

**Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет
Факультет аграрної економіки та менеджменту
Кафедра обліку та економіко-правового забезпечення
агропромислового бізнесу**

Мартинюк Христина Андріївна

**ДОХІДНИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ НЕРУХОМОЇ
ВЛАСНОСТІ**

спеціальність 051 «Економіка»
освітньо-професійна (наукова) програма – Економічна оцінка землі та
нерухомого майна
Випускна кваліфікаційна робота за освітнім ступенем «бакалавр»

Виконала студентка
групи ЕОЗ-41/2
Х.А. Мартинюк

підпис

Науковий керівник:
д.е.н., доцент Гулей А.І.

підпис

Випускну кваліфікаційну роботу
допущено до захисту
«__» _____ 2019 р.
Завідувач кафедри _____

підпис

Тернопіль – 2019

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ НЕРУХОМОЇ ВЛАСНОСТІ В РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЦІ	6
1.1. <i>Характеристика та основні ознаки майна, необхідність оцінювання його вартості</i>	6
1.2. <i>Теоретичні підходи до вдосконалення методології оцінки нерухомого майна</i>	14
<i>Висновки до розділу 1</i>	23
РОЗДІЛ 2. ПРАКТИКА ВИКОРИСТАННЯ ДОХІДНОГО ПІДХОДУ ДО ОЦІНКИ НЕРУХОМОСТІ ВЛАСНОСТІ	25
2.1. <i>Методологія дохідного підходу до оцінки нерухомого майна</i>	25
2.2. <i>Можливості застосування дохідного підходу у практиці оцінки складської нерухомості</i>	40
2.3. <i>Ефективність застосування методу капіталізованого доходу для земельних ділянок сільськогосподарського призначення в Україні</i>	49
<i>Висновки до розділу 2</i>	55
ВИСНОВКИ	57
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	60

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Визначення вартості нерухомого майна – традиційне та одне з найбільш поширених завдань практичної оціночної діяльності. До такої оцінки вдаються у разі зміни власника, умов власності та умов використання власності, спираючись на її результати під час приватизації, оподаткування та бухгалтерського обліку нерухомого майна, при іпотечі, примусовому відчуженні та прийнятті інвестиційних і містобудівних рішень.

Водночас нерухоме майно доволі непростий для оцінювання об'єкт. Його фізична структура поєднує відмінні за своєю природою складові, що мають різні строки економічного життя, а саму нерухомість характеризує стаціонарність та пов'язаний з нею екстерналізм, коли вартість залежить від властивостей не тільки самого об'єкту, а й місця його розташування та економічного, соціального і природного оточення. Крім того, стосовно об'єкту нерухомості можуть існувати різні права, інтереси та зобов'язання, котрі власне і підлягають оцінюванню.

Це вимагає опрацювання значного за обсягом фактологічного матеріалу, представленого на ринку купівлі-продажу й оренди нерухомого майна та ринку ресурсів його розвитку, що формують підґрунтя до основних оціночних підходів, за якими вартість співвідносять з ймовірною ціною продажу, поточною цінністю майбутніх доходів та необхідними витратами на створення об'єкту. І хоча оцінювач на власний розсуд обирає один чи декілька підходів, у своїх судженнях він спирається на порівнянні дані, притаманні усім ринкам.

Достовірність результатів оцінки залежить від вибраного підходу та його методів, а також від наявності достовірної інформації про об'єкт оцінки. Нерівномірність інформаційного забезпечення (асиметрія інформації) є головною причиною розбіжності між внутрішньою та оціночною вартістю об'єкта нерухомості. Таке положення є справедливим і для дохідного підходу. Дохідний підхід дає уявлення про вартість шляхом конвертації майбутніх

грошових потоків в єдину поточну капітальну вартість, використовуючи капіталізацію.

Вирішення проблем ефективного управління та використання нерухомого майна постійно викликає інтерес у вітчизняних та зарубіжних науковців, що пов'язане з ринковими перетвореннями та реформуванням окремих галузей економіки. Аналізу питань оцінки нерухомого майна у системі управління власністю приділяли увагу багато вітчизняних науковців, серед яких: А. М. Асаул, І. І. Бродська, А. Г. Грязнова, О. І. Драпіковський, О. Б. Жарікова, І. І. Івасів, Т. В. Ігнатенко, Т. В. Калінеску, О. В. Коваленко, А. О. Кошель, А. В. Кравченко, М. Ю. Манухіна, О. Б. Німко, І. І. Пилипенко, В. М. Поліщук, В. П. Полуянов, О. В. Тарасова, Л. П. Тимошик, О. О. Уколова, Л. П. Чубук, Б. О. Язлюк та ін.

Проте на практиці часто виникають питання й непорозуміння щодо професійної та незалежної оцінки об'єктів нерухомості. Така ситуація потребує нового погляду і обов'язкового вирішення, що робить тему дослідження досить актуальною.

Мета і завдання дослідження. Метою випускової кваліфікаційної роботи є дослідження питання оцінки об'єктів нерухомої власності в умовах ринку, вивчення сучасного вітчизняного досвіду використання доходного підходу до оцінки нерухомого майна.

Відповідно до поставленої мети сформульовані такі завдання:

- охарактеризувати основні ознаки майна та розкрити необхідність оцінювання його вартості;
- розкрити теоретичні підходи до вдосконалення методології оцінки нерухомого майна;
- проаналізувати методологію доходного підходу до оцінки нерухомого майна;
- з'ясувати можливості застосування доходного підходу у практиці оцінки складської нерухомості;

– розкрити ефективність застосування методу капіталізованого доходу для земельних ділянок сільськогосподарського призначення в Україні.

Об’єктом дослідження є суспільні відносини у сфері оцінки нерухомого майна в Україні.

Предметом дослідження є методичні основи дохідного підходу до оцінки нерухомої власності в умовах ринкової економіки.

Методи дослідження. У дослідженні використані загальнонаукові та спеціальні методи пізнання економічних явищ. Діалектичний метод пізнання дозволив розглянути проведення ринкової оцінки нерухомого майна як комплексний процес, визначити зміст правовідносин, що виникають у сфері оцінки об’єктів нерухомої власності за допомогою дохідного підходу. Із застосуванням методів аналізу та синтезу виявлено прогалини чинного законодавства, що регулює відносини у сфері оцінки нерухомого майна, а також сформульовано визначення понять, що використовуються у дослідженні.

Теоретичною основою роботи є фундаментальні положення економічної теорії, дослідження вітчизняних і зарубіжних учених в галузі оцінки об’єктів нерухомості. Нормативну основу кваліфікаційної роботи складають закони України, укази та розпорядження Президента України, постанови Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України, статистичні дані тощо.

Практичне значення одержаних результатів полягає у сформульованих висновках та пропозиціях щодо вирішення проблем вдосконалення методики та організації використання дохідного підходу щодо оцінки об’єктів нерухомої власності, які можуть бути використані у практичній діяльності щодо вирішення проблемних питань правового регулювання оцінки нерухомого майна.

Структура роботи. Кваліфікаційна робота складається зі вступу, двох розділів, висновків, списку використаних джерел. Загальний обсяг роботи становить 59 сторінок. Робота містить 2 таблиці, 10 рисунків, список використаних джерел складається з 50 найменування.

РОЗДІЛ 1
ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ НЕРУХОМОЇ
ВЛАСНОСТІ В РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЦІ

1.1. Характеристика та основні ознаки майна, необхідність оцінювання його вартості

Термін «майно» в законодавстві України і літературі вживається в різних значеннях. Найчастіше під майном фізичної чи юридичної особи, в тому числі сільськогосподарського товаровиробника, розуміють сукупність речей, належних їм на тому чи іншому праві: власності, повного господарського відання, оперативного управління, за договором оренди тощо.

Майно – одна з класичних категорій цивільного права, а згідно з цивільним законодавством України воно є особливим об'єктом цивільних прав [39]. Деякі теоретики податкового права вважають, що немає потреби для цілей оподаткування вводити спеціальну дефініцію поняття «майно», а доречно використовувати ту, що надана в цивільному законодавстві. Така позиція викликає певні заперечення. Термінологія податкового законодавства має свої особливості обумовлені специфікою відносин. Крім того, відповідно до Цивільного кодексу України, до майнових відносин, заснованих на адміністративному або іншому владному підпорядкуванні однієї сторони іншій, а також до податкових, бюджетних відносин цивільне законодавство не застосовується, якщо інше не встановлено законом.

Відомий вчений-цивіліст Г.Ф. Шершеневич [44, с. 120] виокремлював майно в юридичному та економічному значенні. Майно з економічної точки зору – блага (речі та права на чужі дії), що є у володінні особи. В юридичному розумінні майно – сукупність майнових, тобто тих, що підлягають грошовій оцінці, юридичних відносин, в яких перебуває особа. За таких обставин зміст майна з юридичної точки зору являє собою, з одного боку, сукупність речей, що належать особі на праві власності, прав на чужі дії, а з іншого – сукупність зобов'язань, що покладені на особу. Сума відносин першого роду складає актив

майна, сума відносин другого роду – пасив майна [18, с. 95]. Вважаємо, що друга група майнових об'єктів (пасив майна) не може бути об'єктом оподаткування у зв'язку з тим, що не має економічної вигоди для особи, якій належить. За таких обставин як об'єкти оподаткування майновими податками повинні розглядатися об'єкти матеріального світу (речі) або майнові права, що належать платнику податків та обумовлюють наявність економічної вигоди у платника податку як власника майна, а значить, і економічної основи податку.

Як бачимо, розуміння майна в цілях оподаткування є значно вужчим за цивільно-правове. Таким чином, визначення майна, надане у Цивільному кодексі України [ЦК], не може у такій редакції застосовуватися для цілей оподаткування при визначенні майна як об'єкта оподаткування. Отже, найсуттєвішим для цілей оподаткування є становище майна в рамках виконання податкового обов'язку, тобто – чи пов'язує законодавець із даним видом майна виникнення та реалізацію податкового обов'язку, чи ні. Український законодавець хоча й включив майно юридичних і фізичних осіб до переліку об'єктів оподаткування, проте не надав загального (родового) визначення майна для цілей оподаткування, не деталізував, які саме види майна в Україні є об'єктами оподаткування. Однак визначення деяких видів та складових майна для цілей оподаткування можна зустріти в спеціальному податковому законодавстві України.

Слід звернути увагу та те, що визначення окремих видів майна, наведені у цивільному законодавстві та у податковому, мають відмінності. Розглянемо категорію «нерухоме майно», що широко використовується як у цивільному, так і у податковому законодавстві. Так, поняття «нерухоме майно», з подальшою деталізацією видів нерухомості, закріплено у Податковому Кодексі [24]. У свою чергу цивільне законодавство визначає, що до нерухомих речей (нерухоме майно, нерухомість) належать земельні ділянки, а також об'єкти, розташовані на земельній ділянці, переміщення яких неможливе без їх знецінення і зміни їх призначення.

Проте до системи оподаткування України належать як податок на нерухоме майно (нерухомість), так і плата за землю, тому земельні ділянки та

інші види нерухомого майна виступають окремими об'єктами оподаткування згідно з чинним податковим законодавством України. У вищезгаданій нормі Закону України нерухоме майно поділяється на: нерухомість, відмінну від землі (будівлі та споруди) і землю. Однак об'єктом оподаткування цим податком є не нерухоме майно, а дохід, одержаний від продажу такого майна.

У науці цивільного права виокремлюються як фізичні ознаки нерухомості (тісний зв'язок із землею та неможливість переміщення без заподіяння шкоди його призначенню), так і соціально-економічні ознаки [10; 39]. Дійсно, нерухомість має високу цінність, обумовлена її використанням, а нерухомі речі є соціально значущими об'єктами. З метою забезпечення стабільності обігу нерухомості, упорядкованості прав на таке майно законодавством встановлено особливий порядок реєстрації прав на нерухомість і правочинів з нею. Таким чином, для правового регулювання нерухомості характерне поєднання приватно-правового та публічно-правового методів регулювання.

Нерухоме майно як об'єкт оподаткування розглядається щодо податку на нерухоме майно (нерухомість), який є одним із класичних видів податків, що існує в багатьох податкових системах країн світу [13, с. 6]. Цей податок включено до системи загальнодержавних податків і зборів (обов'язкових платежів) України, проте до цього часу податок на нерухоме майно (нерухомість) не був законно встановлений окремим нормативним актом, правовий механізм податку визначений у Податковому кодексі, що, у свою чергу, виокремлює певний обов'язок щодо його сплати. У нормативних документах нерухомим майном у цілях оподаткування даним податком розглядається нерухомість, відмінна від земельних ділянок (споруди та будівлі) та виокремлюються такі обов'язкові ознаки нерухомості як об'єкта оподаткування, як її місце розташування (територія України) та приналежність платнику податку на праві власності [24]. Аналогічні ознаки мають усі об'єкти оподаткування майнових податків. Саме нерухоме майно рельєфно відображає основні риси об'єкта оподаткування майнових податків, серед яких: необхідність державної реєстрації, оцінки та обліку, наявність стійких фізичних та якісних

характеристик (площа, місце розташування, строк експлуатації тощо), наявність економічної основи, а тому нерухомість має бути використано як об'єкт оподаткування шляхом введення в дію податку на нерухоме майно (нерухомість).

Нерідко під майном розуміють не тільки речовий склад, але й нематеріальні цінності, тобто не тільки речі, а й гроші та цінні папери, майнові права, роботи та послуги, інформацію, результати інтелектуальної діяльності [12а, с. 107]. Отже, майном суб'єктів сільського господарювання вважаються їх матеріальні та нематеріальні активи, крім того, до складу майна включаються і пасиви.

При класифікації видів майна варто звернути увагу на поділ майна на рухоме і нерухоме, що має важливе значення для аграрного сектора. До нерухомого майна належать земельні ділянки, ділянки надр, відокремлені водні об'єкти і все, що пов'язане з землею: ліси, багаторічні насадження, будівлі, споруди.

Необхідною передумовою здійснення будь-якої виробничо-господарської діяльності, в тому числі і в аграрному секторі економіки, є володіння суб'єктів господарювання засобами виробництва і майном, що використовується у процесі такої діяльності.

Законодавством визначаються основні джерела формування майна суб'єктів господарської діяльності. Воно може формуватися за рахунок таких джерел: грошових і матеріальних внесків засновника чи засновників; доходів, одержаних від реалізації продукції, а також від інших видів господарської діяльності; доходів від цінних паперів; капітальних вкладень і дотацій з бюджетів; надходжень від роздержавлення і приватизації власності; придбання майна іншого підприємства, організації; безоплатних чи благодійних внесків, пожертвувань організацій, підприємств і громадян; інших джерел, не заборонених законодавчими актами України.

Майно підприємства формується при його створенні, тобто це грошові та матеріальні внески засновників. Згідно із законодавством України засновниками

підприємств можуть бути: власник або власники майна; уповноважений власником (власниками) орган чи підприємство, організація; трудовий колектив у випадках і порядку, передбачених законодавством України.

Розмір і порядок утворення майна мають бути визначеними в установчих документах. Так, в установчому договорі узгоджуються загальний обсяг витрат, що передбачаються для підприємства, статутний фонд і його частка в загальному обсязі витрат; вклади засновників у речовій формі.

