6000	
Продаж нематеріальних активів				2000		
Продаж виробничих запасів					59000	
Продаж довгострокових інвестицій		15000				

Протягом шести місяців рівними частинами буде повернута дебіторська заборгованість та буде погашена кредиторська заборгованість. Протягом перших двох місяців буде отриманий чистий грошовий потік для власного капіталу, що очікується від провадження господарської діяльності підприємства – в перший місяць – 14000 тис.грн., у другий – 12000 тис.грн. Щомісячні витрати на охорону нерухомості, обладнання, виробничих запасів складуть 5% їх вартості на кінець місяця. Вихідна допомога та інші виплати звільненим працівникам у розмірі 9000 тис.грн. планується у четвертому місяці.

Таблиця 2.4

Оцінка ліквідаційної вартості підприємства*

№	Показник	Наявне майно на поч. січня.	Наявне майно на кінець січня	Наявне майно на кінець лютого	Наявне майно на кінець березня	Наявне майно на кінець квітня	Наявне майно на кін. травня.	Наявне майно на кінець червня	Наявне майно на кінець липня
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	Нерухомість (земля,будівлі,споруди)	77000	77000	54000	31000	31000	-	-	-
2	Обладнання	21000	21000	21000	21000	6000	-	-	-
3	Нематеріальні активи	2000	2000	2000	2000	-	-	-	-
4	Виробничі запаси	59000	59000	59000	59000	59000	-	-	-
5	Довгострокові фінансові інвестиції	15000	15000	-	-	-	-	-	-
6	Всього активів за рядками 1-5	174000	174000	136000	113000	96000	0	0	0
7	Всього вартість нерухомості, обладнання, виробничих запасів на кінець місяця	157000	157000	134000	111000	96000	0	0	0
8	Повернення дебіторської заборгованості	30000	5000	5000	500	5000	5000	5000	-
9	Повернення кредиторської заборгованості	36000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	-0
10	Чистий грошовий потік для ВК, що очікується від провадження діяльності	-	14000	12000	-	-	-	-	-
11	Охорона власності	-	7850	6700	5550	4800	0	0	-
12	Вихідна допомога	-	-	-	-	9000	-	-	-
13	Витрати на юридичні, ріелторські, аудиторські послуги	-	2616,67	2616,67	2616,67	2616,67	2616,67	2616,67	2616,67
14	Витрати на роботу ліквідаційної комісії, податки	-	800	800	800	800	800	800	800
16	Номер періоду прогнозу		1	2	3		4	5	6
17	Коефіцієнт дисконтування (поточної) теперішньої вартості $(\frac{1}{(1+0,02)^{ряд.16}})$		0,9804	0,9612	0,9423	0,9238	0,9057	0,8880	0,8706
18	Поточна (теперішня) вартість ймовірного результату ліквідації підприємства		1699,36	37374,66	12281,31	-1123,96	-4000,18	-3922,00	-2974,55
	Разом поточна вартість ймовірного результату ліквідації підприємства		39334,64	(сума значень ряд.18 граф 4-10)					

* Цифри умовні

Витрати на юридичні, ріелторські, аудиторські, оціночні послуги загалом становлять 10% вартості нерухомості, обладнання, виробничих запасів та розподілені на рівні частини протягом всього строку ліквідації. Витрати на роботу ліквідаційної комісії, податки тощо становлять 800 тис.грн щомісячно. Ставка дисконтування 2% на місяць, дисконтування проводиться на кінець періоду.

Проведені розрахунки свідчать, що ліквідаційна вартість підприємства складе 39334,64 тис.грн.

РОЗДІЛ 3

ІНФОРМАЦІЙНО-АНАЛІТИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ВАРТІСНОГО ОЦІНЮВАННЯ БІЗНЕСУ ПІДПРИЄМСТВА

3.1. Класифікаційна характеристика інформації, яка приймає участь у процесі оцінювання вартості підприємства

Завдання оцінювача є визначення вартість оцінюваного об'єкта і виклад своїх доводів так, щоб у покупця та продавця не виникало сумнівів щодо величини розрахованої вартості. У цьому зв'язку в оцінці особливу увагу слід приділяти об'єктивності думки. Саме тому оцінювач має завжди спиратися на максимально об'єктивну вихідну інформацію, правильно встановлювати мету оцінки та вибирати відповідну категорію вартості, у доступній і зрозумілій формі викладати прийняті припущення та обмеження. У зв'язку з цим специфічними особливостями роботи оцінювача є широке використання вхідних інформаційних ресурсів. Крім теоретичного матеріалу, важливими є дані про аналоги продажів, реально здійснені угоди купівлі-продажу подібного майна. Створення персональних, групових (корпоративних) і відкритих загальних баз даних про подібні продажі вимагає клопіткої і досить значної за обсягом підготовчої, аналітичної та організаційної роботи.

Сучасний ринок інформації характеризується постійно зростаючим обсягом інформаційних ресурсів, що мають різні джерела формування. Оцінювачі отримують інформації від державних органів законодавчої і виконавчої влади, засобів масової інформації, інформаційних центрів та служб, безпосередньо від підприємства-об'єктів оцінки та ін. У зв'язку з цим при постійному розширенні інформаційних потоків важливу роль відіграє правильний вибір тієї чи іншої інформації, яка є дійсно потрібною для здійснення оціночної діяльності.

Результат виконаної професіоналом незалежної оцінки спрямований на формування управлінського рішення її замовника. Це спонукає оцінювача бути

максимально відповідальним у своїх судженнях. Саме тому у практиці оціночної діяльності оперують такі визначеннями як необ'єктивна, неякісна, непрофесійна оцінка. Під необ'єктивною оцінкою розуміють оцінку, яка ґрунтується на явно неправдивих вихідних даних, навмисно використаних оцінювачем для надання необ'єктивного висновку про вартість об'єкта оцінки; неякісна (недостовірна) оцінка – це оцінка, проведена з порушенням принципів, методичних підходів, методів, оціночних процедур та (або) на основі необґрунтованих припущень, що доводиться шляхом рецензування; непрофесійна оцінка – це оцінка, проведена з порушенням кваліфікаційних вимог, що визначаються законодавством про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність.

Оціночна діяльність віднесена до такої, у якій значну роль відіграє експертний підхід, що, у свою чергу, відданий на відкуп особистій професійній думці оцінювача. У цьому зв'язку з цим колосальне значення в оцінці мають такі особистісні якості оцінювача, як компетентність, чесність, порядність, відповідальність і професійна етика.

Важлива роль у забезпеченні оціночної діяльності інформаційними ресурсами належить державним органам, основним завданням яких в цьому напрямку є формування нормативної бази оцінки вартості об'єктів власності.

Державне регулювання оціночної діяльності, відповідно до Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [19], полягає у забезпеченні формування і розвитку інфраструктури оцінки майна в Україні, об'єктивності та законності її проведення, у тому числі відповідності оцінки майна нормативно-правовим актам з оцінки майна, впровадження в практику оціночної діяльності міжнародних норм та правил оцінки майна, забезпеченні суспільних інтересів у питаннях оцінки майна, створення конкурентного середовища серед суб'єктів оціночної діяльності - суб'єктів господарювання та навчальних закладів, що здійснюють професійну підготовку оцінювачів, проведення оцінки майна органами державної влади та органами місцевого самоврядування відповідно до законодавства.

Основним органом державної влади, який здійснює державне регулювання оціночної діяльності в Україні, є Фонд державного майна України, який має також забезпечити широке інформування суспільства з питань оціночної діяльності, стану та особливостей ціноутворення на майно та майнові права в Україні.

Специфіка оціночної, як і будь-якої іншої експертної, діяльності полягає також у необхідності здійснення постійного та ефективного суспільного контролю за діяльністю оцінювача. Ефективним у цьому плані є саморегулювні професійні громадські організації, створені з ініціативи суб'єктів оціночної діяльності і призначені зберігати та підтримувати високу кваліфікаційну здатність оцінювачів, підвищувати якість та ефективність їх професійної роботи, допомагати оцінювачам в отриманні необхідної інформації.

У процесі оціночної діяльності величезну роль відграє нормативна база оцінка, яка згідно 9 Закону про оцінку майна втілюється у відповідних нормативно-правових актах з оцінки, якими є:

а) положення (національні стандарти) з оцінки майна, що затверджуються Кабінетом Міністрів України [60; 61 ; 62; 63];

б) методики та інші нормативно-правові акти, які розробляються з урахуванням положень (національних стандартів) і затверджуються Кабінетом Міністрів України або Фондом державного майна України [33; 58; 59; 68; 69].

Положення (національні стандарти) з оцінки майна, по-перше, містять: визначення понять, принципів оцінки, методичних підходів та особливостей оцінки відповідного майна залежно від мети оцінки, вимоги до змісту звіту про оцінку майна та порядок його рецензування; а по друге, визначають випадки застосування та випадки обмеження застосування оцінювачами методичних підходів до розрахунку різних видів вартості майна.

Однак, коло інформації, яка застосовується у процесі оціночної діяльності, необмежується лише нормативною базою оцінки. Всі джерела даних, які використовуються у процесі оцінювання класифікують за різними ознаками (рис.3.1).

