

## РОЗДІЛ 9. ОЦІНКА ВАРТОСТІ МАЙНА ПІДПРИЄМСТВА

### *Ключові терміни і поняття:*

- |                         |                         |
|-------------------------|-------------------------|
| - Оцінка бізнесу        | - Вартість заміщення    |
| - Ринкова вартість      | - Ліквідаційна вартість |
| - Інвестиційна вартість | - Вартість застави      |
| - Вартість відтворення  | - Балансова вартість    |

### 9.1. ПОНЯТТЯ, ОСНОВНІ ЦІЛІ ТА ПРИНЦИПИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Оцінка бізнесу (підприємства) є функцією діяльності, яку в різних ситуаціях часто приходиться виконувати в ринковій економіці. Це необхідно в процесі санації, реорганізації чи ліквідації підприємства. Також таку оцінку необхідно виконувати, наприклад, при продажі підприємства-банкрута чи випуску нових акцій акціонерних товариств або, наприклад, для викупу акцій акціонерів, що виходять з товариства та інше. Тому питання оцінки бізнесу в сучасних умовах набувають дедалі більшого значення.

Науковці приділяють цим питанням досить велику увагу, акцентуючи свої дослідження на методах визначення доданої вартості в процесі корпоративного управління. Так, Альфред Рапппорт [115] визначив „акціонерну додану вартість” як рентабельність нових інвестицій компанії, що повинна перевершувати середньозважені витрати на капітал. При цьому важливою умовою є те, що будь-які дії менеджерів компанії мають бути спрямовані на одержання додаткової вигоди для власників компанії, що фактично визначається приростом її акціонерного капіталу. Деякі автори пропонують використання „образу вартості” компанії і його застосування в системі корпоративного управління у вигляді методики експрес-аналізу на основі агрегованої звітності [77]. Для цього використовують спрощену модель формування грошових потоків з наступним аналізом й оцінкою динаміки ринкової доданої вартості. Зазначений показник є оцінкою ефективності корпоративного управління в компанії акціонерів і дає можливість визначати стратегічні перспективи діяльності фірми в інтересах її власників. О.Н. Щербакова [109] пропонує використання доданої вартості за допомогою методу капіталізації чистого прибутку.

#### Сформулюємо більш детально цілі оцінки бізнесу:

- визначення вартості підприємства у випадку його купівлі-продажу цілком чи частинами;
- визначення вартості цінних паперів у випадку купівлі-продажу акцій

- підприємства на фондовому ринку;
- розробка плану розвитку підприємства. В процесі стратегічного планування важко оцінити майбутні доходи та цінність іміджу;
- визначення кредитоспроможності підприємства і вартості залогу в процесі кредитування;
- визначення санаційної спроможності в процесі санаційного аудиту;
- виконання інвестиційного проекту розвитку бізнесу;
- реструктуризації підприємства. Проведення ринкової оцінки у випадку ліквідації підприємства, злиття, поглинання або виділення самостійних підприємств;
- підвищення ефективності поточного управління підприємством.

Оцінка бізнесу залежно від мети може виконуватись по-різному. Тому для проведення оцінки більш точно визначимо поняття вартості.

В літературних джерелах використовуються різні поняття вартості, а саме: ринкової, інвестиційної, ліквідаційної, балансової, відновної, первісної вартості, а також вартість відтворення, заміщення, застави. Розглянемо детальніше сутність цих понять в таблиці 9.1.