Для одержання доходів від реалізації продукції підприємство здійснює її на основі прямих угод (контрактів), одержаних замовлень і державних контрактів, через товарні біржі, мережу власних торговельних організацій. Придбання матеріально-технічних засобів для власного виробництва і капітального будівництва підприємство здійснює також через систему прямих угод або через товарні біржі та інші посередницькі організації [39].

Одним із джерел формування майна підприємства є доходи від цінних паперів (акцій, облігацій, казначейських зобов'язань держави, ощадних сертифікатів, векселів). Власники цінних паперів одержують від них дивіденди, можуть їх купувати, продавати, обмінювати, як і інші товари.

Для сільськогосподарських підприємств джерелами формування майна є також посіви та посадки сільськогосподарських культур і насаджень, розведення продуктивної і робочої худоби, птиці, бджолосімей; зведення у встановленому порядку виробничих житлових, культурно-побутових та інших будівель і споруд; використання наявних на земельних ділянках загальнопоширених корисних копалин, лісових угідь і водних об'єктів.

Залежно від правових засад володіння майном визначається його правовий режим. Під правовим режимом державного та комунального майна розуміють установлені правовими засобами порядок і умови придбання (присвоєння) майна, здійснення зазначеними суб'єктами правомочностей володіння, управління майном, а також його правову охорону [26].

Таким чином, правовий режим майна державних та комунальних суб'єктів господарювання – це встановлені нормативними актами правила, можливості,

межі «панування» над належним їм майном. Певні можливості щодо цих суб'єктів господарської діяльності надає право господарського відання та право оперативного управління.

Ці правомочності відрізняються від права власності тим, що власник згідно із законодавством на свій розсуд володіє, користується і розпоряджається належним йому майном. Він вправі діяти щодо нього будь-яким чином, але так, щоб це не суперечило закону. Власник може використовувати майно для здійснення господарської та іншої не забороненої законом діяльності, передавати його безоплатно чи за плату у володіння та користування іншим особам [27]. Конституція України містить застереження з цього приводу: використання власності не може завдавати шкоди правам, свободам та гідності громадян, інтересам суспільства, погіршувати екологічну ситуацію і природні якості землі.

Результати господарського використання свого майна (виготовлена продукція, одержаний прибуток) належать власнику цього майна, якщо інше не встановлено законом або договором (наприклад, договором оренди).

Найбільш адекватним показником результатів діяльності, що дозволяє врахувати як зміну поточних показників (дохід, витрати, прибуток), так і зміни у складі майна підприємства, є його вартість. Управління підприємством, засноване на максимізації його вартості, є одним з самих ефективних, оскільки саме зміна вартості підприємства за період як критерій ефективності господарської діяльності враховує практично всю інформацію, пов'язану з його функціонуванням.

Категоріальний базис поняття «вартість» сам по собі не має чіткої конкретизації, тому використовується у прив'язці до об'єктів оцінки (типів майна, яке підлягає оцінці).

У Міжнародних стандартах оцінки виділяють чотири типи майна: нерухоме, рухоме майно, бізнес та фінансові інтереси.

У національних стандартах типам майна відповідають об'єкти оцінки, які можуть бути у матеріальній та нематеріальній формі, а також у формі цілісного майнового комплексу.

В існуючих національних стандартах відбулось ототожнення концептів вартість бізнесу, вартість підприємства, вартість цілісного майнового комплексу.

Разом з тим В. Самсонов зазначає, що навіть за наявності абсолютно тотожного майна, що, в принципі, є можливим тільки теоретично, вартість діючого цілісного майнового комплексу та бізнесу буде суттєво відрізнятися [31, с. 17]. Працююча компанія, незалежно від того, чи є вона виробництвом, чи оперує у сфері торгівлі або сервісу, має у розпорядженні частину додаткової цінності, яка не властива цілісному майновому комплексу та не відображена в офіційних бухгалтерських рахунках.

Оцінка вартості бізнесу проводиться із застосуванням бази оцінки, що відповідає ринковій вартості або неринковим видам вартості. У Національному стандарті № 1 до неринкових видів вартості відносять: вартість заміщення, вартість відтворення, залишкова вартість заміщення (відтворення), вартість у використанні, споживча вартість, вартість ліквідації, інвестиційна вартість, спеціальна вартість, ліквідаційна вартість, чиста вартість реалізації, оціночна вартість тощо. Тобто база оцінки фактично ототожнюється з видом вартості.

Згідно Міжнародних стандартів оцінки база оцінки являє собою заяву про основні принципи виміру в процесі оцінки, тобто описує характер угоди, відносини та мотивацію сторін та ступінь експозиції активу на ринку. Загальний формат повідомлення про базу оцінки має містити обрану базу та допущення, що характеризує особливу ситуацію на підприємстві, що володіє майном (діюче підприємство, підприємство в стадії ліквідації тощо).

Оцінка майна, майнових прав (далі – оцінка майна) [27] – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою, встановленою нормативно-правовими актами Закону, і є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності. У Законі «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [28] – майном, яке може оцінюватися, вважаються

об'єкти в матеріальній формі, будівлі та споруди (включаючи їх невід'ємні частини), машини, обладнання, транспортні засоби тощо; паї, цінні папери; нематеріальні активи, в тому числі об'єкти права інтелектуальної власності; цілісні майнові комплекси всіх форм. Майновими правами, які можуть оцінюватися, визнаються будь-які права, пов'язані з майном, відмінні від права власності, у тому числі права, які є складовими права власності (права володіння, розпорядження, користування), а також інші специфічні права (права на провадження діяльності, використання природних ресурсів тощо) та права вимоги. Незалежною оцінкою майна вважається оцінка майна, проведена суб'єктом оціночної діяльності – суб'єктом господарювання.

Оцінка майна проводиться у випадках, встановлених законодавством України, міжнародними угодами, на підставі договору, а також на вимогу однієї зі сторін угоди та за згодою сторін.

Проведення оцінки майна є обов'язковим у випадках [39]:

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

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

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

Оцінка вартості будь-якого об'єкта власності є впорядкованим процесом визначення в грошовому виразі вартості об'єкта з урахуванням потенційного і реального доходу, який цей об'єкт приносить у певний момент часу в умовах конкретного ринку.

З часів здобуття Україною незалежності професійна оцінка вітчизняного бізнесу пов'язувалася з проведенням приватизації. Об'єктами оцінки як правило виступали відкриті акціонерні товариства, які створювалися у процесі приватизації державних та комунальних підприємств. Сьогодні ж ситуація змінюється кардинально: спостерігається постійне зростання потреби у професійному оцінюванні майна, а разом з тим, впроваджуються норми, які регулюють правові засади здійснення оцінки різних об'єктів власності та професійної оціночної діяльності.

1.2. Теоретичні підходи до вдосконалення методології оцінки нерухомого майна

Більшість відомих методичних підходів оцінки майна орієнтовані здебільшого на практичне застосування в умовах стабільної ринкової економіки. Специфіка національного ринку, який постійно знаходиться і умовах крайньої нестабільності (політична криза 2004 р., вплив глобальної фінансової криз 2008-2010 рр., політична криза 2013-2014 рр.) не дозволяють в повній мірі адаптувати відомі міжнародні підходи до оцінювання майна в реаліях національної

економіки. Причинами також є обмеження і недоліки, властиві кожному з класичних підходів до вартісної оцінки майна. Всі класичні підходи до оцінки майна розрізняються за своєю спрямованістю, що в загальних рисах враховують чинники вартості та практичні аспекти фінансової діяльності, які формуються на основі базової вихідної інформації.

Тому постає питання про узгодження результатів, отриманих в рамках різних підходів. Сформована ситуація змушує оцінювачів все частіше замислюватися про розробку комплексного методу оцінки, який міг би враховувати різноманітні фактори вартості ще в процесі розрахунків та поєднував би переваги кожного з класичних підходів до оцінки майна.

Теоретичним фундаментом методології оцінки майна є системний підхід до визначення основних її елементів. Процес оцінки майна відбувається відповідно до визначеної процедури та за допомогою загальноприйнятих методів оцінки. Таких методів існує декілька, і їх вибір обумовлений, в першу чергу, видом об'єкту оцінки та метою, з якою проводиться така оцінка.

Відповідно до Національного стандарту № 1 «Загальні поняття оцінки майна й майнових прав» [26] для проведення оцінки майна в Україні застосовуються такі основні методичні підходи: дохідний; витратний; порівняльний.

Так, дохідний підхід, на думку вчених, ставить акцент на доходності, витратний – на активах і зобов'язаннях, порівняльний – на оцінці об'єкта шляхом зіставлення угод по аналогічним об'єктам і т.д. [7, с. 74].

На основі дохідного підходу оцінювач визначає співвідношення майбутніх доходів від об'єкту оцінки та його поточної вартості. До переваг даного підходу в першу чергу слід віднести його системний підхід. Адже в ході застосування даного підходу відбувається оцінка всього операційного комплексу майна.

Основними методами даного підходу є:

1) метод капіталізації чистого доходу. На його основі визначається потік доходу з перетворенням його в поточну вартість, на основі норм капіталізації (формула даного методу виглядає наступним чином:

$$V = \frac{I}{R}, \quad (1.1)$$

де V – вартість бізнесу; I – чистий дохід; R – норма доходу).

Проте даний метод може дати об'єктивну оцінку виключно в умовах стабільної економіки, за який об'єкт оцінки, наприклад підприємство, протягом тривалого періоду отримувало стабільний дохід. Відповідно, даний метод на практиці застосовується досить рідко;

2) метод дисконтування грошового потоку (метод не прямої капіталізації) дає змогу вирахувати поточну вартість майбутніх доходів. Спосіб отримання доходу при цьому значення не має, він може бути отриманий як від володіння самим майном, так і від реалізації майна.

Окремі зарубіжні вчені вважають, що метод не прямої капіталізації є найбільш універсальним та достовірним методом оцінювання вартості підприємства. При цьому вчені зазначають, що даний метод найкраще відображає ринкову вартість підприємства, оскільки вартість підприємства можна достовірно оцінити лише тоді, коли сьогодні буде розраховано вартість доходу, що буде генерований підприємством у майбутніх періодах [49, с. 233; 50, с. 53].

Як зауважує В. Паламарчук, метод дисконтування грошових потоків є ключовим методом оцінки бізнесу.

Це найбільш популярний метод, оскільки він найбільшою мірою реалізує основну передумову оцінювання бізнесу, володіє найбільшою теоретичною базою та гнучкістю [21, с. 16].

У даному випадку такий підхід теж є спірним, з огляду на динамічність ринкових відносин не тільки в Україні, а й за її межами. Застосування даного методу є доцільним щодо високоліквідного майна, наприклад дорогого будинку в престижному районі, об'єкту промислової власності стратегічного значення для держави, субрегіону тощо. Що стосується до більшості майна, відповідно даний метод не може врахувати ряд об'єктивних чинників: інфляція, коливання курсу валют, інші форс-мажорні обставини.

Крім того, джерельною базою для даного методу виступають фінансова та бухгалтерська звітність, дані маркетингового дослідження, стратегія розвитку, перспективні плани тощо, яка теж не може гарантувати об'єктивності в проведенні оцінки, адже важко в сьогоденних умовах спрогнозувати майбутню вартість готової продукції, устаткування, сировину тощо.

У даному контексті ми погоджуємось із твердженням Т. Коупленда, Т. Коллера та Дж. Муріна, що дисконтування грошового потоку на акції розкриває менше інформації про джерела вартості і є не настільки корисним для виявлення нових можливостей створення вартості [15, с. 176].

До всього сказаного, слід додати, що в порівнянні з попереднім методом, аналізований має більше переваг з огляду можливості врахування на його основі несистемних змін потоку доходів. Проте, як і попередній метод, метод дисконтування грошового потоку буде ефективним для застосування щодо підприємств, майнових комплексів, що розвиваються ефективно, характеризуються стабільним доходом, мають довготривалу історію свого функціонування. Також цей метод потребує значної кількості коригувань для доведення прогнозованої структури фінансування до реального значення вартості підприємства.

На думку Л.А. Лейфера та С.В. Вожика, практичне застосування методів дисконтування вільних грошових потоків для підприємства, для акціонерного капіталу та активів повинно давати однаковий узагальнювальний показник вартості підприємства. Дані методи дають однакові результати після виконання таких умов: 1) як вартість акціонерного капіталу та боргів приймається їх ринкова вартість; 2) темп зростання доходів дорівнює нулю; 3) співвідношення між складовими капіталу компанії має бути постійним протягом всього періоду оцінювання.

Український вчений О. Чуб, досліджуючи методи визначення вартості банку слушно зауважує, що використання дохідного підходу дозволяє найбільш повно врахувати цільові установки діяльності банків, узгоджені з параметрами економічного і соціального розвитку країни в цілому, та банківської системи

зокрема [41, с. 113]. Таке твердження може бути адаптоване й до інших сфер господарської діяльності. Проте вчений не знімає основної проблеми — точного розрахунку майбутніх доходів.

На основі витратного (майнового) підходу, в переважній більшості, відбувається оцінка не рухомого майна, ринок обігу якого є обмеженим (заклади освіти, культури, пам'ятки архітектури тощо). Для оцінки об'єктів рухомого майна витратний підхід застосовується за умови необхідності заміщення такого майна чи визначення їхньої економічної доцільності.

Зокрема застосування витратного доходу є доцільним за необхідності:

- проведення оцінки державних об'єктів;
- встановлення вартості майна спеціального призначення (школи, лікарні, архітектурні та культурні будівлі, вокзали, відділення зв'язку тощо);
- проведення бухгалтерського обліку;
- встановлення об'єкту оподаткування;
- виставлення майна на аукціон чи інших відкритих торгах.

Особливістю даного підходу є проведення оцінки майна базуючись виключно на аналізі наявних активів.

З однієї сторони це є перевагою даного методу, адже його результати в значній мірі побудовані на об'єктивній основі, з іншої сторони даний підхід не враховує перспективи розвитку бізнесу на основі аналізу основних фінансово-економічних показників, що робить даний метод більш статичним.

В основі витратного підходу покладено два основних метода:

1) метод чистої балансової вартості (визначення вартості власного капіталу). Суттєвим недоліком даного методу є неврахування реальної ринкової вартості майна, зокрема матеріальних та нематеріальних активів. Проте простота його застосування є одночасно й перевагою даного методу;

2) метод ліквідаційної вартості застосовується у випадку закриття підприємства, продажу активів з метою погашення фінансових зобов'язань. Ліквідаційна вартість – це чиста грошова сума, що власник підприємства може одержати при ліквідації підприємства, роздільному розпродажу його активів і

після розрахунків з усіма кредиторами. Метод дає найнижчу цифру оцінки й дозволяє визначити нижній рівень вартості підприємства, майнового комплексу в цілому, чи окремої його частини.