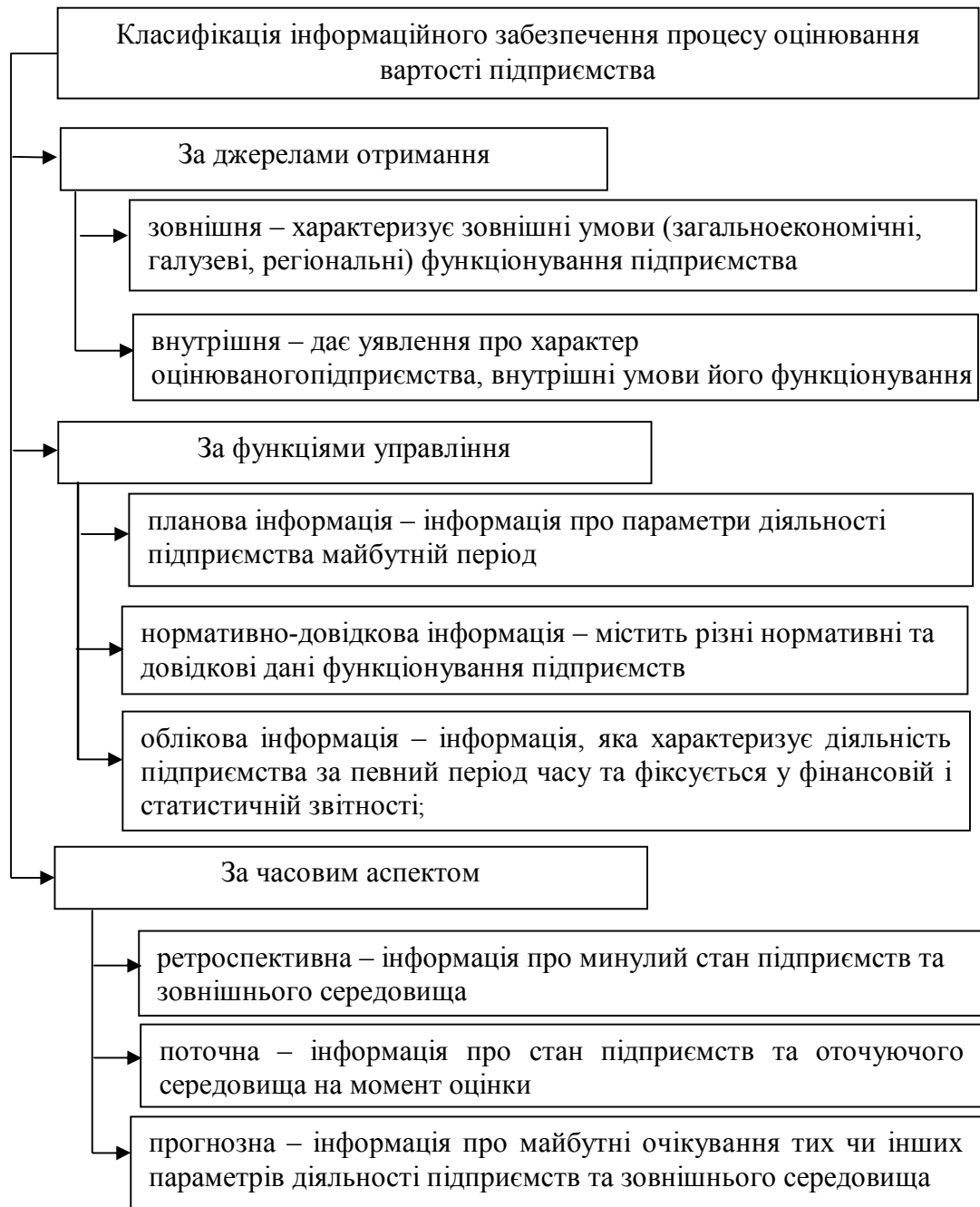


Рис. 3.1. Класифікація інформаційного забезпечення процесу оцінювання вартості підприємства [56]

Зовнішня інформація характеризує зовнішні умови (загальноекономічні, галузеві, регіональні) функціонування оцінюваного підприємства і його аналогів. Так, для оцінки вартості підприємства необхідно ознайомитися та проаналізувати ринок продукції (товарів, робіт, послуг) в обсязі, достатньому для вивчення попиту, формування уявлення про місткість ринку та частку ринку, яка належить підприємству для оцінки коректності припущень,

зроблених під час прогнозування його доходів. Для визначення інвестиційної вартості необхідно здійснити аналіз макроекономічної ситуації та визначити рівень активності інвестиційного ринку, інвестиційну привабливість галузі, умови галузевої конкуренції та інші фактори з метою виявлення їх впливу на діяльність потенційного об'єкту інвестицій. Інформацією такого роду є дані про рівень інфляції, темпи економічного розвитку галузі, держави, рівень політичної стабільності, можливі ринки збуту, стадію їхнього життєвого циклу, рейтинги інвестиційної привабливості підприємств галузі, законодавчі обмеження щодо входу на галузевий ринок та ін.

З метою оцінювання інших об'єктів оцінювачу необхідно проаналізувати його ринок, ознайомитися з цінами продажу та пропонування подібного майна.

Така інформація може бути отримана з періодичних видань та іншої літератури, присвяченої ринку об'єкта, із спеціалізованих баз даних державних органів влади та органів місцевого самоврядування, зокрема даних Держаної служби статистики, бази даних мережі Internet, офіційних сайтів саморегульованих організацій оцінювачів, від ріелторських та будівельних фірм, від інших оцінювачів. Для прикладу, отримати результати торгів різного майна можна на офіційному сайті Української універсальної біржі.

Внутрішня інформація характеризує безпосередньо діяльність підприємства та його внутрішні бізнес-процеси. До складу такої інформації входять ретроспективні дані про історію діяльності підприємства, загальна стратегія його розвитку та її складові, характеристика виробничого, кадрового потенціалу, ділова репутація, дані фінансової звітності (балансу, звіту про фінансові результати, звіту про рух грошових коштів та інші офіційні форми бухгалтерської звітності, а також внутрішня звітність підприємства.

Джерелами внутрішньої інформації є прогнозні показники діяльності (бізнес-план підприємства), результати опитувань персоналу та керівників, дані функціональних підрозділів, фінансова, управлінська та статистична звітність.

Нормативно-довідкова інформація, яку використовує оцінювач містить різні нормативні та довідкові дані, як правило, ця інформація частково є

зовнішньою (стосується загальногалузевих тенденцій розвитку та державного регулювання діяльності), частково - внутрішньою (ретроспективна аналітична інформація про параметри функціонування об'єкта).

Інформація, що використовується в процесі оцінки, повинна відповідати таким вимогам [52]:

- релевантності – відповідності кількості та якості інформації вимогам, обумовленим цілями проведення оцінки;
- достатності (повноти) – означає, що інформація повинна містити мінімальний, але достатній для ухвалення правильного рішення склад (набір показників).
- комплексності – комплексне урахування зовнішніх і внутрішніх умов функціонування об'єкта;
- актуальності – визначається ступенем збереження цінності інформації для прийняття рішень у момент її використання і залежить від динаміки зміни її характеристик та інтервалу часу, що пройшов з моменту виникнення даної інформації;
- своєчасності – означає надходження інформації не пізніше заздалегідь призначеного моменту часу, погодженого з часом вирішення поставленої задачі;
- точності – визначається ступенем близькості одержуваної інформації до реального стану об'єкта, процесу, явища і т. п.;
- вірогідності – визначається властивістю інформації відбивати реально існуючі об'єкти з необхідною точністю.

Оцінювач самостійно здійснює пошук інформаційних джерел (за винятком документів, надання яких повинен забезпечити замовник оцінки згідно з договором), їх аналіз та виклад обґрунтованих висновків. Для отримання інформації можуть знадобитися відрядження в інші регіони, маркетингові, соціологічні та інші дослідження. Тому витрати на збір та обробку інформації можуть включати: витрати на доступ до платних баз даних або інших джерел інформації; витрати на відрядження, на оплату

маркетингових, соціологічних та інших досліджень, на оплату послуг спеціалістів, що долучаються до процесу оцінки (залежно від обставин оцінювач може скористатися послугами юристів, бухгалтерів, будівельників, архітекторів), витрати на підготовку матеріалів до звіту про оцінку (карти, схеми, таблиці, фотознімки).

Таким чином, у ході оцінювання підприємства оцінювач збирає і детально описує інформацію :

- про саме підприємство, що оцінюється: організаційно-правову форму господарювання, місце розташування;
- про основні показники фінансово-господарської діяльності;
- про об'єкти-аналоги в інших регіонах, про ціни їх продажу;
- про стан ринку стосовно об'єкта оцінки та подібного майна;
- для обґрунтування ставки капіталізації та (або) ставки дисконту;
- про навколишнє середовище (клімат, екологію, геологію),
- про соціальні, політичні, правові та інші фактори, що впливають на вартість об'єкта підприємства;
- про обґрунтування ставки капіталізації та (або) ставки дисконту.