Таблиця 9.1

### Інтерпретації поняття „вартість”

Вид вартості	Характеристика виду вартості
Ринкова вартість	Найбільш ймовірна ціна, за якою об’єкт може бути відчужений на відкритому ринку в умовах конкуренції. Ринкова вартість є об’єктивною, незалежною від бажання окремих учасників ринку нерухомості і відображає реальні економічні умови, що склались на цьому ринку.
Інвестиційна вартість	Передбачає оцінку вартості підприємства для конкретного інвестора або групи інвесторів. Ця вартість визначається на основі індивідуальних вимог до інвестицій. Розрахунок інвестиційної вартості виконується виходячи з очікуваних даним інвестором доходів і конкретної ставки їх капіталізації.
Вартість відтворення	Це витрати на відтворення точної копії підприємства або іншого активу, навіть якщо є більш економічні аналоги.
Вартість заміщення	Витрати на створення підприємства, що має з оцінюваним еквівалентну корисність, але побудованого в новому архітектурному стилі, з використанням сучасних і прогресивних матеріалів, конструкцій, устаткування.
Ліквідаційна вартість	Це грошова сума, яка реально може бути отримана від продажу власності в терміни надто короткі для проведення адекватного

	маркетингу у відповідності з визначенням ринкової вартості.
Вартість застави	Оцінка підприємства для за ринковою вартістю для цілей іпотечного кредитування.
Балансова вартість	Витрати на будівництво чи придбання об'єкта власності. Балансова вартість є первісна та відновна. Первісна відображена в бухгалтерських документах на момент введення в дію. Відновна – це вартість відтворення за сучасних умов.

Проявляється вартість підприємства на фондовому ринку через категорію "ринкова вартість фірми" (market value of firm), під якою розуміють ринкову вартість акціонерного капіталу (market value of equity), тобто ціну простої акції корпорації, помножену на кількість акцій в обороті, оскільки підприємство можна розглядати як існуючий або майбутній бізнес, функціонування якого пов'язано із внесенням інвестицій, або як набір активів.

При реорганізації підприємства шляхом його розподілу використовується категорія "вартість при розподілі" (breakup value), під якою розуміють грошову суму, очікувану від розподілу багатопрофільного бізнесу на кілька підприємств і продажу їх окремо.

При ліквідації підприємства його вартість набуває форми ліквідаційної вартості (liquidation value), тобто грошової суми, яку можна одержати від розподілу підприємства на певні активи й продажу їх окремо (ліквідація не виключає також продажу підприємства як цілісного майнового комплексу або його акцій). Власники й кредитори розглядають ліквідаційну вартість із різних точок зору: перших цікавить залишкова вартість акціонерного капіталу (residual equity value), других — ефективна чиста вартість (effective net value).

Залишкова вартість акціонерного капіталу відповідає грошовій сумі, на яку можуть розраховувати власники простих акцій, майнові вимоги яких розглядаються в останню чергу. Ефективна чиста вартість є сумою залишкової вартості акціонерного капіталу та номінальної вартості субординованого боргу.

Категорії „ліквідаційна вартість” і „вартість при примусовому продажу” не є тотожними, оскільки умовам ліквідації підприємства можуть відповідати умови адекватного маркетингу. Якщо ж період ліквідації обмежується кредиторами, то ліквідаційна вартість набуває форми вартості при примусовому продажу. У зв'язку з розвитком негативних тенденцій в економіці України дедалі більших масштабів набувають примусові форми продажу майна всіх форм власності, внаслідок чого виникає проблема оцінки його вартості. Умови продажу вказують на необхідність розрахунку ліквідаційної вартості, однак за різних умов продажу виникає проблема неоднозначності алгоритму розрахунку.

В основі оцінки бізнесу лежить теза, що його сьогоднішня вартість рівна вартості майбутніх вигод (доходів), які власник може одержати в результаті володіння даною власністю (бізнесом).

Для того щоб визначити вартість підприємства необхідно мати уяву про сукупність факторів, що впливають на вартість, а також про вплив кожного конкретного фактора. Найважливіші фактори – це попит на власність та ліквідність власності.

Оцінюючи майно підприємства необхідно дотримуватись відповідних принципів. Основні принципи оцінки вартості підприємства, які згруповані у три групи, наведені в таблиці 9.2 [37].