Порівняльний підхід в процесі оцінки майна дозволяє зіставити вартість об'єкту оцінки з витратами на придбання аналогічного чи схожого об'єкту. Проте очевидним є недолік даного методу – це складнощі пов'язані з пошуком аналогічного об'єкту. Велика ймовірність, що інформації щодо продажу такого об'єкту в даний час не має. Це стосується оцінки майна великих промислових комплексів, унікальних споруд, їх територіального розміщення тощо. Порівняльний підхід реалізується на основі застосування таких методів:

1) метод галузевих коефіцієнтів. Застосування даного методу буде ефективним у випадку системного підходу до його використання. Так, потрібно вивчити статистичні дані, а також аналітичні узагальнення щодо основних виробничо-фінансових показників підприємства. В ході даного методу слід до уваги брати також показники розвитку галузі, чи навпаки, її спаду. Також слід враховувати й той факт, що порівнювати об'єкт оцінки слід також за такими показниками як ступінь диверсифікації виробництва, види продукції (наприклад підприємство є автором унікальної торгової продукції, аналогу якої в даний час не має), життєвий цикл об'єкту оцінки тощо. Практичне застосування даного методу в національній практиці поки що не набуло розповсюдження, що пов'язано в переважній мірі з відсутністю відповідної інформації в нашій державі;

2) метод компанії-аналога будується на основних засадах бенчмаркінгу і дозволяє на основі вивчення досвіду діяльності аналогічної компанії, чи компанії, яка досягла значних успіхів визначити скоректовану ціну підприємства. Ефективність застосування даного методу залежить від ряду чинників, зокрема підприємство аналог має належати до тієї ж галузі, наближено відповідати за формою управління, географією розташування та діяльності, правовою та організаційною структурою, часом функціонування, обсягом виробництва, кількістю працюючих тощо.

Міжнародній практиці відомі ряд методологічних підходів до оцінки майна, які в адаптованому вигляді можуть бути імплементовані в національну практику.

Ми маємо на увазі використання, в першу чергу, моделей Едвардса-Белла-Ольсона, (ЕВО) та економічної доданої вартості (EVA). На нашу думку, модель Ольсона, будучи однією з перспективних розробок в теорії оцінки майна, синтезує окремі переваги загальноприйнятих в національній оціночній практиці переваги доходного і витратного підходів, при цьому навіть мінімізує недоліки кожного з них, так як оцінка майна відбувається на основі комплексного застосування таких показників як:

- балансової вартості в статистичному розрізі за певний період на основі ринкових даних;
- ставки дисконтування;
- величини сплачених дивідендів;
- емпіричних параметрів, значення яких установлюються за даними всього ринку.

Проте, на наше переконання, застосування даної моделі в українських реаліях буде спричинено рядом проблем так як дані бухгалтерської звітності вітчизняних компаній в переважній мірі не відповідає ринковій вартості. На практиці національні оцінювачі в своїй діяльності застосовують не скориговані дані бухгалтерських показників, наслідком чого є необ'єктивна оцінка майна. З. Урусова, досліджуючи сучасні підходи до оцінки вартості нематеріальних активів, приходять до висновку, що бухгалтерський облік не може надати точної інформації про нематеріальні складові інтелектуального капіталу. У зв'язку з цим існує значна різниця між бухгалтерською оцінкою вартості підприємства та її ринковою вартістю [38, с. 193].

До того ж, можна припустити, що в основі аналізованих методів оцінки, крім іншого, закладена постійність волатильності, що на нашу думку теж ускладнює застосування даних методик в умовах нестабільності національної

економіки, що в результаті зумовлює існування різних періодів як високої так і низької волатильності.

Таким чином, можемо зробити припущення, що в даний час не має відповідної методики оцінки майна, апробованої зарубіжним досвідом, яка б забезпечила об'єктивність проведення оцінки майна в національних економічних реаліях. Ті методи, підходи, моделі, які є ефективними в умовах міжнародних економічних систем, виявляються не пристосованими до економічних умов в Україні.

З проведеного нами аналізу практичного застосування національних та зарубіжних підходів до оцінки майна, може зробити висновок про необхідність доповнення національних методичних підходів до оцінки майна четвертим підходом, який ми називаємо – інформаційний підхід в оцінці майна. Наша пропозиція ґрунтується на власних спостереженнях автора про відсутність на всіх етапах оцінки як нерухомого майна, так і цілісних майнових комплексів, результатів інтелектуальності власності та інших об'єктів оцінки, об'єктивної, достовірної, своєчасної, цінної, повної інформації про об'єкт оцінки.

У даному контексті ми цілком підтримуємо думку українського вченого Р. Костирка, що в умовах інноваційної економіки і швидкого оновлення бізнес-процесів виникає необхідність розкриття у фінансовій звітності інформації щодо стратегії розвитку компанії, яка спрямована на зростання вартості бізнесу і зміцнення його конкурентної переваги. Надання зацікавленим сторонам ширшого спектру інформації позитивно позначається на ринковій капіталізації компаній [14, с. 51].

Безумовно, практичне втілення нашої ідеї потребує значних зусиль, в першу чергу – це формування інформаційних масивів відкритого доступу про об'єкт оцінки. Проте за умови успішної реалізації та практичного застосування даного підходу ми зможемо максимально мінімізувати корупційну складову в процесі оцінки майна та дати можливість застосуванню апробованих міжнародною практикою методів оцінки майна.

Наша пропозиція виходить також із визначених нами основних проблем, з якими стикаються на практиці українські оцінювачі. Зокрема це і віднесення інформації перспективи розвитку населених пунктів до категорії з обмеженим доступом, як правило службової інформації, по-друге, відсутність систематизованих даних про угоди (в першу чергу маємо на увазі угоди купівлі-продажу), по-третє, відсутність аналогових баз даних про ринкову вартість майна та ряд інших проблем. Інформаційний підхід в оцінці майна передбачає сукупність певним чином організованих даних про результати господарської діяльності, різні аспекти, що характеризують функціонування виробничого об'єкта.

Джерельна база інформаційного підходу формується з планових, нормативних, облікових, звітних даних та аналітичної інформації. У структурі інформаційного масиву виділяються відомості про фактичні результати господарської діяльності й про показники в якості бази порівняння. На основі інформаційного підходу можуть розроблятися матриці SWOT-аналізу, що дозволяє спростити процедуру побудови оцінки й забезпечує наочність вироблених операцій.

Крім того, важливим джерелом інформації в контексті інформаційного підходу в оцінці майна можуть слугувати геоінформаційні системи (ГІС). З давніх часів люди використовували карти, щоб мати легкодоступну інформацію про місце розташування об'єктів. Геоінформаційні системи є свого роду сучасним аналогом карти.

На сьогоднішній день мало знайдеться компаній, які не потребували б технологій ГІС. Адже тільки за допомогою цієї системи можливо в найкоротші терміни обробити значну кількість інформації.

Цікавим, в розрізі нашого дослідження, є досвід Словенії, де в рамках кредиту Міжнародного банку реконструкції та розвитку розроблено та впроваджено в дію «Геоінформаційний план підтримки менеджменту нерухомості». Глобальною метою даного проекту є забезпечення оперативною підтримкою менеджменту та економіки нерухомості в контексті міжнародних

зв'язків та використання інформаційних баз даних (земельних реєстрів тощо) та інструментарію, що відноситься до сучасних інформаційних технологій. Сама методологія у всьому, що стосується збору даних, спроектована на двох рівнях: дані збираються як на державному рівні, так і на місцевому [37, с. 84].

Але в оцінці майна потрібні не тільки дані з вихідної бази даних, надані геоінформаційним центром – необхідні також і результати аналізу ринку нерухомості.

Оцінка майна з використанням ГІС дозволяє отримувати наочну інформацію по напрямках нового будівництва, про щільність існуючої забудови міста, з'являється можливість якісного та кількісного зонування на ринку нерухомості, відображення ділянки на карті міста і конкурентного середовища поблизу нього. Саме геоінформаційні технології дають можливість об'єднати між собою різні види інформації, статистичної, економічної, та географічну основу, що для аналітичної діяльності цифр таблиць буває недостатньо. Тільки поєднання можливостей ГІС і накопиченої оцінювачем аналітичної інформації дає можливість мати повну картину щодо об'єкту оцінки.

Висновки до розділу 1

Приватна власність на землю та майно, правове забезпечення ринку нерухомості, зміни у ринкових відносинах економіки країн стали передумовами формування інституту оцінки.

Основні принципи та методи оцінки майна ґрунтуються на теорії оцінки вартості.

Оцінка вартості будь-якого об'єкта власності є впорядкованим процесом визначення в грошовому виразі вартості об'єкта з урахуванням потенційного і реального доходу, який цей об'єкт приносить у певний момент часу в умовах конкретного ринку.

Серед відомих у світовій практиці та визначених законодавством методичних підходів до оцінки вартості підприємства виділяють: витратний

(майновий); результатний (доходний або підхід, що базується на капіталізації доходів); порівняльний (підхід аналогів продажу).

Перед проведенням оцінки ринкової вартості нерухомості варто детально вивчити кожен із методів і визначити найбільш доцільний.

Важливим джерелом інформації в контексті інформаційного підходу в оцінці майна можуть слугувати геоінформаційні системи. Оцінка майна з використанням ГІС-технологій дозволяє отримувати наочну інформацію по напрямках нового будівництва, про щільність існуючої забудови міста, з'являється можливість якісного та кількісного зонування на ринку нерухомості, відображення ділянки на карті міста і конкурентного середовища поблизу нього.

РОЗДІЛ 2

ПРАКТИКА ВИКОРИСТАННЯ ДОХІДНОГО ПІДХОДУ ДО ОЦІНКИ НЕРУХОМОСТІ ВЛАСНОСТІ

2.1. Методологія дохідного підходу до оцінки нерухомого майна

Визначення вартості нерухомого майна – традиційне та одне з найбільш поширених завдань практичної оціночної діяльності. До такої оцінки вдаються у разі зміни власника, умов власності та умов використання власності, спираючись на її результати під час приватизації, оподаткування та бухгалтерського обліку нерухомого майна, при іпотеці, примусовому відчуженні та прийнятті інвестиційних і містобудівних рішень.

Водночас нерухоме майно доволі непростий для оцінювання об'єкт. Його фізична структура поєднує відмінні за своєю природою складові, що мають різні строки економічного життя, а саму нерухомість характеризує стаціонарність та пов'язаний з нею екстерналізм, коли вартість залежить від властивостей не тільки самого об'єкту, а й місця його розташування та економічного, соціального і природного оточення. Крім того, стосовно об'єкту нерухомості можуть існувати різні права, інтереси та зобов'язання, котрі власне і підлягають оцінюванню.

Це вимагає опрацювання значного за обсягом фактологічного матеріалу, представленого на ринку купівлі-продажу й оренди нерухомого майна та ринку ресурсів його розвитку, що формують підґрунтя до основних оціночних підходів, за якими вартість співвідносять з ймовірною ціною продажу, поточною цінністю майбутніх доходів та необхідними витратами на створення об'єкту. І хоча оцінювач на власний розсуд обирає один чи декілька підходів, у своїх судженнях він спирається на порівнянні дані, притаманні усім ринкам. Таке положення є справедливим і для дохідного підходу.

Дохідний підхід дає уявлення про вартість шляхом конвертації майбутніх грошових потоків в єдину поточну капітальну вартість, використовуючи [9, с. 160]:

1) пряму капіталізацію, за якою очікуваний дохід I_0 переводиться в капітальну вартість V_0 за допомогою множника (рентного мультиплікатора $NOIM$) чи дільника (ставки капіталізації R_0):

$$V_0 = I_0 \times NOIM = \frac{I_0}{R_0}, \quad (2.1)$$

2) непряму капіталізацію, за якою капітальна вартість V_0 визначається як сума дисконтованих доходів I_0 протягом строку прогнозування $t = 1 / n$ та поточної вартості реверсії – термінальної вартості об'єкту оцінки FV_0 на кінець останнього прогнозного періоду n : □

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I_0 t}{(1+Y)^t} + FV_0 \times \frac{1}{(1+Y)^n}. \quad (2.2)$$

Разом з тим, вітчизняна практика застосування прямої та непрямої капіталізації в оцінці нерухомого майна свідчить про певну невизначеність у питаннях пріоритетності цих способів оцінювання та складу й аналізу вхідних даних, необхідних для їх реалізації.

З розвитком ринкової економіки доступ до більшості видів нерухомості (житлової, офісної, торговельної, складської, виробничої) відбувається через ринок купівлі-продажу та оренди, що сформували відповідні міри корисності представлених на них об'єктів – ринкову вартість та ринкову орендну плату. І хоча кожний з цих ринків має свою специфіку, проте існуючий між ними взаємозв'язок дозволяє повною мірою реалізувати вимоги до застосування дохідного підходу.

Зокрема, ринок оренди надає інформацію про очікувані доходи з нерухомого майна. Предметом дослідження у цьому випадку виступають об'єкти, подібні до об'єкту оцінки, що дає змогу обчислити обсяг доходу, на який може розраховувати власник інвестиційної нерухомості, або обсяг економії, що матиме власник нерухомості, який сам її займає, завдяки відсутності орендної плати.

Тобто, мірою доходу для власника нерухомості буде не сума грошей, яку він отримував би як орендодавець (так звана, контрактна орендна плата), а ринкова орендна плата – очікувана сума грошей, за яку подібна нерухомість

може бути узята або надана в оренду за поточних ринкових умов і типового управління (рис. 2.1).



Рис. 2.1. Контрактна та ринкова орендні плати як основа для визначення вартості інтересу орендодавця та інтересу власника [9, с. 161]

Отже, вартість інтересу власника нерухомості (вартість нерухомості) базується на понятті ринкової орендної плати, навіть якщо метою оцінки є визначення інвестиційної, відмінної від ринкової, вартості. Натомість капіталізація доходу від контрактної орендної плати забезпечить визначення вартості не нерухомого майна, а лише інтересу орендодавця в праві оренди цього майна.

У свою чергу, вид вартості нерухомого майна, що представлене на ринку оренди, залежатиме від точки зору на ризики, зв'язаними з отриманням доходу від оренди, що втілюється у показниках рівня дохідності: рентних мультиплікаторах, ставках капіталізації та дисконтування.

Якщо мета оцінки полягає у визначенні ринкової вартості, то показник рівня дохідності нерухомості має відображати точку зору на ризики учасників ринку, якщо ж мета полягає у визначенні інвестиційної вартості, то оперують цільовим показником рівня дохідності, на який конкретний інвестор очікує з урахуванням ризиків, притаманних певному об'єкту нерухомості (рис. 2.2).

Загалом, будь-який ризик – це елемент порівняння рівня дохідності, властивого різним типам об'єктів чи різним видам доходів.



Рис. 2.2. Залежність типу показника рівня дохідності від мети оцінки [9, с. 162]

Так, для нерухомого майна іманентними будуть ризики, пов'язані з його низькою ліквідністю, інвестиційним менеджментом, місцем розташування, характером та станом поліпшень тощо. Тому частину коштів, отриманих від орендної плати, з самого початку спрямовують на покриття зазначених ризиків, що враховується переходом від потенційного до дійсного валового доходу і далі до чистого операційного доходу, а розміри цих ризиків можуть бути обчислені шляхом зіставлення рівнів потенційної, дійсної та чистої дохідності, виражених у показниках рентних мультиплікаторів та ставок капіталізації (рис. 2.3).