3.2. Аналітичні дослідження при визначенні вартості бізнесу та прогнозування складових грошового потоку підприємства

Відповідно до положень Національного стандарту 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» експерт, оцінюючи вартість підприємства, повинен здійснити комплекс аналітичних досліджень, які дозволять спрогнозувати його грошові потоки. У зв'язку з цим діяльність підприємства вивчається за наступними напрямками: виробництво та реалізація; матеріально-технічне постачання (логістика); управління підприємством; фінансовий та майновий стан, юридичний статус.

Розпочинають вивчення напрямку «Виробництво і реалізація» з аналізу ринку з метою вивчення попиту на продукцію, товари, роботи чи послуги

підприємства, з отримання інформації щодо місткості ринку та тої її частки, яка йому належить. Це допоможе обґрунтувати очікуваний обсяг доходів.

Місткість ринку визначається складовими, що подані у наступній формулі [71]:

$$V = Q + Z + I - E ,$$

де: V – місткість ринку;

Q – виробництво товарів;

Z – залишки товарних запасів;

I – імпорт товарів;

E – експорт товарів.

Далі оцінювач повинен ознайомитися з переліком споживачів, визначити їх частку у чистого доходу, виокремити основних споживачів, проаналізувати їх платоспроможність, це дозволить зробити висновок про залежність підприємства від споживачів. Якщо підприємство володіє широкою мережею споживачів, у нього багато постійних клієнтів, чим меншу частку доходу можна пов'язати з конкретним клієнтом, тим меншим є ризик інвестування у дане підприємство. Такі дані враховуються при прогнозуванні обсягів продажів продукції, визначенні ставки дисконту.

Спрогнозувати обсяги продажів продукції неможливо без вивчення рівня товарної диверсифікації, тобто кількості номенклатурних і асортиментних груп продукції підприємства, розмаху варіації в отриманні доходу від окремих асортиментних груп, без оцінки рівня використання виробничих потужностей.

Під виробничою потужністю розуміють максимальний обсяг продукції, який підприємство може виготовити за певний період часу при досягнутому рівні техніки, технології, організації праці і виробництва. Для її визначення використовують факторну модель взаємозв'язку обсягу продукції та засобів праці, яка має такий вигляд [71]:

$$ОП = \sum K_{обі} \times K_{ді} \times K_{зі} \times T_{pz} \times B_{взі},$$

де:

$K_{об}$ – кількість одиниць i -го обладнання

$K_{д}$ – кількість відпрацьованих днів i -ою одиницею устаткування;

K_z – коефіцієнт змінності i -го обладнання;

$T_{рз}$ – тривалість робочої зміни;

$V_{вз}$ – виробіток продукції за одну машино-годину i -го обладнання.

Таким чином, виробнича потужність залежить від:

- середньої кількості одиниць наявного обладнання з врахуванням його зміни протягом періоду (надходження, вибуття).

- планового фонду машинного часу. При визначенні виробничої потужності не враховують простой обладнання, пов'язані з нестачею робочої сили, сировини, палива, електроенергії, а також втратами робочого часу у зв'язку з браком у виробництві. Таким чином, враховуються тільки технологічно неминучі втрати, розмір яких визначається технологією та виробничими нормативами.

Факторами, які зменшують очікувані доходи підприємства є обмежений асортимент продукції, існування значного розмаху варіації в доході від реалізації окремих видів продукції; продукція, яку виготовляє підприємство має характер напівфабрикатів або застосовується як компонент іншої продукції.

Для прогнозування показників діяльності і попиту на продукцію підприємства можуть застосовуватися такі методи: метод трендів (екстраполяція); метод рівня споживання (включаючи еластичність попиту за цінами і доходами); експертні методи (прогноз здійснюється на основі думок групи спеціалістів-експертів).

Екстраполяція полягає у вивченні закономірностей минулого періоду і їх перенесенні на майбутнє. Ця відносно відома методика передбачає побудову тренду показників. Прогнозування здійснюється з використанням середнього абсолютного приросту і середнього темпу росту показників динамічного ряду.

Прогнозування на основі середнього абсолютного приросту здійснюють за формулою:

$$Y_{\text{прог}} = Y_0 + \bar{\Delta Y} \times (t - 1)$$

$Y_{\text{прог}}$ - прогнозне значення показника;

Y_0 - початковий рівень динамічного ряду;

$\bar{\Delta Y}$ - середній абсолютний приріст показника, що прогнозується;

t - порядковий номер дати (року, кварталу, місяця)

Прогнозування на основі середнього темпу росту здійснюють за формулою:

$$Y_{\text{прог}} = Y_0 \times \bar{T}_p^{t-1}$$

\bar{T}_p - середній темп росту

На основі інформації поданої в таблиці 3.1 розрахуємо прогнозу величину чистого операційного доходу підприємства на 2018 рік, враховуючи динаміку цього показника за останні 5 років. Для розрахунку застосуємо середній абсолютний приріст показника і його середній темп росту.

Таблиця 3.1

Показники динаміки чистого операційного доходу підприємства

(млн.грн.)

Показник	Роки					Середнє значення
	2013	2014	2015	2016	2017	
Чистий операційний дохід	10,0	12,0	14,8	15,2	16,0	13,6
Абсолютний приріст чистий операційний дохід (ланцюговий)	-	2,0	2,8	0,4	0,8	1,58
Індекс росту чистого операційного доходу	-	1,2	1,23	1,03	1,05	1,12

На основі застосування формули середнього абсолютного приросту, прогнозне значення чистого операційного доходу складе:

$$Y_{\text{прог}} = 10,0 + 1,58 \times (6 - 1) \approx 17,9 \text{ млн.грн.}$$

Застосування формули середнього темпу росту прогнозне значення чистого операційного доходу аналогічне:

$$Y_{\text{прог}} = 10,0 \times 1,12^5 \approx 17,6 \text{ млн.грн..}$$

Якщо чітка тенденція у рівні зміни показників не простежується, то з метою прогнозування використовують середнє квадратичне відхилення (σ). Його розраховують за формулою:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

де \bar{x} – середнє значення показників ряду динаміки, яке розраховують за

формулою:
$$\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n};$$

n – кількість показників ряду динаміки.

Використовуючи дані про обсяги продажу підприємства за минулі періоди, які наведені у табл. 3.2 спрогнозуємо значення цього показника на 2018 рік.

Таблиця 3.2

Вихідні дані для розрахунку прогнозованого обсягу реалізації

Роки	Обсяг реалізації, млн. грн.
2010	6,1
2011	10,2
2012	8,3
2013	6,0
2014	12,4
2015	13,5
2016	9,1
2017	15,5

Насамперед, розрахуємо середній обсяг реалізованої продукції за формулою середньої арифметичної простої.

$$\bar{x} = \frac{6,1+10,2+8,3+6,0+12,4+13,5+9,1+15,5}{8} = 10,13 \text{ млн.грн.}$$

Середньоквадратичне відхилення становитиме :

$$\sigma = \sqrt{\frac{(6,1-10,13)^2 + (10,2-10,13)^2 + \dots + (15,5-10,13)^2}{8}} = 3,22$$

Середньоквадратичне відхилення показує розмах (розсіювання) значень навколо середньої, тому очікуваний обсяг реалізації у майбутньому періоді буде знаходитися в діапазоні від $6,91 < 10,13 < 13,35$

Таким чином, обсяг реалізованої продукції підприємства у майбутньому періоді може за несприятливих умов становити – 6,91 млн.грн., а при сприятливій кон'юнктурі товарного ринку – 13,35 млн.грн.

Прогнозування попиту на продукцію підприємства здійснюється з використанням коефіцієнта еластичності попиту за цінами розраховується за наступною формулою (відносна зміна обсягів продажу продукції ділиться на відносно зміну ціни на продукцію підприємства) [71]:

$$E_1 = \frac{\Delta Q \div Q_0}{\Delta P \div P_0}$$

де: E_1 – коефіцієнт еластичності за цінами;

ΔQ – абсолютна зміна обсягів продажу;

Q_3 – обсяг продажу (попиту) звітного року;

Q_{00} – обсяг продажу (попиту) базового року;

ΔP – абсолютна зміна ціни;

P_3 – ціна на продукцію у звітному році;

P_0 – ціна на продукцію у базовому році.

Коефіцієнт еластичності попиту за доходами розраховується за наступною формулою (відносна зміна обсягів продажу продукції підприємства ділиться на відносно зміну доходів на душу населення) підприємства) [71]:

$$E_1 = \frac{\Delta Q \div Q_0}{\Delta D \div D_0}$$

де: E_1 – коефіцієнт еластичності за цінами;

ΔQ – абсолютна зміна обсягів продажу;

Q_3 – обсяг продажу (попиту) звітного року;

Q_0 – обсяг продажу (попиту) базового року;

ΔD – абсолютна зміна доходів населення;

D_3 – дохід на душу населення у звітному році;

D_6 – дохід на душу населення у базовому році.