Таблиця 9.2

### Принципи оцінки вартості та їх характеристика

Принцип	Характеристика
<i>Принципи, які пов'язані з уявою власника про майно</i>	
Корисності	Підприємство володіє власністю, якщо воно може бути корисним потенційному власнику
Заміщення	Покупець не заплатить за підприємство більше, ніж найменша ціна, за якою оцінюють аналогічне підприємство з тим же ступенем корисності
Очікування	Очікування майбутнього прибутку або інших вигод, які можуть бути одержані в майбутньому від використання майна підприємства
<i>Принципи, які пов'язані з ринковим середовищем</i>	
Залежність	Вартість підприємства залежить від багатьох факторів, але і воно впливає на вартість інших об'єктів нерухомості
Відповідність	Підприємство повинне відповідати ринковим та будівельним стандартам
Пропозиція та попит	Попит впливає на ціну більше чим пропозиція. Попит перевищує пропозицію – ціни ростуть; пропозиція перевищує попит – ціни падають; попит дорівнює пропозиції – ціни стабільні.
Конкуренція	Це змагання підприємців в одержанні прибутку
Зміни	Ситуація на ринку постійно змінюється
Розумної обережності оцінок	Оцінювач має критично ставитись до всієї інформації, яку йому надає адміністрація об'єкта оцінювання
Альтернативності оцінок	Використання різних методів оцінювання та порівняння показників вартості за альтернативними методами.
<i>Принципи, які пов'язані з експлуатацією майна</i>	
Залишкова продуктивність земельної ділянки	Земля має «залишкову вартість», тобто компенсується тоді коли є залишок доходу після оплати всіх інших факторів виробництва: праці, капіталу і управління.
Внесок	Це сума на яку збільшується чи зменшується вартість підприємства або чистий прибуток, одержаний внаслідок наявності або відсутності будь якого покращення або доповнення до діючих факторів виробництва.
Висхідна або низхідна віддача	По мірі збільшення ресурсів до основних факторів виробництва чистий прибуток має тенденцію до збільшення високими темпами до визначеного моменту. Далі загальна віддача хоча і зростає, але

	повільними темпами. Це уповільнення проходить до тих пір, поки приріст вартості не стає меншим, чим приріст витрат на додані ресурси.
Збалансованість (пропорційність підприємства)	Любому виду виробництва відповідає оптимальне поєднання факторів виробництва при якому досягається максимальний прибуток, а значить, і максимальна вартість підприємства.
Оптимальний розмір	Любий фактор виробництва має повинен мати оптимальні розміри
Економічний розподіл та поєднання майнових прав власності	Майнові права необхідно розділяти та поєднувати так, щоб збільшувати загальну вартість підприємства
Принцип найкращого та найбільш ефективного використання	Основний принцип оцінки, який означає розумне та можливе використання підприємства, що забезпечує йому найвищу поточну вартість на дату оцінки. Цей принцип – це синтез всі трьох груп принципів.

## 9.2. ЕТАПИ ПРОЦЕСУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ МАЙНА

Оцінка вартості майна – складний та трудомісткий процес. Ефективна організація цього процесу передбачає виконання послідовності відповідних етапів, які наведені нижче.

1. **Визначення проблеми.** Цей етап передбачає виконання ідентифікації підприємства, виявлення предмету оцінки, формулювання цілей та функцій оцінки, визначення виду та дати оцінки.

2. **Аналіз кон'юнктури ринку.** Визначення ситуації на ринку, що склалась на цей період часу під впливом сукупності факторів: науково-технічний прогрес, вплив монополій, втручання держави, інфляція, сезонність та інші. Вивчення кон'юнктури виконується з використанням низки показників: данні про промислове виробництво; динаміка капіталовкладень; дані про замовлення; показники внутрішнього товарообороту; показники зовнішньої торгівлі; дані про стан кредитно-грошової сфери; ціни.

3. **Попередній огляд підприємства.** Знайомство з адміністрацією, визначення вихідної інформації та її джерел надходження, визначення складу групи експертів-оцінщиків, складання завдання на оцінку, підготовка та підписання договору на оцінку.

4. **Збір та аналіз інформації про об'єкт оцінювання.** Збір та систематизація загальних даних, збір та аналіз спеціальних даних, аналіз найкращого та найбільш ефективного використання.