Вартісні показники, тис. дол. США	Показники рівня дохідності					
	рентний мультиплікатор			ставка капіталізації		
вартість = 80,0	$\frac{\text{вартість}}{\text{дохід}}$			$\frac{\text{дохід}}{\text{вартість}}$		
потенційний валовий дохід = 12,5	↓	PGIM	6,67	↑	PGIR	0,1500
дійсний валовий дохід = 12,0		EGIM	7,02		EGIR	0,1425
чистий операційний дохід = 10,0		NOIM	10,64		NOIR	0,0940

Рис. 2.3. Співвідношення між значеннями показників рівня дохідності [9, с. 162]

Таким чином, використання чистого операційного доходу як міри очікуваного доходу від оренди виключає необхідність враховувати притаманні нерухомому майну ризики у ставці дисконтування чи ставці капіталізації, а їх

значення вказуватимуть на рівень дохідності визначеного типу нерухомості, що склався в конкретному місці при певних ринкових умовах.

Ринкові ставки дисконтування та капіталізації, на відміну від цільових ставок, відображають не індивідуальний, а типовий рівень дохідності для подібних об'єктів нерухомого майна. Інакше кажучи, ці показники мають статистично виражений характер, що відображає один з двох способів взаємозв'язку ринку оренди та ринку купівлі-продажу: капіталізацію – процес конвертації майбутніх доходів в єдину капіталізовану вартість, чи декапіталізацію – процес генерування об'єктом регулярних доходів (конвертації вартості в дохід).

Найнаочніше це демонструє ставка капіталізації, значення якої визначається типовим співвідношенням чистого операційного доходу та ціни продажу (пропозиції), що підтримується ринком у конкретному районі для певного типу нерухомості, на основі або аналізу центральної тенденції, або регресійного аналізу.

При аналізі центральної тенденції значенню ставки капіталізації відповідатиме одна з середніх величин відношення чистого операційного доходу I_{Oi} до ціни продажу подібних об'єктів V_{Oi} : [9, с. 164]

1) середня арифметична проста:

$$R_O = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n \frac{I_{Oi}}{V_{Oi}}; \quad (2.3)$$

2) середня арифметична зважена:

$$R_O = \frac{\sum_{i=1}^n I_{Oi} \cdot \sum_{j=1}^m S_j}{\sum_{j=1}^m V_{Oj} \cdot \sum_{i=1}^n S_i}; \quad (2.4)$$

3) середня геометрична:

$$R_O = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n \frac{I_{Oi}}{V_{Oi}}}. \quad (2.5)$$

На достовірність отриманих результатів вказуватиме показники варіації вхідних та вихідних значень в серії пар «дохід-ціна».

При регресійному аналізі [6, с. 55] значенню ставки капіталізації відповідатиме коефіцієнт регресії β_1 у моделі парної лінійної регресії $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i$, за умови, що вільний член цієї моделі $\beta_0 = 0$.

Про надійність отриманого результату свідчатимуть коефіцієнт детермінації (R -квадрат), що виражає ступінь відповідності між вхідними даними і даними, обчисленими за регресійною моделлю, та коефіцієнт Стюдента (t -статистика), що є показником значимості параметра моделі - коефіцієнта регресії β_1 . (рис. 2.4).

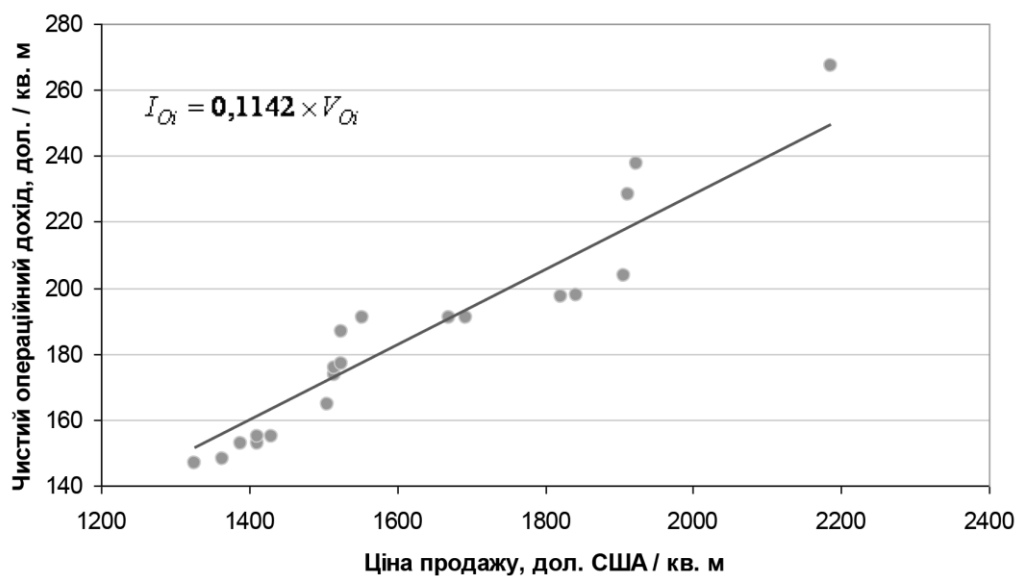


Рис. 2.4. Ставка капіталізації як міра зв'язку між чистим операційним доходом та ціною продажу [9, с. 164]

Регресійний аналіз також надає можливість співвіднести значення ставки капіталізації з конкретними характеристиками нерухомості, що дозволяє підвищити адекватність оцінки, особливо якщо остання стосується неоднорідної нерухомості. Навіть для однакових за площею та конструктивними елементами об'єктів, рівень їх доходності, скоріш за все, буде змінюватися залежно від місця розташування цих об'єктів.

При цьому параметри регресійної моделі $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + \varepsilon$, що описує тенденцію зміни ставки капіталізації як результативної ознаки y_i , зумовлену впливом ступеня атрактивності району розташування як факторної ознаки x_i , з

урахуванням можливих відхилень ε під впливом неврахованих та випадкових чинників, фактично дозволяють розкласти ставку капіталізації для нерухомості за її складовими:

- базовою ставкою β_0 , що є безризиковою (або умовно безризиковою) ставкою;
- премією за ризик ринку $\beta_1 x_i$, що відноситься до систематичного ризику, пов'язаного із зростанням ступеню атрактивності району розташування;
- премією за специфічний ризик ε , що не є систематичним, а пов'язаний з конкретним об'єктом (рис. 2.5).

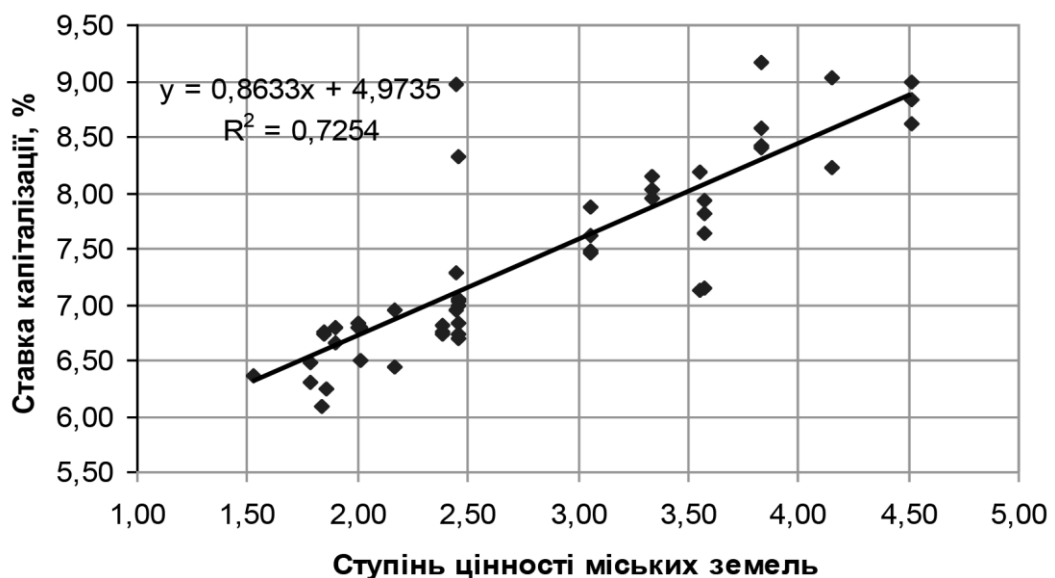


Рис. 2.5. Залежність рівня доходності від місця розташування об'єкту [9, с. 165]

Значення ставки капіталізації як міри зв'язку між чистим операційним доходом та ціною продажу є важливим показником порівнянних даних, що дозволяє отримати уявлення про стан ринку, на якому конкурує об'єкт оцінки, та передбачити очікувані зміни у стадіях ринкового циклу, кваліфікуючи ринок як недооцінений, коли темпи зростання орендної плати випереджають темпи зростання вартості, чи як переоцінений, коли темпи зростання вартості випереджають темпи зростання орендної плати (рис. 2.6).

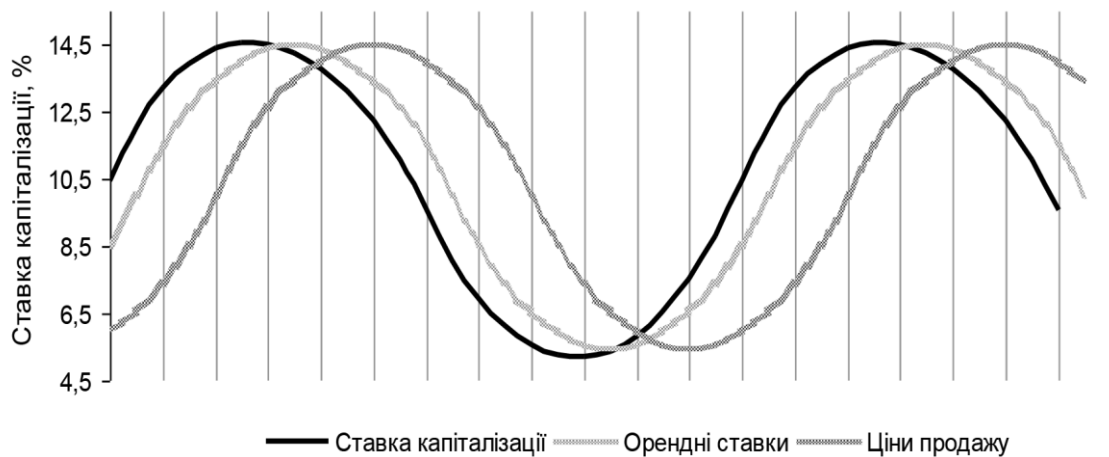


Рис. 2.6. Зміни значення ставки капіталізації залежно від стадії циклу ринку нерухомості [9, с. 166]

Таким чином, значення ринкової ставки капіталізації (рентного мультиплікатора) чистого операційного доходу дозволяє урахувати усі ризики, притаманні як об'єкту оцінки, так і ринку, на якому цей об'єкт представлений, і, тим самим, звести до мінімуму кількість припущень, на яких ґрунтується техніка прямої капіталізації, що вигідно відрізняє її від техніки дисконтованих грошових потоків. Проте остання набула поширення в оцінці нерухомого майна саме завдяки своїй здатності описувати численні припущення.

Будь-яка оцінка ґрунтується на припущеннях. Важливо, щоб ці припущення були реалістичними. Фактично основна відмінність припущень від реальності полягає у тому, що в них більше логіки.

У техніці дисконтованих грошових потоків основні припущення стосуються тривалості строку прогнозування, можливих змін у грошовому потоці, природи термінальної вартості.

Строк прогнозування грошових потоків залежатиме від багатьох чинників, наприклад, тривалості дії угоди про оренду чи умов цієї угоди щодо зміни орендних платежів. Проте при оцінці нерухомого майна більш значимими для встановлення глибини прогнозування є строк досягнення прийнятної з точки зору ринку наповненості об'єкту та строк економічного життя його земельних поліпшень.

У першому випадку строк прогнозування буде незначним і його основними детермінантами слугуватимуть такі ринкові параметри, як рівень вакантності та ставка поглинання. При цьому термінальна вартість нерухомості FV_0 відповідатиме капітальній вартості чистого операційного доходу від ринкової орендної плати після досягнення відповідної наповненості об'єкту I_{On+1} . [9, с. 166]

$$FV_0 = I_{On+1} \times NOIM = \frac{I_{On+1}}{R_0}. \quad (2.6)$$

У другому випадку строк прогнозування може охоплювати десятки років залежно від ринкових очікувань стосовно тривалості економічного життя земельних поліпшень об'єкту оцінки. Очевидно, що термінальна вартість FV_0 у такій ситуації дорівнюватиме вартості землі цього об'єкту FV_L .

Строк прогнозування зумовлює не тільки природу термінальної вартості, а й вибір моделі зміни грошових потоків: моделі явного та неявного зростання, – що є способом вирішення проблеми статичності оцінки та динамічності ринкової ситуації.

Моделі явного зростання спираються на дані про передбачувані доходи та витрати, значення яких при незначному строку прогнозування можна встановити з високим рівнем ймовірності.

Моделі неявного зростання, що, як правило, використовують для значних строків прогнозування, як то строк економічного життя земельних поліпшень, спираються на дані про поточні доходи та витрати, оскільки будь-які припущення стосовно змін у грошовому потоці будуть вочевидь безпідставними. Єдиним, але обов'язковим, припущенням у цьому випадку буде припущення про знецінення земельних поліпшень, що нерозривно пов'язано з тривалістю їх економічного життя.

Навіть у ситуаціях, коли ринкова вартість нерухомого майна зростає внаслідок інфляції чи дії сил попиту та пропозиції, урахування знецінення земельних поліпшень є необхідним для досягнення реалістичних результатів оцінки та обґрунтованості строків прогнозування грошових потоків [48].

І якщо інфляція може не позначитися на тривалості економічного життя земельних поліпшень, то зміна кон'юнктури ринку напряду визначатиме можливість земельних поліпшень бути заміщеними внаслідок або зміни ринкових потреб, або зміни потенціалу місця розташування, тобто появи іншого, більш ефективного, використання (рис. 2.7).