У процесі оцінювання оцінювач повинен з'ясувати сутність виробничих процесів, ознайомитися з технологією виробництва, вивчити структуру витрат, особливо співвідношення постійних і змінних витрат; визначити необхідність заміни основних засобів у зв'язку з значним фізичним та моральним зносом, а також визначити обсяг необхідних інвестицій на їх придбання та ремонт. Отримана інформація допомагає у прогнозуванні витрат на виробництво.

Аналітичне дослідження напряму «Логістика» передбачає вивчення ресурсної бази підприємства та рівня її диверсифікації. Низький рівень диверсифікованості постачань матеріальних ресурсів зумовлює ріст бізнес-ризиків, пов'язаних із логістичними проблемами, і як наслідок – зниження обсягів випуску продукції і чистого доходу, зміна ставки дисконту.

Організаційна структура підприємства та структура управління характеризує такий напрям аналітичного дослідження як «Управління підприємством». На підставі отриманих висновків визначається ставка дисконту для інвестованого і власного капіталу.

При вивченні такого напряму як «Юридичний статус підприємства» – оцінювач встановлює організаційно-правову форму господарювання на підставі якої функціонує підприємство (акціонерне товариство – публічне, приватне; товариство з обмеженою додатковою, повною відповідальністю, командитне товариство і т.д.). Він повинен познайомитися:

- з метою створення підприємства,
- величиною статутного капіталу і порядком його формування;
- порядком розподілу прибутку,
- правовими засадами провадження господарської діяльності підприємства, зокрема з'ясувати наявність патентів та ліцензій на здійснення того чи іншого виду, застосування механізмів ціноутворення на ринку відповідної продукції (товарів, робіт, послуг), наявність державної підтримки або обмежень, антимонопольні та екологічні вимоги, систему оподаткування.

Якщо підприємство акціонерне, то оцінювачу слід приділити увагу гарантованим виплатам по привілейованих акціях. По черговості обов'язкових виплат дивіденди по привілейованих акціях виплачуються зразу після погашення боргових зобов'язань за облігаціями (за їх наявності). Для потенційного інвестора значна частка привілейованих акцій у їх чисельності невігідна, бо призводить до фактичного зниження грошових потоків.

Напрямок «Фінансовий стан підприємства» передбачає вивчення майнового стану підприємства (стану, складу, структури активів (майна) та джерел їх фінансування); показників фінансових результатів та рентабельності, показників грошових потоків підприємства; показників фінансової стійкості, платоспроможності, ліквідності; показників ділової активності.

Основні показники, які характеризують фінансовий стан підприємства, їх розрахунок і інтерпретація подані у додатку Б.

При вивченні майнового стану цінювач здійснює горизонтальний та вертикальний аналіз. Горизонтальний аналіз базується на вивченні динаміки окремих статей активу і пасиву балансу в часі; вертикальний – дає змогу оцінити активи і пасиви з погляду їх структурної динаміки. Для оцінки майнового стану підприємства розраховуються ще коефіцієнти, які характеризують виробничий потенціал: коефіцієнт зносу основних засобів, коефіцієнт вибуття основних засобів, коефіцієнт оновлення основних засобів.

Співвідношення необоротних і оборотних активів визначається галузевими особливостями, рівнем автоматизації виробництва, політикою в галузі інвестицій і конкретними умовами роботи підприємства. Якщо абстрагуватися від цих особливостей, то збільшення частки оборотних активів у складі активів підприємства веде до підвищення рівня мобільності капіталу, одного із найважливіших показників фінансового стану.

Однак ріст оборотних активів не повинен відбуватися за рахунок росту необоротних, а разом з ним, при цьому темп росту оборотних активів повинен перевищувати темп росту необоротних. Наявність такого співвідношення

свідчить про приріст виробничого потенціалу і прискорення оборотності оборотних активів.

Тому при необґрунтованому збільшенні необоротних активів у складі майна підприємства структура балансу погіршується, знижуються показники ліквідності, оборотності капіталу, величина власного оборотного капіталу. В результаті погіршуються показники забезпеченості поточної діяльності власним оборотним капіталом, що веде до погіршення фінансової стійкості підприємства.

Ріст частки оборотних активів, у цілому, свідчить про позитивні зміни в складі активів підприємства, бо вказує на формування більш мобільної структури активів, що сприяє прискоренню оборотності капіталу; про розширення виробничої діяльності. Однак треба брати до уваги, що абсолютний і відносний ріст оборотних активів також може бути пов'язаний з уповільненням їх обороту, що викликає збільшення їх маси, або ж з дією факторів інфляції. Тому детальні дослідження змін у структурі оборотних активів дозволяють отримати важливу інформацію про позитивні і негативні зміни у складі майна підприємства.

Оцінюючи динаміку вартості основних засобів, враховують те, що ці активи важко піддаються оперативному управлінню, поміняти їх структуру за короткий період не вдається, тому спад виробництва неминуче призводить до зниження рівня їх корисного використання. Крім того, вони морально зношуються і відносяться до слаболіквідних активів і потребують достатньо тривалого часу для перетворення їх у грошову наявність.

Позитивною тенденцією в зміні основних засобів є перевищення темпів росту виробничих засобів порівняно з невиробничими, активної частини над пасивною. Це свідчить про правильну економічну політику підприємства щодо підвищення ефективності використання основних засобів.

У процесі аналітичного дослідження вивчається забезпеченість підприємства основними засобами та ефективність їх використання на основі розрахунку показників фондоозброєності праці та фондівіддачі,

фондомісткості, часу роботи одиниці устаткування, коефіцієнтів змінності, екстенсивного чи інтенсивного навантаження, використання площ і т.п. Для оцінки руху слугують коефіцієнти вибуття, оновлення.

Оцінюючи абсолютну і структурну динаміку оборотного капіталу, необхідно враховувати як переваги, так і можливі проблеми, що можуть її супроводжувати. Так, ріст виробничих запасів може свідчити про ряд позитивних і негативних моментів у роботі підприємства. Позитивними є розширення масштабів господарської діяльності; підвищення рівня ділової активності підприємства; прагнення зберегти грошові кошти від знецінення через інфляцію в умовах недорозвинутості фондового ринку. До негативних моментів можна віднести недоліки роботи відділу матеріального постачання, нераціональне управління виробничими запасами, внаслідок чого значна частина капіталу направляється в оборотні активи з незначним рівнем ліквідності.

Ріст незавершеного виробництва може свідчити не тільки про розширення масштабів діяльності і ріст ділової активності, а й бути наслідком росту тривалості виробничого циклу через зниження продуктивності праці, ефективності використання виробничих потужностей, низької організації виробництва, недостатнього рівня техніки і технології.

Ріст дебіторської заборгованості, зумовлений підвищенням попиту на продукцію, підприємства, збільшенням обсягу товарного кредиту, оцінюється позитивно, бо свідчить про підвищення ефективності використання капіталу. Якщо ріст дебіторської заборгованості зумовлений неефективною кредитною політикою, нерозбірливим вибором партнерів, відсутністю оцінки їх кредитоздатності, фінансового стану, то це свідчить про вилучення частини активів з обороту і неминуче веде до погіршення фінансової стійкості, платоспроможності, генерує ризик банкрутства.

Зменшення дебіторської заборгованості може свідчити про ефективну кредитну політику, обґрунтований вибір партнерів, покращення їх фінансового стану, або ж про скорочення продажу в кредит, втрату споживачів продукції.

Таке зниження супроводжується ростом залишків нереалізованої продукції і оцінюється негативно.

Ріст залишків готової продукції на складі свідчить про втрату ринків збуту, низьку купівельну спроможність споживачів, високу собівартість та неритмічність випуску і відвантаження продукції. Це в свою чергу веде до сповільнення оборотності капіталу, відсутності готівки та росту частки позиченого капіталу в джерелах фінансування підприємства. Даний факт може загрожувати підприємству банкрутством.

При оцінці грошових коштів слід знати, що раніше у всіх випадках позитивно оцінювалося їх збільшення, адже це вказує на ріст абсолютної ліквідності, збільшення обсягу реалізації продукції, підвищення ділової активності підприємства. Однак, враховуючи те, що ці активи є монетарними і зазнають втрат через інфляцію, сьогодні підприємства повинні прагнути раціонально використовувати вільні грошові кошти (надавати позики іншим підприємствам, здійснювати довго-, короткострокові фінансові вкладення, купувати патенти, ліцензії і т.п.). Мистецтво управляти грошовими коштами полягає в тому, щоб на рахунках тримати лише мінімальну суму грошових коштів, яка може знадобитися для поточної операційної діяльності і покрити тимчасову незбалансованість грошових потоків у часі.

За даними балансу оцінювач аналізує зміни стану, структури джерел фінансування підприємства. Ріст капіталу, в цілому, оцінюється позитивно, бо свідчить про розширення діяльності і рівень надійності підприємства. Як позитивну тенденцію, слід відмітити перевищення темпів росту обсягу виробленої і реалізованої продукції над темпами росту капіталу. Це веде до росту показників капіталовіддачі, рентабельності, тобто свідчить про підвищення ефективності використання капіталу. Висока частка власного капіталу і її ріст, у цілому, оцінюється як позитивна риса фінансового стану, бо свідчить про зміцнення фінансових позицій підприємства, вміння ефективно господарювати, а ріст позиченого капіталу вказує на збільшення загальної суми боргу підприємства.

Прибуток характеризує кінцевий результат діяльності підприємства. Його одержання є обов'язковою умовою розширеного відтворення на підприємстві, забезпечення самофінансування і зміцнення конкурентоспроможності на ринку. Абсолютна величина прибутку відображає отриманий підприємством ефект, однак не відображає рівня ефективності його господарської діяльності. Обсяг прибутку може зростати при недостатньому використанні ресурсів підприємства, недотриманні вимог режиму економії. Тому для характеристики ефективності господарської діяльності, рівня використання його ресурсів, раціональності здійснених витрат широко застосовуються відносні показники, які в економічній практиці одержали назву рентабельності. Їх величина показує співвідношення ефекту з наявними чи використаними ресурсами, необхідними для отримання цього ефекту.

Оцінювач звертає увагу на якість отриманого прибутку. Якісним вважають прибуток, коли спостерігається його позитивна прогресуюча (або ж стабільна) тенденція протягом тривалого періоду; більшу частку в складі отриманого прибутку складає прибуток від основної і операційної діяльності; високим є рівень співвідношення поточної ринкової ціни акції і чистого прибутку, що припадає на одну акцію; відсутні негативні фактори формування операційного прибутку; високим є діловий імідж адміністрації суб'єкта господарювання. Врахування якості прибутку сприятиме правильній оцінці перспективної платоспроможності підприємства.

Оцінювач повинен оцінити діяльність підприємства не тільки з позицій кінцевих фінансових результатів, тобто чистого прибутку чи збитку, але і з точки зору утворення чистого грошового потоку. У сучасному фінансову обліку при визначенні моменту реалізації і визнання доходу від реалізації продукції використовується принцип «нарахування»: продукція вважається реалізованою з моменту переходу прав на неї. Це відбувається або в момент відвантаження продукції і виписки відвантажувальних документів, або в момент надходження коштів на розрахунковий рахунок (правило першої події). Використання принципу «нарахування» зумовлює значну невідповідність між

фактичними грошовими потоками і доходами, що відображаються у звітності. Крім того, грошовий потік охоплює рух коштів, які не враховуються при визначенні доходу і відповідно прибутку – капітальні витрати, сплату боргів, надходження позик тощо. Тому для акціонерів, інвесторів більш цінним є наявність позитивних грошових потоків, ніж наявність у Звіті про фінансові результати певної суми прибутку. Чисті грошові потоки характеризуються більшою стійкістю до змін, порівняно з чистим прибутком. Інформація про рух грошовий коштів відображається підприємством у Звіті про рух грошових коштів.

Фінансова стійкість оцінюється за допомогою системи фінансових коефіцієнтів. Інформаційною базою для таких розрахунків є бухгалтерський баланс. Аналіз проводиться шляхом розрахунку і порівняння отриманих значень коефіцієнтів з базовими величинами, а також вивчення динаміки їх зміни за певний період.

Сукупність показників ділової активності та оцінка їх динаміки дозволяє проаналізувати швидкість обороту фінансових ресурсів підприємства, саме дебіторської і кредиторської заборгованостей, активів і капіталу.

Капітал, обслуговуючи неперервний процес відтворення, знаходиться в постійному русі, проходячи три стадії кругообігу. На першій стадії, заготівельній, відбувається придбання предметів праці і засобів праці, тобто формування операційних активів (оборотних і необоротних). Капітал тут змінює свою форму з грошової на матеріальну (продуктивну). На другій стадії, виробничій, відбувається процес продуктивного споживання предметів і засобів праці і перетворення їх у готову продукцію. Капітал на цій стадії набуває товарної форми. На останній, збутовій стадії капітал надходить у сферу обігу і після реалізації продукції в грошовій формі знову повертається на підприємство.

Оборот виміряний у часі, називається оборотністю капіталу. Оборотність характеризується коефіцієнтом оборотності – KO_A і тривалістю одного обороту (операційного циклу) – TO_A .

Коефіцієнт оборотності відображає швидкість обороту капіталу і вказує на середнє число оборотів, котрі здійснює капітал за аналізований період:

$$KO_A = \frac{OP}{\bar{A}},$$

де: KO_A – коефіцієнт оборотності активів (капіталу) за відповідний період;

OP – обсяг реалізації за відповідний період;

\bar{A} – середня вартість активів.

Середня вартість активів у цілому чи окремих елементів капіталу розраховується за формулою середньої хронологічної. При цьому, чим більше часових інтервалів використано для розрахунку, тим точнішим буде середній залишок активів і коефіцієнт оборотності. При розрахунку цього показника, за даними річного балансу, використовують формулу середньої арифметичної.

Тривалість одного обороту характеризує число днів, упродовж яких капітал здійснює повний оборот, тобто вказує на середній проміжок часу між придбанням запасів для здійснення операційної діяльності та отриманням коштів від реалізації виробленої з них продукції або товарів і послуг.

Для розрахунку цього показника користуються формулою [71]:

$$TO_A = \frac{\bar{A}}{OP_{од}},$$

де: TO_A – тривалість обороту активів (капіталу) підприємства в днях;

\bar{A} – середня вартість активів за певний період;

$OP_{од}$ – одноденний обсяг реалізації продукції в періоді, за який проводиться аналіз.

У розрахунках можна скористатися формулами виду [71]:

$$TO_A = \frac{\bar{A} \times 360}{OP}, \text{ або:}$$

$$TO_A = \frac{T}{KO},$$

де: T – кількість календарних днів у періоді, за який проводиться аналіз;

KO – коефіцієнт оборотності активів.

Чим менша тривалість обороту і більший коефіцієнт оборотності капіталу (швидкість обороту), тим вища ефективність його використання на підприємстві, тому що кожний оборот приносить додаткову суму прибутку.

Оцінимо фінансовий стан підприємства за перерахованими групами показників, скориставшись його фінансовою звітністю (додатки В, Г). Дані узагальнено у табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Оцінка основних показників фінансового стану підприємства за 2016-2017 роки

Показники	Роки		Динаміка	
	2016	2017	абсолютна, тис.грн.	відносна, %
1. Чистий дохід, тис.грн	9100	15500	6400	70,3
2. Чистий прибуток, тис.грн	6199	7506	1307	21,1
3. Середня вартість активів, тис.грн.	43265	43986	721	1,7
4. Середня вартість оборотних активів	15321	15672	351	2,3
5. Рентабельність активів, грн.	0,14	0,17	0,03	21,4
6. Рентабельність реалізації, грн.	0,68	0,48	-0,2	-29,4
7. Оборотність активів, раз	0,6	1	0,4	0,7
8. Кофіцієнт абсолютної ліквідності	0,03	0,04	0,01	33,3
9. Кофіцієнт проміжної ліквідності	0,44	0,57	0,13	29,5
10. Коефіцієнт загальної ліквідності	1,50	1,55	0,05	3,3

У звітному році підприємство отримало чистий прибуток в сумі 7506 тис.грн., що на 1307 тис.грн або 21,1% більше рівня минулого року. Як позитивну тенденції у фінансовому стані підприємства слід відмітити також ріст рентабельності активів. Так, у 2017 році кожна гривня вкладена власниками в активи принесла їм прибуток у сумі 0,17 грн. Серед інших позитивних тенденцій – ріст рівня ділової активності (про це свідчить ріст швидкості обороту активів), а також зростання рівня ліквідності.

Однак у звітному році спостерігається зниження рентабельності реалізації продукції. У звітному році від однієї гривні реалізованої продукції підприємство отримало чистого прибутку у розмірі 0,048 грн., що на 0,2 грн. або 29,4% менше від минулого року.

В аналітичних розрахунках використовують, виходячи із необхідності, різні форми середніх – середня арифметична проста і зважена, середня

гармонійна, середня хронологічна, середня геометрична. Вони дозволяють визначити загальні закономірності і тенденції в розвитку економічних процесів, абстрагуватись від випадковостей, без них неможливо порівняти ознаку, що вивчається за різними сукупностями.

Отримані висновки за результатами проведених аналітичних досліджень формують основу припущень, що використовуються оцінювачем у процесах оцінювання.

3.3. Оціночні процедури при визначенні ставки капіталізації та ставки дисконту

З математичної точки зору ставка дисконту та ставка капіталізації – це відсоткові ставки, яка використовується для перерахунку майбутніх чистих надходжень у величину поточної (теперішньої вартості), що є базою для визначення ринкової вартості підприємства.

Коефіцієнт, який використовують для визначення теперішньої вартості підприємства за допомогою методу непрямой капіталізації доходу шляхом дисконтування його прогнозних грошових потоків називають ставкою дисконту. Як уже зазначалося, метод застосовується у разі, коли прогнозовані чисті операційні доходи підприємства є неоднаковими за величиною, непостійними протягом визначеного періоду прогнозування або якщо отримання їх обмежується у часі. Ставка дисконту відображає середньоринкову норму доходу на інвестований капітал та норму його повернення в після прогнозний період.