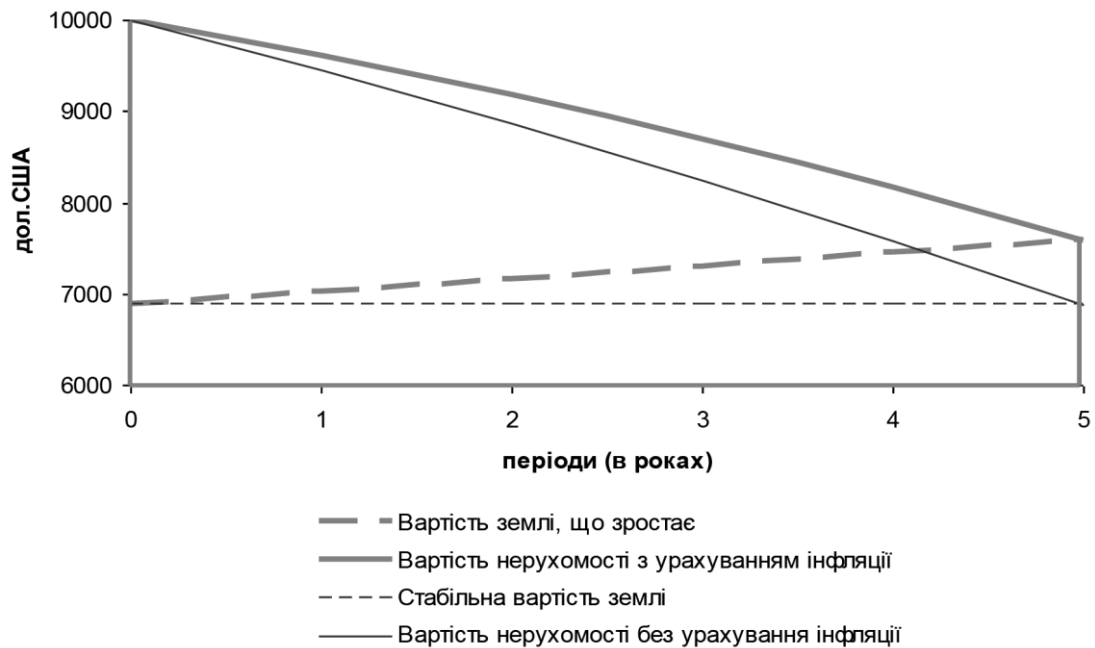


Рис. 2.7. Зміна вартості нерухомості та її фізичних складових внаслідок інфляції [9, с. 167]

Зауважимо, що прогнозування на строк економічного життя земельних поліпшень є базовим для побудови моделей грошових потоків на будь-який інший строк прогнозування та є ключовим моментом при визначенні ставки дисконтування.

Дисконтування грошових потоків відбувається за ставкою Y , що визначає потенційну (кінцеву) дохідність і відповідає нормі віддачі на інвестований капітал. Проте її значення може бути визначено на основі аналізу поточної дохідності нерухомості, яку відображає ставка капіталізації R_0 як зважена ставок капіталізації для землі R_L та для земельних поліпшень: R_B ;

$$R_0 = R_L \times L + R_B \times B, \quad (2.7)$$

де L та B , частки землі та земельних поліпшень у вартості нерухомості.

Фактично, визначення ставки дисконтування через рівень поточної дохідності передбачає умовне розподілення грошового потоку з нерухомості між її фізичними складовими, коли термінальна вартість співпадає з вартістю землі ($FV_0 = FV_L$), а ставка дисконтування з ставкою капіталізації для землі ($Y = R_L$), що надає необхідне розуміння зв'язку між ставкою дисконтування та ставкою капіталізації [9, с. 168]:

$$Y = R_0 - \frac{Y}{(1+Y)^n - 1} \times B. \quad (2.8)$$

І ставка дисконтування, і ставка капіталізації за суттю відображають повернення капіталу з двох джерел - за рахунок чистого операційного доходу від оренди та щорічної зміни вартості нерухомості. При цьому вони набуватимуть однакового значення при незмінності вартості нерухомого майна, коли приріст вартості протягом економічного життя нівелює знецінення земельних поліпшень.

Якщо ж відбувається зменшення вартості, то складовими ставки капіталізації будуть норма віддачі та норма відшкодування, що компенсує втрату вартості нерухомості внаслідок знецінення земельних поліпшень. У разі збільшення вартості складовими ставки дисконтування будуть ставка капіталізації та щорічні темпи приросту вартості нерухомості.

Зв'язок між ставкою дисконтування та ставкою капіталізації набуває більш загального значення, якщо норму відшкодування знецінення поліпшень протягом їх економічного життя представити як щорічний приріст (зменшення) загальної вартості нерухомості в першій за датою оцінки період [9, с. 169]:

$$Y = R_0 + \frac{Y}{(1+Y)^n - 1} \times \frac{FV_0 - PV_0}{PV_0} = R_0 + A. \quad (2.9)$$

Таким чином, дисконтування грошових потоків і пряма капіталізація мають спільну основу. Пряма капіталізація, так само як і дисконтування грошових потоків, враховує тривалість регулярних доходів. Натомість дисконтування грошових потоків, так само як і пряма капіталізація, оперує параметрами, отриманими на підставі даних, що очікуються в першій після дати

оцінки період. Основна відмінність полягає у тому, що грошові потоки при дисконтуванні явно виражені, а при прямій капіталізації вони імпліцитні.

Слід зазначити, що застосування техніки дисконтованих грошових потоків жодним чином не підвищує точність оцінки і не виключає застосування прямої капіталізації. Навпаки, результати останньої використовують для верифікації моделей дисконтованих грошових потоків.

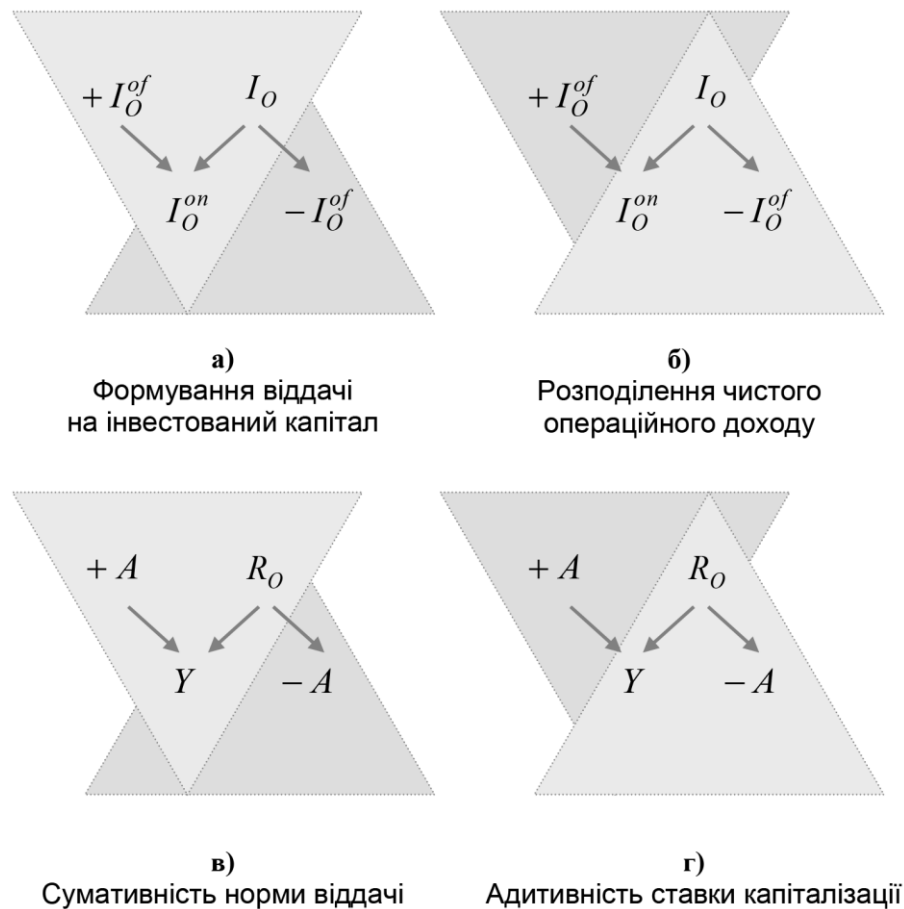


Рис. 2.8. Взаємозв'язок показників поточної та потенційної доходності нерухомого майна [9, с. 169]

Верифіковані моделі дисконтованих грошових потоків дозволяють вирішити завдання визначення вартості інтересів у похідних від права власності, правах на нерухомість, зокрема у праві оренди.

Право оренди є похідним від права власності на нерухомість і формує, щонайменше, два інтереси: інтерес орендодавця та інтерес орендаря. При цьому ці інтереси на ринку можуть стосуватися як поліпшеної нерухомості, так і

вакантної (умовно вакантної) землі, проте у жодному разі не земельних поліпшень.

Право оренди поліпшеної нерухомості забезпечує орендодавцю отримання регулярних грошових потоків у вигляді чистого операційного доходу від контрактної орендної плати I_O^k протягом дії договору і разового доходу від можливого продажу нерухомості FV_O по його завершенню.

Проте, плата за договором оренди не завжди відповідатиме ринковій орендній платі. Це і зумовлює відмінність між вартістю інтересу орендодавця і вартістю інтересу власника нерухомості. Саме різниця між вартістю цих інтересів утворює вартість інтересу орендаря, що має похідну (залишкову) природу у праві оренди і може набувати як позитивного, так і негативного значення. Тобто бути для орендаря або додатковим доходом, або збитками.

Негативна вартість інтересу орендаря не повинна ігноруватися, оскільки вона є свідченням того, що вартість інтересу орендодавця перевищуватиме вартість права власності, необтяженого орендою. Відсутність реверсії як складової вартості інтересу орендаря вказує лише на те, що орендар не має правомочності розпорядження майном. Натомість реверсивний дохід у орендаря може виникнути у разі дострокового припинення оренди як капіталізована вартість недоотриманого додаткового доходу. Отже, вартість нерухомості, наданої в оренду, може бути описана моделями грошових потоків, що відображають [9, с. 170]:

1) інтерес орендодавця V_O^{lf} :

$$V_O^{lf} = \sum_{t=1}^n \frac{I_O^k}{(1+Y)^t} + \frac{FV_O}{(1+Y)^n}. \quad (2.10)$$

2) інтерес орендаря V_O^{lh} :

$$V_O^{lh} = \sum_{t=1}^n \frac{I_O^m - I_O^k}{(1+Y)^t}. \quad (2.11)$$

Предметом оренди може бути не тільки поліпшена нерухомість, а й вакантна або умовно вакантна земля. Враховуючи, що орендар землі має право на поліпшення земельної ділянки та привласнювати доходи з поліпшеної

земельної ділянки, то стосовно нерухомого майна формується багаторівнева структура економічних інтересів, пов'язаних з його фізичними складовими, наприклад, інтерес орендаря землі, що є власником поліпшень (рис. 2.9).



Рис. 2.9. Розподілення грошового потоку права власності між інтересами орендодавця та орендаря поліпшеної нерухомості [9, с. 171]

Вартість загального інтересу орендаря землі, що одночасно є власником будівлі, буде визначатися сумою його частки у ринковій вартості землі та вартості земельних поліпшень [9, с. 171]:

$$V_O^{lhL} = \sum_{t=1}^n \frac{I_O^m - I_L^k}{(1+Y)^t} + \frac{FV_B}{(1+Y)^n} \quad (2.12)$$

Тобто, вартість цього інтересу буде описувати модель дисконтованих грошових потоків, сформованих чистим операційним доходом від ринкової орендної плати за поліпшену нерухомість, зменшеним на значення чистого операційного доходу від контрактної орендної плати за землю, та залишковою вартістю земельних поліпшень, якщо тривалість строку оренди землі буде меншою за тривалість строку економічного життя земельних поліпшень, що залишився.

У свою чергу, вартість інтересу орендодавця землі в праві власності на поліпшену нерухомість відобразатиме поточна вартість чистого операційного

доходу від контрактної орендної плати за землю та термінальна вартість землі у кінці строку оренди [9, с. 172]:

$$V_O^{fL} = \sum_{t=1}^n \frac{I_L^k}{(1+Y)^t} + \frac{FV_L}{(1+Y)^n}. \quad (2.13)$$



Рис. 2.10. Розподілення грошового потоку права власності між інтересами орендодавця та орендаря землі [9, с. 172]

Таким чином, оцінка об'єкту нерухомого майна, представленого на ринку оренди, може бути спрямована або на визначення вартості інтересу власника (право власності) або інтересів орендодавця чи орендаря.

Розглянуті техніки дохідного підходу – пряма капіталізація та дисконтування грошових потоків, – ґрунтуються на одних й тих же оціночних принципах визначення поточної цінності майбутніх доходів з нерухомості, хоча і розглядають цю процедуру з різних ракурсів.

Пряма капіталізація оперує поточним рівнем орендної плати, а усі ризики та можливі зміни у дохідних і вартісних показниках об'єкту нерухомості, включаючи його реверсійний потенціал, зведені в єдине і враховані у складі показника рівня доходності Натомість техніка дисконтування застосовує усі

разові та періодичні доходи і витрати, пов'язані з реалізацією інвестиційних намірів, що забезпечує можливість моделювання зміни ринкової ситуації.

Кожний з цих способів капіталізації має свої переваги і недоліки. Пряма капіталізація потребує менше припущень і завжди підкріплена ринковими даними на дату оцінки, у той час як дисконтування, що передбачає використання значної кількості припущень, характеризується наочністю та може використовуватися як аналітичний інструмент. Проте з точки зору визначення вартості ці техніки рівноцінні.

2.2. Можливості застосування дохідного підходу у практиці оцінки складської нерухомості

При оцінці вартості елеваторів (зернохранилищ) як нерухомого майна, що потенційно підлягає відчуженню, тобто для використання в операціях купівлі-продажу, передаванні у заставу, традиційно віддають перевагу методам порівняльного підходу. Слід зазначити, що методи витратного та дохідного підходів при оцінці елеваторів (зернохранилищ) використовуються значно рідше. Основною причиною, через яку дохідний підхід у даному випадку не набув поширення – складність реконструювання та прогнозування грошових потоків для об'єкта оцінки, а також конфіденційність (недоступність) інформації щодо показників чистого операційного або грошового потоку щодо конкуруючих об'єктів на ринку (для розрахунку ставки капіталізації).

Дохідний підхід представлений двома основними методами: дисконтування грошових потоків та капіталізація доходів (непрямої та прямої капіталізації). Поруч із помітними перевагами, такими як урахування майбутніх очікуваних доходів (через включення їх до складу прогнозованого грошового потоку), економічного зносу об'єкта (через капіталізацію рентних витрат) та ринкового аспекту (через використання ринкової екстракції при побудові мультиплікаторів та ставок капіталізації), методологія дохідного підходу має низку недоліків. Як недоліки методів дохідного підходу виділяють: складність прогнозування грошових потоків, можливість помилок через необхідність

урахування інфляційних процесів та ризиків; високу чутливість методів до зміни параметрів моделі; складність коректного виділення виду доходу для капіталізації (чистий операційний дохід, прибуток до оподаткування та сплати відсотків тощо); можливість викривлення результатів оцінки через значний вплив якості менеджменту на рівень доходів, що дисконтуються чи капіталізуються; відсутність урахування вартості матеріальних та нематеріальних активів, які можуть бути виділені зі складу бізнес-комплексу; складність оцінки вартості реверсії у післяпрогнозний період (невизначено тривалий); ігнорування принципу найкращого та найбільш ефективного використання нерухомого майна; відсутність урахування сукупного зносу нерухомого майна за усіма видами (фізичного, функціонального, економічного), а також інших факторів, які впливають на рівень доходів; проблематичність визначення ставок дисконту та капіталізації (існування значної кількості методів та модифікацій, їх вибір на розсуд оцінювача) [3, с. 230; 20, с. 103].