Коефіцієнт, який використовують для визначення теперішньої вартості підприємства за допомогою методу прямої капіталізації доходу називають коефіцієнтом капіталізації. Він застосовується у разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід, отримання якого не обмежується у часі. Капіталізація

чистого операційного доходу, тобто перетворення його у вартість підприємства здійснюється шляхом ділення його на ставку капіталізації.

За своїм економічним змістом ставка дисконту та ставка капіталізації відображають норму доходу на вкладений капітал. Вони відображають дохідність доступних інвестору альтернативних варіантів інвестування коштів і визначаються шляхом аналізу інформації про доходи від використання подібного майна та його ринкові ціни або шляхом порівняльного аналізу дохідності інвестування в альтернативні об'єкти.

Обрана модель грошового потоку визначає методи оцінювання ставки дисконту.

Для грошового потоку, генерованого власним капіталом може бути використаний метод кумулятивної побудови .

Відповідно до методу кумулятивної побудови ставки дисконту останнього складається з ринкової дохідності майже безризикового активу та сукупної ринкової премії за ризик.

Таким чином, для успішного застосування методу кумулятивної побудови необхідно мати достовірні значення двох параметрів:

- безризикової ставки дохідності, що відповідає економіко-політичній ситуації в країні та стану її фінансового ринку;
- сукупної премії за ризик, що відповідає ступеню ризикованості об'єкта оцінювання.

Розглянемо особливості оцінювання цих двох параметрів в сучасних українських умовах.

Вихідною величиною для методу кумулятивної побудови є так звана «безризикова ставка дохідності». Зрозуміло, що безризикова дохідність є лише теоретична абстракція, оскільки на фінансовому ринку ризики існують скрізь і завжди, і абсолютно надійних інвестицій не існує.

У західній практиці як безризикову ставку дисконтування використовують середньоринкову норму дохідності урядових (казначейських) боргових цінних паперів. Наприклад, у США безризиковою вважають

дохідність казначейських векселів та казначейських облігацій, за якими своєчасність виплат основного боргу та відсотків прямо гарантується Державним казначейством Сполучених Штатів Америки. Це означає, що ці боргові зобов'язання завжди погашали своєчасно та в повному обсязі, тому з погляду ризику неплатежу (кредитного ризику) більш надійних інвестицій на американському фінансовому ринку не існує.

Вибору дохідності казначейських зобов'язань як безризикової складової ставки дисконтування сприяє також «прозорість» даних про ці ставки дохідності, яка обумовлена такими факторами:

- гарантованість та визначеність майбутніх величин надходжень за цими зобов'язаннями навіть обумовило появу терміна «цінні папери з фіксованим доходом», їх норму дохідності розраховано; вона є довідковою інформацією для інвестора;

- рівень дохідності казначейських векселів та облігацій регулярно оприлюднюється у засобах масової інформації, отже, всі зацікавлені особи мають однаковий доступ до цих даних.

Проте варто вказати на те, що облігації уряду США можуть бути безризиковими у розумінні номінальних виплат, однак вони можуть виявитися дуже ризиковими в розумінні реальних, тих, що враховують інфляцію доходу. Так, у середньому номінальна ставка доходу по довгострокових урядових облігаціях з терміном погашення 10 років у США, Японії і провідних європейських країнах становить близько 6–8 % річних, а реальна – від 2,5 % до 4,5 %, залежно від рівня інфляції [11].

У країнах з трансформаційною (перехідною) економікою, з нестабільною грошовою одиницею та незбалансованим бюджетом вкладення в державні боргові цінні папери не є безризиковим.

На жаль, в Україні, в умовах нерозвиненості ринку державних цінних паперів частка ризикової складової в дохідності цих боргових інструментів досить значна. Тому в українській практиці, як безризикову, зазвичай використовують середню ставку по короткостроковим депозитним внескам у

вільноконвертованій валюті провідних, найбільш надійних комерційних банків України.

Варто зазначити також, що інвестори через різне ставлення до ризику визначають різні нормативи надійності, а отже, й по-різному сприйматимуть величину безризикової складової. Так, якщо вітчизняний інвестор погодиться із запропонованим вище підходом щодо визначення безризикової ставки в Україні, то іноземний інвестор вимагатиме, щоб безризикова (базова) ставка долучала також ризик країни, тобто додатковий ризик вкладення коштів в Україну як в державу з нестабільною економіко-політичною ситуацією.

Точність оцінки ставки дисконтування за методом кумулятивної побудови залежить від правильності врахування сукупності фінансових ризиків, що мають вплив на об'єкт оцінювання.

Аналіз ризиків виконують за два послідовні етапи: якісний аналіз та кількісне оцінювання.

На етапі якісного аналізу зокрема відбувається ідентифікація та ранжування за важливістю (за ступенем впливу) основних видів і типів ризику, тому цей етап потребує ґрунтовних та глибоких знань про об'єкт оцінювання, досвіду, інтуїції тощо.

Етап кількісного аналізу передбачає застосування різних економіко-математичних методів оцінювання ризику, причому універсальних методів, що підходять для будь-яких об'єктів оцінювання не існує. Вибір кількісних методів залежить від видів і типів ідентифікованих ризиків.

У фінансовій теорії популярним є розподіл факторів ризику на фактори внутрішнього та зовнішнього впливу, а ризиків, притаманних будь-якому об'єкту – на два типи: систематичний (загальноринковий) та несистематичний (індивідуальний, специфічний).

Систематичний ризик є ризиком, який властивий усьому ринку капіталів як складній економічній системі. Він пов'язаний зі змінами кон'юнктури і коливаннями цін та дохідностей на ринку в цілому відповідно до всієї

сукупності макроекономічних та політичних чинників. Цей тип ринкового ризику має вплив на всі об'єкти фінансового ринку.

Індивідуальний (специфічний) ризик є ризиком, який характерний безпосередньо для конкретного об'єкта оцінювання та відповідає специфічним внутрішнім факторам ризику, що впливають лише на цей об'єкт.

Проаналізувавши сукупність ризиків, притаманних об'єкту оцінювання, у методі кумулятивної побудови далі визначають розміри надбавок (премій) за ідентифіковані види ризику.

Ринкова премія за систематичний ризик визначається виходячи з накопичених ретроспективних статистичних даних про середньоринкову дохідність та з відомої безризикової ставки дисконтування.

Ринкову премію за індивідуальні ризики оцінюють у кожному конкретному випадку окремо. Вона залежить від видів та рівня впливовості ідентифікованих специфічних ризиків.

Оскільки види цих ризиків, як правило, визначають експертним шляхом, то й отримані підсумкові значення відповідних премій за ризики часто мають суб'єктивний характер і визначаються цілями та завданнями оцінювання.

Наприклад, експертна процедура оцінювання премії за індивідуальний ризик, пов'язаний з інвестуванням у конкретне підприємство має містити надбавки за специфічні ризики, обумовлені такими факторами [11]:

- впливом ключової фігури підприємства, якістю менеджменту;
- розміром підприємства;
- фінансовою структурою;
- товарною (територіальною) диверсифікацією;
- диверсифікацією клієнтури;
- іншими факторами.

Зрозуміло, що цей перелік факторів є лише орієнтовний, оскільки у кожному конкретному випадку можна виокремити інші впливові специфічні фактори ризику.

Фактори ризику враховують за методом нормативних значень. Для кожного чинника задають діапазон змін розмірів премії від 0 до 5 %. У цьому діапазоні кожний з ідентифікованих видів індивідуального ризику можна ранжувати таким чином:

- дуже високий – надбавка 5 %;
- високий – надбавка 4 %;
- середній – надбавка 3 %;
- низький – надбавка 2 %;
- дуже низький – надбавка 1 %;
- майже немає (або не має суттєвого впливу) – надбавка 0.

Зазначимо, що основна проблема методу нормативних значень полягає у визначанні критеріїв класифікації, що дають змогу чітко розмежувати різні групи ризику, оскільки на практиці дуже важко однозначно класифікувати, наприклад, високий ступінь ризику як високий або дуже високий.

Розглянувши поняття безризикової складової та вказавши на основні види економічних ризиків і механізм їх врахування у розмірі премії за ризик, необхідно зробити певні підсумки щодо застосування методу кумулятивної побудови при розрахунку ставки дисконту.

Побудова сукупної ставки дисконтування потребує попереднього визначення всіх її складових. За наявності великої кількості накопиченої та проаналізованої статистичної інформації величини безризикової ставки дохідності та премії за систематичний ризик стають вихідними (відомими) величинами. Тоді в кожному конкретному випадку залишається знайти лише надбавку за індивідуальний ризик.

Таким чином, структуру ставки дисконтування можна представити такою формулою [11]:

$$i = R_f + R_s + R_i$$

де i – ставка дисконту;

R_f – безризикова ставка дохідності;

R_s – ринкова премія за систематичний ризик;

R_i – ринкова премія за індивідуальний ризик.

Метод кумулятивної побудови для оцінювання ставки дисконтування має свої переваги та недоліки. Однією з переваг є математична простота підрахунків, а недоліком – їх не надто велика точність, оскільки вони ґрунтуються на експертному оцінюванні факторів ризику.