Причини обмеженого застосування дохідного підходу при оцінці елеваторів полягають у наступному. Елеватори (зерносклади) є об'єктами спеціалізованої нерухомості, що приносять не просто орендний дохід, а дохід від ведення відповідної операційної діяльності. Застосування методів дохідного підходу щодо таких об'єктів лежить на межі оцінки нерухомості та оцінки бізнесу. Ураховуючи досить високу конкуренцію елеваторів, оцінити їх потенційну дохідність достатньо складно. При ефективному управлінні та наявності власного сільськогосподарського виробництва може бути здійснений кількарізний оборот (тобто прийнята кількість зерна, що у відповідну кількість разів перевищує складську ємність), а при погано налагодженому управлінні рівень завантаження може досягати лише 10% від максимальної ємності. Ці показники (оборот та рівень завантаженості) – похідні більшою мірою не технічних можливостей, а організації та ефективності комерційної роботи. Тому зазвичай фінансові інститути оцінюють ефективність роботи елеватора, виходячи із співвідношення прийнятих обсягів зерна до складської ємності (разом з тим не маючи можливості оцінити, чи для залучення обсягів не

надавалися цінові та інші преференції, які нівелювали реальну дохідність від надання послуг із доробки і зберігання цього зерна).

Разом з тим, на нашу думку, факт дохідного використання елеваторів як операційної нерухомості (за існуючими оцінками, зберігання зерна та інші види послуг забезпечують отримання рентабельності на рівні не менш як 20% [17, с. 5]) дає підстави проводити оцінку їх вартості за дохідним підходом.

Також на користь використання дохідного підходу до оцінки елеваторів свідчить зміна економічної ситуації, яка спричиняє значні відхилення цін пропозиції від цін фактичного продажу об'єктів нерухомості (зростання коефіцієнта уторговування, знижки на торг), а також значне зростання ставок капіталізації. Так, на думку провідних вітчизняних фахівців з оцінки [33, с. 26], у ситуації стрімкого падіння цін на ринку нерухомості у 2008 р. оцінювачі, які застосовували метод прямої капіталізації з розрахунком ставки капіталізації шляхом кумулятивної побудови, зазначали у своїх звітах ставку капіталізації на рівні 25-30% (унаслідок суттєвого зростання ставок за депозитами у іноземній валюті – з 5,4% у 2008 р. до 9,2% у 2009 р.). Як наслідок – між результатами оцінки за порівняльним підходом та дохідним (методом прямої капіталізації) виникала значна розбіжність. У кінцевому підсумку в оціночному середовищі дійшли думки про недоцільність застосування порівняльного підходу до оцінки вартості в кризових умовах (тобто, умовах скорочення кількості фактичних угод купівлі-продажу).

При оцінці елеваторів (зерносклади) за дохідним підходом і, зокрема, методом капіталізації, важливо визначитись із тим основним видом доходів, за рахунок якого формується чистий операційний дохід (ЧОД). Це дасть змогу використовувати модифікований метод ринкової екстракції для визначення ставки капіталізації за даними об'єктів аналогів, а також розраховувати укрупнене значення чистого операційного доходу для об'єкта оцінки та порівняних об'єктів.

Насамперед слід виділити основні етапи технологічного циклу доробки і обробки та види послуг, що типово надаються елеватором при зберіганні зерна:

приймання, підробіток (очистку, сушку), розміщення на зберігання та зберігання [35, с. 40]. Моніторинг тарифних ставок, що періодично проводиться шляхом опитування керівників елеваторів експертами аналітичного агентства «АПК-інформ», у 2014 р. виявив такі співвідношення між рівнем тарифів на основні операції на елеваторах для зернових та олійних культур (табл. 2.1). Найменші тарифи були характерні для приймання та очищення зерна, а найбільші – для сушки та відвантаження на транспорт (авто- або залізничний). Опитування проводилось серед крупних елеваторних комплексів (із ємностями зберігання понад 50 тис. т) у 17 областях України. Загальна ємність елеваторів, серед яких було проведено опитування, складала 7,4 млн. т, тобто 22% від загальної ємності сертифікованих зерноскладових. (До скасування сертифікації сегмент сертифікованих зерноскладів налічував близько 790 зерноскладових загальною ємністю 33,5 млн. т [30, с. 129]).

Таблиця 2.1

Тарифи на послуги елеваторів в Україні у 2014 р. [43, с. 187]

Основні операції	Зернові культури			Олійні культури		
	Мін.	Сер.	Макс.	Мін.	Сер.	Макс.
Приймання з авто, грн./т	3,0	10,6	20,0	3,0	13,0	20,0
Очистка, грн./т, %	4,5	9,1	13,0	5,1	11,2	15,1
Сушка, грн./т, %	14,3	25,2	43,5	20,0	31,5	53,0
Зберігання, грн./т/місяць	17,3	26,3	43,2	17,7	31,2	56,7
Відвантаження на авто, грн./т	25,1	49,2	79,9	25,0	53,4	85,0
Відвантаження на залізну дорогу, грн./т	30,0	53,9	79,9	30,0	57,5	85,0

Значення вартості послуг, як видно з даних табл. 2.1, досить сильно відрізняються. Це обумовлено насамперед різним рівнем технічного оснащення зерноскладових та ефективністю роботи обладнання. Найбільш сучасні або модернізовані елеватори можуть дозволити собі формування нижчих тарифів при збереженні рентабельності за рахунок кращої ефективності роботи обладнання та вищої його продуктивності.

За даними Міністерства аграрної політики та Державної хлібної інспекції, станом на середину жовтня 2014 р. середня вартість прийому зерна на зберігання по Україні складала 8,66 грн./т, його зберігання – 13,1 грн./т на місяць, очистки

– 5,22 грн./т, сушіння – 14,47 грн./т, відвантаження з елеватора на залізничний транспорт – 70,44 грн./т. Середня вартість послуг елеваторів у порівнянні з минулим 2013 р. зросла на 5% унаслідок збільшення вартості послуг по відвантаженню зернових на 13% [43, с. 187].

Ключовий вид доходу елеватора (з точки зору його подальшого використання при оцінці за доходним підходом) можна виділити, по-перше, за логікою формування технологічного ланцюга циклу доробки і обробки зернової продукції, а по-друге, за питомою вагою послуг у загальному доході або їх абсолютною прибутковістю. В якості ключового для розрахунку ЧОД може бути обраний дохід від зберігання 1 т продукції. Такий підхід видається нам найбільш доцільним, оскільки він є тим «якірним» видом доходу, який можна приблизно оцінити та спрогнозувати. Доходи від сушки і очистки – це вже, можна сказати, похідні від зберігання, хоча від їх наявності і функціонування залежить, і часто значною мірою, величина доходу від зберігання (особливо для культур, що в силу кліматичних та інших особливостей потребують сушки і очистки). Мають право на існування також моделі прогнозування грошових потоків, які розраховані на дохід від послуг сушки як основне джерело. У такому випадку у елеваторному господарстві передбачається потужне обладнання для сушіння і мінімальна кількість площ для зберігання – характерна модель для виробників сільськогосподарської продукції. Але в цілому, на думку фахівців галузі, важко передбачити дохід, що буде отримуватись тільки від сушки кожного конкретного року з усередненими умовами (тобто виключаючи неврожайні і, навпаки, високоврожайні роки). Навіть у певних заданих межах врожайності різниця між крайніми значеннями доходу може складати три рази, у залежності від вхідної вологості продукції.

За рівнем цін найбільш дохідними є послуги відвантаження. Однак, на думку представників елеваторної галузі, високі ціни на послуги, пов'язані із відвантаженням продукції, не роблять їх найбільш прибутковими. Високу рентабельність елеваторам забезпечує підробіток зерна. Так, керівники багатьох елеваторів при опитуванні вказують, що найбільш прибутковою з послуг є

сушка. У той же час ця послуга є однією із найбільш затратних операцій для елеватора (оскільки пов'язана із використанням енергоносіїв, ціна на які останнім часом суттєво зростає). Зберігання ж зерна порівняно з усіма іншими послугами елеватора є найменш рентабельним. Усі зазначені параметри оцінки, крім ціни продажу об'єкта нерухомості, визначаються шляхом прогнозування, базуючись на деяких базових припущеннях. Беручи до уваги те, що оцінка вартості в даному випадку здійснюється в процесі стратегічного управління нерухомістю та виступає внутрішнім цільовим показником, на нашу думку, припустимим є застосування методів оцінки, заснованих на укрупнених показниках ЧОД.

При визначенні коефіцієнта коригування потенційного валового доходу (ПВД) на неповне завантаження та втрати доцільно орієнтуватися на статистичні дані щодо рівня завантаженості елеваторів протягом року. Завантаженість сертифікованих елеваторних потужностей в Україні (у довгостроковому періоді) у середньому не перевищує 50-60% [19]. Зокрема, станом на жовтень 2014 р. середній показник сягав 63,5% [43, с. 188]. Проте він міг ще зрости, оскільки пік завантаженості кожного року припадає на листопад-грудень. Норми природного проценту втрат зернової продукції при її тривалому зберіганні (від трьох місяців до одного року) в умовах елеваторів складають, відповідно, від 5 до 10%. Таким чином, на нашу думку, для розрахунків дійсного (ефективного) валового доходу доцільно коефіцієнт коригування ПВД на неповне завантаження та втрати визначати на рівні 0,6-0,65. Практики-оцінювачі рекомендують приймати значення даного коефіцієнта не вище 0,75.

Як зазначалося вище, при визначенні доходу по об'єкту оцінки та об'єктах-аналогах (для розрахунку ставки капіталізації), потенційний валовий дохід (ПВД), а надалі ЧОД, доцільно розраховувати на основі даних щодо ставок на послуги зберігання профільних культур та ємності елеватора (зерносховища). Собівартість послуг елеватора, за оцінками операторів ринку, сягає 50% від вартості послуг, тобто доходів від основних операцій, пов'язаних з обробкою зернових мас, зокрема, по таких культурах, як кукурудза та соняшник на зерно

[22]. Разом з тим, ураховуючи середній рівень рентабельності зерносховищ 20-25% та те, що у структурі витрат значну питому вагу займають витрати на енергоносії, частку операційних витрат у ЧОД доцільно, на нашу думку, приймати на рівні близько 80%.

Щодо аналізу найкращого та найбільш ефективного використання об'єкта, варто зауважити, що для елеватора, як спеціалізованої нерухомості, найбільш ефективно використання передбачає збереження існуючого призначення (тобто поточного способу використання).

Метод прямої капіталізації доходу застосовується у разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід, отримання якого не обмежене у часі або ж обмежене терміном економічного життя. При оцінці елеваторів застосовувати метод прямої капіталізації з формуванням укрупненого показника ЧОД можна лише у разі, коли аналіз господарської діяльності демонструє стабільність операційних доходів у середньостроковому періоді. Також призначенням методу капіталізації на базі укрупненого показника ЧОД слід уважати оцінку вартості для цілей управління об'єктом, наприклад, для виявлення потенціалу зростання ринкової вартості.

Послідовність застосування методу прямої капіталізації така.

1. Визначення потенційного валового доходу (ПВД) на підставі аналізу економічної діяльності об'єкта, діючих ставок тарифів на послуги (ключову послугу). ПВД слід розраховувати як добуток тарифної ставки на послуги зберігання зерна та показника ємності елеватора.

2. Внесення поправок у ПВД з урахуванням коефіцієнта неповного завантаження та втрат. Відповідно до наведеного вище обґрунтування, коефіцієнт коригування ПВД на неповне завантаження та втрати доцільно визначати на рівні 0,6-0,65 (не більше ніж 0,75).

3. Визначення можливостей отримання інших доходів та їх розмірів.

4. Оцінка величини дійсного (ефективного) валового доходу (ДВД) шляхом додавання до скоригованого ПВД інших доходів. Якщо наявна

підтверджена інформація про доходи від інших операцій елеватора від обробки і доробки зерна (крім обраної ключової послуги), ці доходи можна враховувати як інші, забезпечуючи однакові умови їх включення до ДВД оцінюваного об'єкту та аналогів (по яких вестиметься розрахунок ставки капіталізації). Беручи до уваги, що на практиці однакового повну інформацію по різних об'єктах-аналогах отримати складно, доцільно обмежитись даними про дохід, отриманий від обраної ключової послуги.

5. Розрахунок експлуатаційних (операційних) витрат, включаючи резерв на заміщення (резерв витрат капітального характеру). До операційних витрат відносять господарські витрати, комунальні платежі, іпотечні платежі (крім виплат основної суми боргу), амортизаційні відрахування, ПДВ.

6. Визначення ЧОД шляхом віднімання від ДВД операційних витрат.

7. Визначення коефіцієнта капіталізації (R). Коефіцієнт капіталізації доцільно розраховувати або за методом кумулятивної побудови, або за методом ринкової екстракції (звичайним, модифікованим).

У поточних умовах вітчизняної економіки, на думку оцінювачів, найбільш достовірні результати дає визначення ставки капіталізації методом кумулятивної побудови (нагромадження) як суми безризикової ставки доходу, скоригованої на інфляцію, поправок на ризики (на ризик інвестування у конкретний об'єкт, на низьку ліквідність, на некомпетентність в управлінні) та норми повернення капіталу. В якості безризикової ставки обирається типова ставка відсотка по депозитах, деномінованих у вільноконвертованій валюті. Норма повернення капіталу може визначатись як величина, обернена до залишкового терміну економічного життя будівлі (будівель).

Ставка капіталізації по елеваторах може визначатись також за звичайним або модифікованим методом ринкової екстракції, теоретичні основи якого викладено у ряді джерел [5, с. 173-177; 33, с. 30-31]. Цей варіант розрахунку застосовується у разі, коли оцінювачу не вдалося підібрати в достатній кількості об'єкти-аналоги, по яких представлена інформація як щодо цін продажу, так і щодо доходів. Реалізується він у декілька етапів.

1. Якщо обирається у якості доходу ставка плати за основні послуги (зберігання чи сушіння), формуються дві незалежних вибірки щодо доходів (Y_1, Y_2, \dots, Y_n) та вартості продажу об'єктів (V_1, V_2, \dots, V_n), максимально подібних до об'єкта оцінки.

2. Для кожної з вихідних вибірок розраховується коефіцієнт варіації як показник міри розкиду даних.

3. Значення обох вибірок упорядковуються за зростанням. Керуючись припущенням, що основні чинники однаково впливають на вартість продажу і ставки плати за послуги, формуються пари «вартість об'єкта аналога – ставка плати» із значень обох вибірок, що мають однакові номери: ($V_n - Y_n$).

4. За сформованими парами значень розраховуються ставки капіталізації. При цьому коефіцієнти коригування на неповне завантаження та втрати, а також на операційні витрати (для розрахунку ЧОД) можна вибрати на тому самому рівні, що і для об'єкта оцінки, оскільки передбачається, що підібрані порівняні об'єкти. Також потрібно враховувати коригування на можливий торг, причому розміри коригувань для доходів і продажу можуть відрізнитись.

5. Коректність проведених розрахункових процедур перевіряється за допомогою обчислення коефіцієнта варіації для вибірки розрахованих коефіцієнтів капіталізації (R_1, R_2, \dots, R_n). Останній має бути меншим, ніж коефіцієнти варіації вихідних вибірок.

6. Розраховується середнє вибіркове (арифметичне) або медіана набутих значень, яка і використовується надалі як ставка капіталізації для об'єкта оцінки.