Для грошового потоку, генерованого усім інвестованим капіталом – модель середньозваженої вартості капіталу (weighted average cost of capital, WACC). Метод середньозваженої вартості капіталу (WACC) ґрунтується на тому, що для приведення величини майбутніх надходжень від усього інвестованого капіталу до теперішньої вартості у ставці дисконтування необхідно окремо враховувати норми дохідності на власний та позиковий капітал.

Модель середньозваженої вартості капіталу для розрахунку ставки дисконтування має такий вигляд [73]:

$$WACC = B_k \cdot \Delta P_k + (1 - T) \cdot R_e \cdot \Delta B_k$$

де B_k – вартість позикового капіталу; ΔP_k – частка позичкового капіталу; R_e – вартість власного капіталу; ΔB_k – частка власного капіталу.

Співмножник $(1-T)$ вважають, так званим, податковим щитом, який показує податкову економію, яку отримують підприємства через зменшення податку на прибуток на T відсотків. Це зумовлено тим, що витрати на залучення позикового капіталу враховуються при визначенні розміру прибутку, який оподатковується.

Таким чином, за цим методом ставку дисконтування визначають як суму зважених ставок віддачі на власний та позиковий капітал, де вагами виступають частки власних та позикових коштів у загальному обсязі інвестованого капіталу. При цьому частки власного та позикового капіталу пов'язані таким співвідношенням:

$$\Delta P_k + \Delta B_k = 1$$

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) [11]:

$$WACC = B_k \cdot (1 - T) \cdot \Delta\Pi_k + R_{cp} \cdot \Delta_{cp} + R_{co} \cdot \Delta_{co},$$

де: R_{cp} – встановлена норма дохідності за привілейованими акціями;

R_{co} – необхідна норма дохідності на власний капітал (за звичайними акціями), яка розраховується відношенням дивідендів на акцію до її ринкової ціни;

Δ_{cp} – частка привілейованих акцій у сформованій структурі інвестованого капіталу

Δ_{co} – частка звичайних акцій у сформованій структурі інвестованого капіталу.

Такий підхід застосовують, якщо треба виокремити норми дохідності на власний (акціонерний) та позиковий капітал для підвищення «прозорості» використання коштів акціонерного товариства. Цей метод насамперед актуальний для підприємства, акції якого активно котируються на фондовому ринку, оскільки оприлюднення цієї інформації збільшує довіру до цієї товариства, що, в свою чергу, підвищує рівень ринкової капіталізації її цінних паперів.

В Україні, в умовах відсутності активного, високоліквідного фондового ринку та «непрозорості» використання коштів більшості підприємств, цей метод поки що на практиці не застосовувався.

Зазначимо також, що метод середньозваженої вартості капіталу не є повністю самостійним підходом, оскільки деякі складові моделей, які використовуються як вихідні величини, насправді треба спочатку визначити. Так, середньоринкову ставку дохідності за банківськими кредитами можна оцінювати за методом ринкових аналогів (порівняльний підхід), а норму

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик О.В. Бази і сховища даних – інформаційний фундамент бухгалтерського обліку та аналізу // Економічні, управлінські, правові та інформаційно-технічні проблеми діяльності підприємств: колективна монографія/ за заг. ред. Л. М. Савчук, М. Фіц.–Дніпро: Герда, 2016.–528 с. ISBN 978-617-7097-58-6. – С. 330-341
2. Бабій О.М. Управління вартістю підприємства: навчальний посібник / О. М. Бабій, В. С. Малишко, Г. О. Пудичева.– Одеса: ОНЕУ, ротاپронт, 2016.– 207 с.
3. Бачевський, Б. Є. Потенціал і розвиток підприємства : навч. посіб. / Бачевський, Б. Є., Заблудська І. В., Решетняк О. О. - К. : Центр учбової літератури, 2009. — 400 с.
4. Бачинская О. М. Подходы к определению стоимости предприятия / О. М. Бачинская // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2011. – № 4. – С. 99–102.
5. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия : учеб. пособ. / С. В. Валдайцев. – М. : ЮНИТИ, 2001. – 720 с.
6. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса : учебник / С. В. Валдайцев. – 2-е изд., переработ. и дополн. – М. : ТК Велби, 2004. – 360 с.
7. Воронкова А. Е. Управлінські рішення в забезпечення конкурентоспроможності підприємства: організаційний аспект: монографія / А.Е. Воронкова, Н.Г. Калюжна, В.І. Отенко. - Х.: ІНЖЕК, 2008. - 512 с.
8. Господарський кодекс України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
9. Грищенко Т.В. Теоретико-методичні аспекти визначення вартості компанії [Електронний ресурс]. / Т.В.Терещенко, Г.В.Решетова //БІЗНЕСІНФОРМ.– 2013.– № 10. – С. 266-271 – Режим доступу: http://www.business-inform.net/pdf/2013/10_0/266_271.pdf
10. Дамодоран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: пер.с англ. – М.:Альбина Бизнес Букс, 2004. -1342 с.

11. Деякі питання реалізації положень Податкового кодексу України щодо оцінки майна. Постанова Кабінету Міністрів від 21. 08. 2014р. зі змінами і допов. / [Електронний ресурс].– Режим доступу: http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/358_253.pdf

12. Долінський Л. Б.Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів : навч. посібник / Л. Б. Долінський. – К. : Майстер-клас, 2005. – 192 с.

13. Економічний аналіз і діагностика стану сучасного підприємства / Костенко Т.Д., Підгора Є. О., Рижиков В. С., Панков В. А., Герасимов А.А., Ровенська В.В. –К. : ЦНЛ, 2005. –400 с.

14. Єрофєєва Т.А. Підходи до оцінювання вартості бізнесу: проблеми їх використання / Т.А. Єрофєєва // Наукові записки. – 2007. – Т. 68. Економічні науки. – С.25 – 30.

15. Житлові будинки. Правила визначення фізичного зносу житлових будинків. Стандарт житлово-комунального господарства України. СОУ ЖКГ 75.11 – 35077234. 0015 :2009. - Офіційне видання. – К.: 2009. – 50с.

16. Загородна О.М. Аналітичне обґрунтування рішень у процесі фінансування господарської діяльності / О.М. Загородна, В.М.Серединська // Глобальні та національні проблеми економіки. [Електронний ресурс]. – Миколаївський національний університет ім. В.О.Сухомлинського. – 2016. – № 9 – С. 781-786. – Режим доступу: <http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/22560>

17. Закон України «Про державну експертизу земельпорядної документації». Від 17.06.2004 № 1808-IV зі змінами і допов. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1808-15>

18. Закон України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» від 02.03.2015 №222-VIII / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/222-19>

19. Закон України «Про оцінку земель» від 11.12.2003р № 1378-IV зі змінами і допов. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1378-15>

20. 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>

21. 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_mayna_Kolesnik2012.pdf.

22. Карцев П. В. Обзор практики применения до-ходного похода к оценке бизнеса / П. В. Карцев, А. А. Аканов // Вопросы оценки. – 2012. – № 2. – С. 2–19.

23. Касьяненко Т. Г. Оценка стоимости бизнеса / Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова / [Електронний ресурс]. – Режим доступу:
http://stud.com.ua/52871/ekonomika/otsinka_vartosti_biznesu

24. Касьянова Н. В. Управління розвитком підприємства на основі кумулятивного підходу: концепція, моделі та методи: монографія / Н. В. Касьянова. - Донецьк: НАН України, Ін-т економіки пром-сті. - СПД Куприянов В. С., 2011. - 374 с.

25. Козодаев, М. А. Оценка и бизнес [Текст] / М. А. Козодаев, М. В. Пылов. – М. : ОЛМА-ПРЕСС, 2003. – 128 с. – (Успешный бизнес. Мастер-класс).

26. Корягін М. В. Бухгалтерський облік у системі управління вартістю підприємства: теоретико-методологічні концепції: монографія/ М. В. Корягін. – Львів: ЛКА, 2012. – 389 с.

27. Корягін М. В. Звітність про оцінку ринкової вартості підприємства [Електронний ресурс]/ М. В. Корягін // Науковий вісник НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22.8. – С. 233-239. – Режим доступу:
http://nltu.edu.ua/nv/Archive/2012/22_08/233_Kor.pdf

28. 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.

29. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд Т, Т. Колер, Дж. Мурын, – М.: ЗАТ «Бизнес-олимп-бизнес», 2004. – 576 с.