7. Розрахунок величини вартості об'єкта оцінки (V) шляхом ділення ЧОД на ставку капіталізації [43, с. 189]:

$$V = \frac{\text{ЧОД}}{R}. \quad (2.14)$$

При оцінці вартості складської нерухомості, яка представлена елеваторами (зернохранищами), насамперед для цілей управління нерухомим майном, доцільним є ширше застосування дохідного підходу, методу прямої капіталізації укрупненого показника ЧОД. Ставку капіталізації у цьому разі доречно визначати на основі модифікованого методу ринкової екстракції, базуючись на

даних про ціни укладених угод купівлі-продажу аналогічного нерухомого майна (або ціни пропозиції з наступним коригуванням) та інформації про тарифи на базові послуги елеватора (зерноховища).

2.3. Ефективність застосування методу капіталізованого доходу для земельних ділянок сільськогосподарського призначення в Україні

Розвиток ринкових відносин як найбільш раціональної форми господарювання в сільському господарстві може бути забезпечений лише за умов приватної власності на землю та інші засоби виробництва. Свідченням цього є багаторічний досвід роботи фермерів у країнах з ринковою економікою. Тому практична діяльність земельної реформи потребує застосування експертної грошової оцінки земельної ділянки сільськогосподарського призначення методом капіталізації доходу.

Земля як частина природи є основою життєдіяльності людства і водночас засобом виробництва в багатьох сферах економічної діяльності. Сукупність цих двох якостей робить землю специфічним засобом виробництва, що функціонує в усіх галузях народного господарства. Як засіб виробництва земля не є результатом попередньої праці, просторово обмежена, незамінна іншими засобами виробництва, має постійне місце розташування, не зношується за умов правильного використання, територіально різноякісна, характеризується специфічною корисністю кожної конкретної земельної ділянки, має родючість, через що в сільському господарстві найбільш ефективно використовуються всі її корисні якості, тому питання дослідження завжди є відкритим і актуальним.

В Україні здійснення експертної грошової оцінки для земельних ділянок сільськогосподарського призначення передбачено Постановою Кабінету Міністрів України «Про експертну грошову оцінку земельних ділянок» від 11 жовтня 2002 р. № 1531 [25]. Оцінка земельних ділянок є одним з найбільш поширених видів оцінки. Фізична обмеженість такого природного ресурсу, як земля, робить його особливо привабливим і коштовним. Оцінка землі проводиться в разі внесення земельної ділянки в статутний капітал підприємства,

оформлення договору застави земельної ділянки, визначення ринкової вартості земельної ділянки під час її купівлі-продажу, а також тоді, коли для ухвалення управлінських рішень, пов'язаних із землею, необхідно володіти інформацією щодо вартості земельної ділянки або вартості прав її оренди.

Ринкова вартість землі перш за все залежить від місця розташування земельної ділянки, її цільового призначення, розміру, поточної кон'юнктури ринку подібних земельних ділянок, наявності комунікацій, під'їзних шляхів. Вартість оренди земельної ділянки залежить від прав орендаря земельної ділянки, тривалості терміну оренди, цільового призначення земельної ділянки, наявності або відсутності обмежень і обтяжень у використанні земельної ділянки.

Під час оцінювання земельних ділянок в населених пунктах під індивідуальну житлову забудову, оцінювання дачних ділянок, ділянок, призначених для промислової забудови, за наявності стійкого ринку купівлі-продажу землі використовується порівняльний підхід оцінки земельної ділянки. Дохідний підхід до оцінки земельної ділянки передбачає приведення майбутніх доходів від використання земельної ділянки до її поточної вартості. Дохідний підхід використовується тоді, коли на оцінюваній земельній ділянці економічно доцільно і юридично допустимо вести господарську діяльність або здавати її в оренду. Витратний підхід використовується для оцінки тих земельних ділянок, на яких є поліпшення, а також зводиться до визначення ринкової вартості.

Згідно з зарубіжною практикою та вітчизняним досвідом дохідний підхід, на відміну від ринкового та витратного, спрямований на отримання доходу від об'єкта нерухомості. Під час проведення оцінки цей метод часто розглядається як головний.

Оскільки вартість об'єкта визначається шляхом капіталізації можливого доходу від нього, то цей метод називають також методом капіталізованого доходу (методом вартості доходу). Метод капіталізованого доходу є основним під час оцінювання об'єктів, створення чи придбання яких здійснюється з метою отримання прибутку або ренти. До таких об'єктів можемо віднести підприємства

та їх структурні підрозділи як цілісні майнові комплекси, а також сільськогосподарські угіддя, призначені для виробництва товарної продукції, дохідні земельні ділянки й дохідні споруди.

Метод капіталізації земельної ренти (метод зисків) застосовується для оцінки поліпшених і неполіпшених земельних ділянок. Він заснований на принципі доданої продуктивності, пов'язаної з землею як фактором виробництва. В межах цього методу вартість землі визначається обсягом очікуваних у майбутньому доходів і розраховується як капіталізована земельна рента.

Умова застосування методу – можливість отримання земельної ренти від оцінюваної земельної ділянки під час її найбільш ефективного використання.

Метод передбачає таку послідовність дій:

- розрахунок земельної ренти, що створюється в результаті використання земельної ділянки;
- визначення ставки капіталізації;
- розрахунок ринкової вартості землі шляхом капіталізації земельної ренти.

Земельна рента – додатковий дохід, що виникає під час використання землі як фактору виробництва, наприклад у сільському чи лісовому господарстві, за рахунок її якості і зручності місця розташування. Її величина обчислюється як різниця між очікуваним доходом від реалізації продукції, виробленої на земельній ділянці, і витратами на отримання цього доходу з урахуванням прибутку підприємця.

Під час визначення земельної ренти із сільськогосподарських угідь потрібно виходити з типового для цієї місцевості складу культур, що забезпечують найбільш ефективно використання землі. При цьому очікуваний дохід від продукції визначається рівнем цін її реалізації на ринку за умови одержання нормального врожаю, що відповідає родючості ґрунтів у межах земельної ділянки; здійснені витрати визначаються сумою витрат із вирощування, первинної переробки і реалізації сільськогосподарської продукції.

Прибуток підприємця обчислюється прийнятним з погляду ринку відсотком чи від суми здійснених витрат, чи від очікуваного доходу від реалізації продукції. Якщо під час використання ділянки чи її частини власник не отримує земельної ренти або ця рента відрізняється від звичайного ринкового рівня, то за основу береться можливий рентний дохід від подібної ділянки за тривалий період.

Більшість науковців, зокрема Дж. Діксон, Т. Гелбрейт, Т. Коупленд, Дж. Сорос, У. Полл, К. Уолш, Г. Харрісон, Х. Херборт, вважає цей методичний підхід найприйнятнішим для оцінювання та визначення вартості нерухомості майна, яке приносить дохід [11, с. 100]. Одна особливість цього підходу полягає в тому, що він враховує принципи найбільш ефективного використання та очікування, відповідно до яких вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, а також включає дохід від його можливого перепродажу. Так, під час розрахунку ціни об'єкта нерухомості за методом вартості доходу насамперед визначають, яким є дохід (довічним чи тимчасовим). Наприклад, земельна ділянка даватиме довічний дохід, бо вона не має визначеного строку використання. Багаторічні плодові насадження приносить тимчасовий дохід, тому що мають визначений строк використання.

Виходячи з переліку методів оцінки, спробуємо оцінити основні методи дохідного підходу, а саме пряму капіталізацію доходу та непряму капіталізацію доходу.

Головною особливістю є те, що в основі оцінки об'єкта, який приносить довічний дохід, лежить відношення можливого річного доходу від об'єкта до відповідної дисконтної ставки (ставки капіталізації). Метод прямої капіталізації доходу застосовується під час прогнозування постійного за величиною та рівного за проміжками періоду прогнозування чистого операційного доходу, отримання якого не є обмеженим у часі. Більшість видів нерухомого майна, а також сільськогосподарські угіддя розглядаються як джерело доходу, тоді оцінка

земельних ділянок сільськогосподарського призначення буде визначатися тим очікуваним доходом, який можна отримати від експлуатації земельного ресурсу.

Метод прямої капіталізації застосовується, якщо прогножуються постійні або змінні доходи. В основі цього методу лежить визначення ставки капіталізації, яка є коефіцієнтом капіталізації, що враховує як чистий прибуток від експлуатації оцінюваного об'єкта нерухомості, так і відшкодування капіталу, що витрачено на його придбання.

Переведення земельної ренти в поточну вартість землі забезпечується шляхом прямої капіталізації, тобто діленням значення земельної ренти, що очікується за перший після дати оцінки період, на відповідну ставку капіталізації. Ставка капіталізації для землі показує рівень дохідності землі і визначається відношенням розміру земельної ренти від подібних ділянок до ціни їхнього продажу, що буде відповідати нормі віддачі на капітал, інвестований в оцінювану земельну ділянку з характерним для такого інвестування рівнем ризику. При цьому необхідно мати на увазі, що придбання землі традиційно вважається найменш ризикованим вкладенням капіталу, а норма віддачі на цей капітал є основним критерієм для визначення безризикових ставок. Потреба в оцінці земельних ділянок, придбаних з метою вкладення капіталу, сформулила цілу низку методів, зокрема інвестиційний. Для обчислення експертної грошової оцінки земельної ділянки сільськогосподарського призначення (ріллі) застосовувалась така формула [16, с. 40]:

$$O_u = \frac{\left[\left(B \times 0,01C_b + \overline{bY} \right) \times C_n + ДП - B - П \right] \times K}{0,01ДС} - Z_n - O_o - V_o, \quad (2.15)$$

де O_u – експертна грошова оцінка 1 га., гр. од.; B – родючість ґрунту, бали; C_b – урожайна ціна бала (для озимої пшениці $C_b = 20$ кг); bY – приріст урожаю за рахунок інтенсифікації виробництва (середній для певного рівня економіки), ц/га; C_n – середньозважена ціна стратегічних видів сільськогосподарської продукції, перерахованих в умовну, гр. од./ц; $ДП$ – державна підтримка, гр. од. га.; V – нормативні витрати на вирощування, збирання, доробку та реалізацію

продукції, гр. од./га.; Π – нормативний прибуток, гр. од./га.; K – коефіцієнт перерахунку нормативної земельної ренти в нормативну орендну плату; $ДС$ – дисконтна ставка, %; Z_n – знижки грошової оцінки земельної ділянки в разі погіршення екологічної якості та зниження рівня безпечності ґрунту, гр. од./га.; O_b – обтяження земельної ділянки, гр. од./га.; B_o – майбутні втрати на облаштування земельної ділянки, гр. од./га.

За такою формулою проведено визначення експертної грошової оцінки земельної ділянки за таких рівнів розвитку Національної економіки, як низький, середній та високий (середній та високий рівні прогнозні). Отримана інформація наведена в табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Експертна грошова оцінка земельної ділянки залежно від рівня розвитку економіки

№	Показник	Рівень розвитку національної економіки		
		низький	середній	високий
1	Урожайність озимої пшениці, ц/га	24,2	44,4	94,8
2	Вартість валової продукції з 1 га, USD	279,55	512,89	1 095,1
3	Витрати на 1 га, USD	184,01	270,28	485,53
4	Дохід з 1 га, USD	95,51	242,61	609,57
5	зокрема, земельна рента	53,86	131,78	234,35
6	Рівень окупності витрат, коефіцієнт	1,2265	1,4101	1,7728
7	Ставка капіталізації, % річних	9,5	4	2
8	Експертна грошова оцінка 1 га, USD	216,7	3 294,5	11 717,5

Отже, здійснивши певні розрахунки з табл. 2.2, бачимо, що у зв'язку з низьким рівнем аграрної економіки України ціни на земельні ділянки поки що високими бути не можуть. Але в перспективі слід очікувати значне зростання цін на такі ділянки.

Належний розвиток експертної грошової оцінки земельних ділянок сільськогосподарського призначення є обов'язковою передумовою становлення цивілізованого земельного ринку. Вітчизняні вчені та фахівці практики провели багато досліджень щодо вивчення кращого зарубіжного досвіду в сфері землеоціночної діяльності та адаптації цього досвіду до умов України. У

перспективі роль землеоціночної діяльності зростатиме. Обчислена експертна грошова оцінка земельної ділянки сільськогосподарського призначення доводить ефективність свого застосування в практичній діяльності сільськогосподарських підприємств, що є необхідним під час використання суспільного корисного продукту. Таким чином, земля як об'єкт ринкових відносин займає унікальне положення у всій системі як підприємницької діяльності людей, так і суспільства загалом, що обумовлено її невідтворюваним характером і багатофункціональним призначенням.

Отже, застосування різних методів оцінки, як свідчить українська практика, полягає в поелементній оцінці вартості підприємства, тобто оцінюваний майновий комплекс ділиться на складові частини, кожна з яких оцінюється окремо, а потім підсумовуванням визначається вартість усього майнового комплексу. Така оцінка має проводитися з суворою відповідністю, відповідаючи міжнародним та національним стандартам оцінки. Чітке формулювання і визначення дефініції «експертна грошова оцінка об'єктів нерухомості» з урахуванням й узагальненням теоретичних досліджень та практичних напрацювань фахівців багатьох країн світу дає можливість дійти власного висновку щодо тлумачення цього поняття, що є процесом визначення їх вартості, максимально наближеної до можливої ціни продажу зазначеного об'єкта або прав на нього на дату оцінки чи на перспективу за певних, чітко визначених умов, а також якщо продавець і покупець діятимуть без примусу, компетентно і кожен на свою користь.

Висновки до розділу 2

Розглянуті техніки дохідного підходу – пряма капіталізація та дисконтування грошових потоків, – ґрунтуються на одних й тих же оціночних принципах визначення поточної цінності майбутніх доходів з нерухомості, хоча і розглядають цю процедуру з різних ракурсів. Пряма капіталізація оперує поточним рівнем орендної плати, а усі ризики та можливі зміни у дохідних і вартісних показниках об'єкту нерухомості, включаючи його реверсійний

потенціал, зведені в єдине і враховані у складі показника рівня доходності. Натомість техніка дисконтування застосовує усі разові та періодичні доходи і витрати, пов'язані з реалізацією інвестиційних намірів, що забезпечує можливість моделювання зміни ринкової ситуації. Кожний з цих способів капіталізації має свої переваги і недоліки.

При оцінці вартості елеваторів (зерносклади) як нерухомого майна, що потенційно підлягає відчуженню, тобто для використання в операціях купівлі-продажу, передаванні у заставу, традиційно віддають перевагу методам порівняльного підходу. Разом з тим, на нашу думку, факт доходного використання елеваторів як операційної нерухомості (за існуючими оцінками, зберігання зерна та інші види послуг забезпечують отримання рентабельності на рівні не менш як 20%) дає підстави проводити оцінку їх вартості за доходним підходом. Також на користь використання доходного підходу до оцінки елеваторів свідчить зміна економічної ситуації, яка спричиняє значні відхилення цін пропозиції від цін фактичного продажу об'єктів нерухомості (зростання коефіцієнта уторговування, знижки на торг), а також значне зростання ставок капіталізації.

Доходний підхід до оцінки земельної ділянки передбачає приведення майбутніх доходів від використання земельної ділянки до її поточної вартості. Доходний підхід використовується тоді, коли на оцінюваній земельній ділянці економічно доцільно і юридично допустимо вести господарську діяльність або здавати її в оренду. Метод капіталізованого доходу є основним під час оцінювання об'єктів, створення чи придбання яких здійснюється з метою отримання прибутку або ренти. До таких об'єктів можемо віднести підприємства та їх структурні підрозділи як цілісні майнові комплекси, а також сільськогосподарські угіддя, призначені для виробництва товарної продукції, доходні земельні ділянки й доходні споруди.

ВИСНОВКИ

Приватна власність на землю та майно, правове забезпечення ринку нерухомості, зміни у ринкових відносинах економіки країн стали передумовами формування інституту оцінки.

Основні принципи та методи оцінки майна ґрунтуються на теорії оцінки вартості.

Оцінка вартості будь-якого об'єкта власності є впорядкованим процесом визначення в грошовому виразі вартості об'єкта з урахуванням потенційного і реального доходу, який цей об'єкт приносить у певний момент часу в умовах конкретного ринку.

Серед відомих у світовій практиці та визначених законодавством методичних підходів до оцінки вартості підприємства виділяють: витратний (майновий); результатний (доходний або підхід, що базується на капіталізації доходів); порівняльний (підхід аналогів продажу).

Перед проведенням оцінки ринкової вартості нерухомості варто детально вивчити кожен із методів і визначити найбільш доцільний.

Водночас нерухоме майно доволі непростий для оцінювання об'єкт. Його фізична структура поєднує відмінні за своєю природою складові, що мають різні строки економічного життя, а саму нерухомість характеризує стаціонарність та пов'язаний з нею екстерналізм, коли вартість залежить від властивостей не тільки самого об'єкту, а й місця його розташування та економічного, соціального і природного оточення. Крім того, стосовно об'єкту нерухомості можуть існувати різні права, інтереси та зобов'язання, котрі власне і підлягають оцінюванню.

Це вимагає опрацювання значного за обсягом фактологічного матеріалу, представленого на ринку купівлі-продажу й оренди нерухомого майна та ринку ресурсів його розвитку, що формують підґрунтя до основних оціночних підходів, за якими вартість співвідносять з ймовірною ціною продажу, поточною цінністю майбутніх доходів та необхідними витратами на створення об'єкту. І хоча

оцінювач на власний розсуд обирає один чи декілька підходів, у своїх судженнях він спирається на порівнянні дані, притаманні усім ринкам. Таке положення є справедливим і для дохідного підходу.

Дохідний підхід дає уявлення про вартість шляхом конвертації майбутніх грошових потоків в єдину поточну капітальну вартість, використовуючи капіталізацію.

Розглянуті техніки дохідного підходу – пряма капіталізація та дисконтування грошових потоків, – ґрунтуються на одних й тих же оціночних принципах визначення поточної цінності майбутніх доходів з нерухомості, хоча і розглядають цю процедуру з різних ракурсів. Пряма капіталізація оперує поточним рівнем орендної плати, а усі ризики та можливі зміни у дохідних і вартісних показниках об'єкту нерухомості, включаючи його реверсійний потенціал, зведені в єдине і враховані у складі показника рівня дохідності. Натомість техніка дисконтування застосовує усі разові та періодичні доходи і витрати, пов'язані з реалізацією інвестиційних намірів, що забезпечує можливість моделювання зміни ринкової ситуації.

Кожний з цих способів капіталізації має свої переваги і недоліки. Пряма капіталізація потребує менше припущень і завжди підкріплена ринковими даними на дату оцінки, у той час як дисконтування, що передбачає використання значної кількості припущень, характеризується наочністю та може використовуватися як аналітичний інструмент. Проте з точки зору визначення вартості ці техніки рівноцінні.

При оцінці вартості елеваторів (зерносклади) як нерухомого майна, що потенційно підлягає відчуженню, тобто для використання в операціях купівлі-продажу, передаванні у заставу, традиційно віддають перевагу методам порівняльного підходу. Разом з тим, на нашу думку, факт дохідного використання елеваторів як операційної нерухомості (за існуючими оцінками, зберігання зерна та інші види послуг забезпечують отримання рентабельності на рівні не менш як 20%) дає підстави проводити оцінку їх вартості за дохідним підходом. Також на користь використання дохідного підходу до оцінки

елеваторів свідчить зміна економічної ситуації, яка спричиняє значні відхилення цін пропозиції від цін фактичного продажу об'єктів нерухомості (зростання коефіцієнта уторговування, знижки на торг), а також значне зростання ставок капіталізації.

Дохідний підхід до оцінки земельної ділянки передбачає приведення майбутніх доходів від використання земельної ділянки до її поточної вартості. Дохідний підхід використовується тоді, коли на оцінюваній земельній ділянці економічно доцільно і юридично допустимо вести господарську діяльність або здавати її в оренду. Метод капіталізованого доходу є основним під час оцінювання об'єктів, створення чи придбання яких здійснюється з метою отримання прибутку або ренти. До таких об'єктів можемо віднести підприємства та їх структурні підрозділи як цілісні майнові комплекси, а також сільськогосподарські угіддя, призначені для виробництва товарної продукції, дохідні земельні ділянки й дохідні споруди.

Отже, застосування різних методів оцінки, як свідчить українська практика, полягає в поелементній оцінці вартості підприємства (оцінюваний майновий комплекс) ділиться на складові частини, кожна з яких оцінюється окремо, а потім підсумовуванням визначається вартість усього майнового комплексу. Така оцінка має проводитися з суворою відповідністю, відповідаючи міжнародним та національним стандартам оцінки. Чітке формулювання і визначення дефініції «експертна грошова оцінка об'єктів нерухомості» з урахуванням й узагальненням теоретичних досліджень та практичних напрацювань фахівців багатьох країн світу дає можливість дійти власного висновку щодо тлумачення цього поняття, що є процесом визначення їх вартості, максимально наближеної до можливої ціни продажу зазначеного об'єкта або прав на нього на дату оцінки чи на перспективу за певних, чітко визначених умов, а також якщо продавець і покупець діятимуть без примусу, компетентно і кожен на свою користь.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Артеменко Д. М. Удосконалення методів дохідного, витратного та порівняльного підходів при фінансовій оцінці активів комерційного банку в кризових умовах. *Економічний вісник Донбасу*. 2016. № 2 (44). С. 115-128.
2. Богінська Л. О. Удосконалення процесу оцінки нерухомості як необхідна умова розвитку ринку нерухомості. *Вісник Сумського національного аграрного університету. Сер.: Будівництво*. 2015. Вип. 10. С. 107-110.
3. Бродська І. І. Теоретико-прикладні засади застосування сучасних методичних підходів до оцінки вартості підприємства. *Економічний форум*. 2011. № 3. С. 323-332.
4. Бруханський Р. Ф., Бінчаровська Т. А. Науково-практичні проблеми відображення земельних ресурсів у системі бухгалтерського обліку. *Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: економіка, управління та адміністрування*. 2019. № 1(87). С. 64-71.
5. Бруханський Р. Ф., Бінчаровська Т. А. Теоретичні та прикладні аспекти бухгалтерського обліку в сфері землекористування. *Економічний аналіз*, 2018. Том 28. № 4. С. 305-312.
6. Бутов А. М. Формування ефективної системи управління логістикою на підприємствах. *Інноваційна економіка*. 2014. № 6. С. 211-216.
7. Воронін В. О., Лянце Е. В., Мамчин М. М. Аналітика ринку нерухомості: методологія та принципи сучасної оцінки : монографія. Львів : Магнолія-2006, 2014. 304 с.
8. Грибовский С. В., Сивец С. А., Левыкина И. А. Математические методы оценки стоимости имущества. Москва: Маросейка, Книжная Линия, 2014. 352 с.
9. Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса / под ред. А. Г. Грязновой. Москва : Финансы и статистика, 2002. 496 с.
10. Довгань Л. П., Сурженко А. В. Оцінка вартості бізнесу в умовах впровадження вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств. *Економічний вісник університету*. 2017. Вип. 33(1). С. 293-302.

11. Драпіковський О. І., Іванова І. Б. Оцінка нерухомого майна: дві техніки дохідного підходу. *Містобудування та територіальне планування*. 2015. Вип. 58. С. 159-173.
12. Дубоносова А. С. Майно як об'єкт оподаткування. *Форум права*. 2008. № 3. С. 146-151.
13. Жарікова О. Б., Пащенко О. В. Ефективність застосування методу капіталізованого доходу для земельних ділянок сільськогосподарського призначення в Україні. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Сер.: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. Вип. 16(1). С. 98-101.
14. Інтелектуальна власність в Україні: правові засади та практика: наук.-практ. вид.: У 4-х т. / За заг. ред. О. Д. Святоцького. Київ : Видавничий дім «Ін Юре», 1999. 315 с.
15. Калінеску Т. В., Романовська Ю. А., Кирилов О. Д. Оцінювання майна: навч. посіб. Київ : Центр учбової літератури, 2012. 312 с.
16. Костирко Р. О. Інтегрована звітність – інструмент соціально відповідального бізнесу. *Часопис економічних реформ*. 2014. № 1. С. 49-54.
17. Коупленд Т., Коллер Т., Мурін Дж. Стоимість компаній: оцінка и управление: пер. с англ. Москва: Изд-во ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 576 с.
18. Кручок С. Методи грошової оцінки земельних ділянок. *Землевпорядний вісник*. 2001. № 3. С. 38-43.
19. Крылов В. Мучения амбарного типа. *Еженедельник 2000*. 2014. № 36(712). С. 5-6.
20. Ліповська-Маковецька Н. І. Організаційно-економічні механізми формування та становлення регіонального ринку комерційної нерухомості: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.05. Львів: НАН України. Ін-т регіон. дослідж., 2007. 20 с.
21. Малиш С., Мозкова О. Україну чекає диверсифікація. *Агробізнес сьогодні*. 2010. № 17(192). С. 12.

22. Носова Є. А. Порівняльна характеристика традиційних методів оцінки вартості підприємства. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2012. № 7(134). С. 100-104.
23. Паламарчук В. П. Оценка бизнеса: учебн. пособ. Москва: Изд-во ГОУ ВПО «Академия народного хозяйства при правительстве РФ», 2004. 110 с.
24. Панкратова Л. Втрати сільськогосподарських товаровиробників через відсутність кооперативної логістики в Україні / Аграрний Союз України. URL : <http://www.aau.org.ua/rynky-ta-ciny/>
25. Петрів І. Особливості оцінки вартості підприємств на основі методу дисконтування грошових потоків. *Економічний дискурс*. 2017. Вип. 2. С. 136-144.
26. Податковий кодекс України від 23.12.2010 р. № 2856-VI. URL: zakon.rada.gov.ua/go/2755-17
27. Про експертну грошову оцінку земельних ділянок: Постановою КМУ від 11 жовтня 2002 р. № 1531. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1531-2002-п>
28. Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»; Постанова КМУ від 10 вересня 2003 р. № 1440. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п>.
29. Про оцінку земель: Закон України від 11 грудня 2003 р. № 1378-IV. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1378-15>
30. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні^ Закон України від 12 липня 2007 р. № 2658-III (із змінами та доповненнями). URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>
31. Рогульський В. Інвестиційна оцінка вартості бізнесу в процесі IPO на основі методу дисконтованих грошових потоків. *Економічний аналіз*. 2013. Т. 12(2). С. 142-147.
32. Рустамов Р. Ш. Оценка перспектив развития зерновой логистики в Украине. *Транспортні системи і технології перевезень*. 2014. Вип. 8. С. 127-133.
33. Самсонов В. Сравнительный метод оценки стоимости компании. *Финансовый директор*. 2004. № 4. С.12-21.

34. Сендерович А. Й. Сучасні моделі оцінки вартості компаній. *Інвестиції: практика та досвід*. 2015. № 1. С. 99-106.
35. Сівець С., Левикіна І. Актуальні практичні питання використання дохідного підходу в оцінці. *Державний інформаційний бюлетень про приватизацію*. 2014. № 8(264). С. 26-31.
36. Сівіцька Ю. Основні питання оцінки вартості сільськогосподарського підприємства. *Agricultural and Resource Economics*. 2019. Vol. 5. №. 1. P. 137-153.
37. Скидан М. В., Скидан Ю.А., Бугаев Ю. В. Система управління хранением зерна. *Хранение и переработка зерна*. 2010. № 3(129). С. 38-44.
38. Скоп Х. Методика дохідного підходу оцінки нематеріальних активів в обліково-аналітичній системі підприємства. *Бухгалтерський облік і аудит*. 2013. № 10. С. 18-27.
39. Тимошик Л. П. Теоретичні підходи до вдосконалення методології оцінки майна. *Економіка та держава*. 2014. № 11. С. 81-84.
40. Урусова З. П. Сучасні підходи до оцінки вартості нематеріальних активів. *Вісник ЖДТУ. Сер.: Економічні науки*. 2013. № 1 (63). С. 191-193.
41. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 р. № 435-IV. URL: zakon.rada.gov.ua/go/435-15
42. Цуркан Н. Г. Особливості прибуткового підходу до оцінки вартості бізнесу. *Вісник соціально-економічних досліджень*. № 40. С. 190-199.
43. Чуб О. О. Методи визначення вартості банку в угодах М&А. *Економіка і регіон*. 2008. № 4. С. 111-115.
44. Чубук Л. П. Методи визначення ставок дисконту та капіталізації для оцінки нерухомості, адекватних ринковим умовам. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Сер.: Економіка*. 2013. Вип. 10. С. 51-57.
45. Чубук Л. П. Можливості застосування дохідного підходу у практиці оцінки складської нерухомості. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер. : Економіка і менеджмент*. 2015. Вип. 14. С. 186-189.
46. Шершеневич Г. Ф. Учебник гражданского права (по изданию 1907 г.). Москва : СПАРК, 1995. 342 с.

47. Язлюк Б. О. Основні управлінські технології при формуванні та реалізації інвестиційно-інноваційного бізнес-портфеля в умовах невизначеності майбутньої економічної ситуації. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія»*. Сер. : Економіка. 2012. Вип. 19. С. 459-465.
48. Язлюк Б. О., Гевко Р. Б., Дзядикевич Ю. В. Теоретичні та прикладні аспекти економічної безпеки України. *Інноваційна економіка*. 2015. № 4. С. 301-310.
49. Язлюк Б. Прикладний економічний механізм управління регіональними інвестиційно-інноваційними проектами. *Прикладна економіка - від теорії до практики* : зб. тез доп. Першої Всеукр. наук.-практ. конф. 15 жовт. 2015 р. Тернопіль : Економічна думка ТНЕУ, 2015. С. 161-164.
50. Baum A. Property Investment Depreciation and Obsolescence. London : Routledge, 1991. 211 p.
51. Biesiada S. Metody wyceny podstaw kształtowania wartosci przedsibiorstw turystycznych. *Zeszyt Naukowy Wielkopolskiej Wyższej Szkoły Turystyki i zarządzania*. 2010. № 4. P. 241-256.
52. Brukhanskyi R., Yazlyuk B., Bincharovska T. Effective land management in Ukraine using accounting and analytical support. *Problems and Perspectives in Management*, 16 (2), 2018. P. 241-251.
53. Majewski M. Wycena firmy. *Akademia MSP*. 2010. Marzec. P. 52-54.