30. Краснокутська Н. С. Потенціал підприємства : формування та оцінка : навч. посіб. / Н. С. Краснокутська. – К. : ЦУЛ, 2005. – 352 с.
31. Круш П. В. Оцінка бізнесу : навч. посіб. / П. В. Круш, С. В. Поліщук. – К. : ЦУЛ, 2004. – 264 с.
32. Кулик Р., Жубіль Г., Щирба М. Нормативно-правове забезпечення бухгалтерського фінансового обліку в Україні // Наукові записки.– 2005. – Випуск 14
33. Кулик Р.Р. Етимологія поняття «суттєвість» у бухгалтерському обліку та аудиті // Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу «Економічний аналіз». – 2014. – Випуск 18. №2. – С. 23-30
34. Ларченко А.П. Оценка бизнеса. Подходы и методы. / А.П.Ларченко – СПб.: «PRTeam», 2008. — 59 с.
35. Лучко М.Р., Адамик О.В. Інформаційні системи і технології в обліку й аудиті: Навчальний посібник. – Тернопіль: Економічна думка, 2016. – 252 с.
36. Мерсер К. Интегрированная теория оценки бизнеса/ К. Мерсер, Т.У. Хармс– М.: Маросейка, 2008. – 264 с.
37. 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>
38. Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства. Наказ Міністерства фінансів України № 14 від 19.01.2006 зі змінами і допов. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до документу: <http://zakon0.rada.gov.ua/rada/show/v0014665-06>
39. Методичні рекомендації щодо заповнення форм фінансової звітності. Наказ Мінфіну від 28.03.2013р.– [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dtkt.com.ua/show/2cid010035.html>
40. Михайлишин Н.П., Романів С.Р. Концепція створення спільної цінності: новий погляд на формування цінностей компанії // Економіка та суспільство. – Випуск 2

41. Момот Т. В. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології. – Х.: Фактор, 2007.-224 с.
42. НП(С)БО 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» (наказ Міністерства фінансів від 07.02.13.№ 73 зі зміною від 08.02.2014 № 48) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>
43. 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.
44. Островська Г. Категорія «вартість підприємства»: методологічні підходи / Г. Островська // Галицький економічний вісник. – 2008. – №3. – С. 3-12.
45. Островська Г. Оцінювання вартості підприємства як основа ефективного управління / Г. Островська // Галицький економічний вісник. – 2011. – № 1(30). – С. 107 – 115.
46. Оценка бизнеса: учеб. для вузов. / В.Осипов, Г.Маховникова, В. Теренова - СПб.: Питер, 2001. – 416 с
47. 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.
48. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/ А.Г.Грязнова, М.А.Федотова, М. А. Эскиндаров, Т. В. Тазихина [и др.] .– М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.– 544 с.
49. 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).
50. Оцінка активів підприємства : навч. посібник / Ю. В. Панасовський, Б. А. Семененко, О. М. Теліженко ; ред. : Ю. В. Панасовський. - Суми : Університетська книга, 2009. – 512 с.
51. Оцінка бізнесу та нерухомості : навч. посіб. / В. Р. Кучеренко, Я. П. Квач, Н. В. Сментина, В. О. Улибіна. – К. : ЦУЛ, 2009. – 200 с.

52. 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).

53. 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

54. Павловец В. Введение в оценку стоимости бизнеса [Электронный ресурс] // Корпоративный менеджмент. Режим доступа: <http://www.cfin.ru/finanalysis/value.sht>

55. 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.

56. Панасюк В.М., Ковальчук Є.К. Бухгалтерський облік як інформаційна система управління // Економічний аналіз. – 2010. – С. 77-80

57. Панасюк В.М., Підлужна Н.М. Формування інформаційно-аналітичної бази підприємства // Проблеми економіки України. – 2006. – Випуск 11. – С. 79-83

58. Парасій-Вергуненко І.М. Інформаційне забезпечення процедур оцінювання вартості підприємства/ І.М. Парасій-Вергуненко, І.І. Бродська/ відп. ред. д-р екон. наук, проф. З.В. Герасимчук// Економічні науки: зб. наук. праць. – Сер.: Облік і фінанси. – Луцьк: Вид-во Луцького НТУ Вип. 5 (20). – Ч. 2. – С. 110-116.

59. Патрікі Н. П.Методичні підходи до оцінювання вартості бізнесу / Н. П. Патрікі [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/Vnulp/Management/2009_647/29.pdf. – Назва з екрану.

60. Положення про інвентаризацію активів та зобов'язань. Наказ Міністерства фінансів від 02.09.2014 № 879 (зі змінами і допов.).– [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1365-14>

61. Положення про порядок виконання аналізу фінансового стану підприємств, які підлягають приватизації. Наказ Міністерства фінансів України,

Фонду державного майна № 49/121 від 26.01.2001 зі змінами і допов.
/[Електронний ресурс].– Режим доступу:
<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0121-01>

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

63. Потенціал підприємства: формування та використання: підручник.
[Електронний ресурс]. / [Н.В.Касьянова, Д.В.Солоха, В.В.Морєва, О.В.Белякова,
О.Б.Балакай]. – Донецьк.: Цифрова типографія, 2012.- 257 с– Режим доступу:
[http://pidruchniki.com/1584072054076/ ekonomika/ potentsial _pidpriyemstva](http://pidruchniki.com/1584072054076/ekonomika/potentsial_pidpriyemstva)

64. Потенціал підприємства: формування та оцінка: навч.посіб. /
О.К.Добикіна [та ін.]. – К.: Центр учбової літератури, 2007.– 208 с.

65. Про затвердження методики оцінки майнових прав інтелектуальної
власності. Наказ Фонду державного майна України від 26.06.2008 № 740 /
[Електронний ресурс]. – Режим доступу:
<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0726-08>

66. Про затвердження Методики оцінки об'єктів оренди, Порядку викупу
орендарем оборотних матеріальних засобів та Порядку надання в кредит
орендареві коштів та цінних паперів. Постанова Кабінету Міністрів України від
10.08.1995 № 629 зі змінами і допов./ [Електронний ресурс].– Режим доступу:
(<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/629-95-п>)

67. Про затвердження Методики товарознавчої експертизи та оцінки
дорожніх транспортних засобів. Наказ Фонду Державного майна і Міністерства
юстиції України від 24.11.2003. № 142/5/2092 зі змінами і допов. / [Електронний
ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z1074-03>

68. 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>

69. Про затвердження Національного стандарту № 2 «Оцінка нерухомого
майна». Постанова Кабінету Міністрів України від 28.10.2004 р. №1442.

/[Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1442-2004-%D0%BF>

70. 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>

71. Про затвердження Національного стандарту № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності». Постанова Кабінету Міністрів України від 03 жовтня 2007 року. /[Електронний ресурс].– Режим доступу:

<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1185-2007-%D0%BF/conv>

72. Про затвердження Положення про видачу сертифікатів суб'єктів оціночної діяльності. Наказ фонду Державного майна від 14.03.2002р. № 479 зі змінами і допов. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0312-02>

73. Про затвердження Положення про конкурсний відбір суб'єктів оціночної діяльності. Наказ Фонду державного майна України від 31.12.2015 № 2075 / [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0060-16>

74. Про затвердження Порядку проведення експертної грошової оцінки земельних ділянок. Наказ Державного комітету України по земельних ресурсах. Від 09.01.2003. № 2 Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0396-03>

75. Про затвердження Порядку проведення оцінки фінансового стану потенційного бенефіціара інвестиційного проекту, реалізація якого передбачається на умовах фінансової самоокупності, а також визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій, обслуговування якої здійснюватиметься за рахунок коштів бенефіціара. Наказ Міністерства фінансів № 616 від 14.07.2016 / [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z1095-16/print1360661562354298>

76. 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>

77. Ронова Г.Н. Оценка стоимости предприятий: учебно-метод. комплекс/ Г.Н. Ронова, П.Ю. Королев, А.Н. Осоргин, М.Р. Хаджиев, Д.И. Тишин. – М. : Изд. Центр ЕАОИ, 2008. – 157 с.

78. Серединська В.М Напрямки удосконалення стратегічного управління на підприємстві/ В.М.Серединська, О.М.Загородна //«Економіка та суспільство»/ [Електронний ресурс]. – Мукачівський державний університет. – 2016. – № 3 – С. 276-282. – Режим доступу:<http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/22559>

79. 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.

80. 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.

81. Сидор С.А. Особливості оцінювання підприємства як цілісного майнового комплексу та бізнесу / С.А.Сидор // Збірник наукових праць студентів кафедри аудиту, ревізії та аналізу. – Тернопіль: ТНЕУ, 2017.– Випуск 1. – 195 с., С. 138-141.

82. Уколова О.О. Сучасні методичні підходи до оцінювання вартості підприємства/ О. О. Уколова //Управління розвитком. – 2013. – № 14(154). – С. 147–150.

83. Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро ; пер. с англ. – М. : Вильямс, 2003. – 256 с.

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

85. 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).

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

87. Шелудько В.М. Фінансовий менеджмент: Підручник / В.М. Шелудько; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2013. – 375 с

88. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Щербаков В.А., Щербакова Н.А. / 4-е изд.: перераб.и доп. –М.: Омега-Л, 2012. – 320с.

89. Щодо практики застосування деяких норм Положення про конкурсний відбір суб'єктів оціночної діяльності, затвердженого наказом Фонду державного майна України від 31 грудня 2015 року. № 2075. Інструктивний Лист ФДМУ від 08.04.2016 №10-36-6493.

90. Яремко Й. Теоретичні і прикладні засади формування вартості машинобудівних підприємств.: Монографія. – Видавництво національного університету «Політехніка», 2008. – 260с.

91. Ярошевич Н. Б.Фінанси підприємств : навч. посіб. / Н. Б. Ярошевич. – К.: Знання, 2012. – 341 с.

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