5. **Інвентаризація майна.** Основна мета цього етапу – визначити наявність і стан майна за даними бухгалтерського обліку, врегулювати інвентаризаційні різниці та відобразити результати інвентаризації в передавальному балансі.

6. **Аудиторська перевірка фінансової звітності підприємства.** Підтвердження достовірності даних, відображених у бухгалтерській звітності. Аудит здійснюється згідно

з нормативними актами, які регламентують порядок проведення аудиторських перевірок.

**7. Вибір методів оцінки та їх застосування для оцінки об'єкту, що аналізується.** Детальніше методи оцінки розглянемо в наступному питанні.

**8. Погодження результатів, одержаних з допомогою різних підходів.**

**9. Підготовка звіту та висновків про оцінку.** Звіт про експертне оцінювання повинен складатись з п'яти розділів: вступ; методика оцінювання та її обґрунтування; загальна характеристика та опис об'єкта експертного оцінювання; визначення вартості об'єкта експертного оцінювання; висновки експерта щодо вартості об'єкта експертного оцінювання. До звіту мають входити додатки, що містять інформацію про вихідні дані, копії документів стосовно прав на оцінюване майно та інше.

### **9.3. МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ МАЙНА ПІДПРИЄМСТВ: ВИТРАТНИЙ, ДОХІДНИЙ, РИНКОВИЙ**

#### **9.3.1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА МЕТОДІВ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

Існує багато методів оцінки підприємств. Однак, більшість професіоналів в цій області приходять до думки, що найважливішими є три підходи (методи) визначення вартості підприємства (бізнесу): витратний, порівняльний (ринковий) та дохідний [23]. Кожний метод має свої негативні та позитивні властивості.

З методів, які базуються на оцінці активів в світовій практиці використовуються метод нагромадження активів і метод ліквідаційної вартості. Для оцінки підприємств методом нагромадження активів визначають ринкову вартість всіх його активів: матеріальних (земля, споруди, устаткування, запаси), фінансових і нематеріальних.

Кожний з трьох названих підходів (витратний, порівняльний та дохідний) в свою чергу передбачає використання при оцінці підприємств належних йому методів. Так, дохідний підхід передбачає використання методу капіталізації і методу дисконтованих грошових потоків. Витратний метод використовує метод чистих активів, метод балансової вартості активів, метод скорегованої балансової вартості активів та метод ліквідаційної вартості. При використанні порівняльного (ринкового) методу використовують метод ринку капіталу, метод угод і метод галузевих коефіцієнтів. Перераховані методи доцільно використовувати в наступних випадках.

Методи дисконтованих грошових потоків, ринку капіталу та галузевих коефіцієнтів орієнтовані на оцінку підприємства діючого і того, що буде далі існувати.

Методи чистих активів і угод - для підприємств, які інвестор має наміри закрити або скоротити обсяги виробництва.

Метод капіталізації доречний для застосування на тих підприємствах, які встигли накопичити активи в результаті їх капіталізації в попередні періоди, тобто для «зрілих» підприємств.

Метод дисконтованих грошових потоків найбільш доречний для оцінки нових («молодих») підприємств, які не встигли заробити достатньо прибутків для капіталізації в додаткові активи, але які володіють перспективними видами продукції і мають конкурентні переваги у порівнянні з конкурентами.

Методи ринку капіталу, угод і галузевих коефіцієнтів доречні в умовах строгого вибору компанії-аналога.

В таблиці 9.3 [39] наведена детальніша інформація про підходи та методи оцінки майна підприємств.

Розглянемо сутність методів.

Таблиця 9.3

## Методи оцінки вартості підприємства

Підходи та методи	Характеристика	Методика розрахунку	Переваги	Недоліки	Область використання
1	2	3	4	5	6
<b>1. Дохідний підхід</b>	Дозволяє визначити вартість акцій на основі оцінки вартості майбутніх доходів компанії від її фінансово-господарської діяльності. При розрахунку вартості володіння неконтрольним пакетом акцій необхідно із отриманої за цим методом вартості відняти знижку за неконтрольний характер та знижку за недостатню ліквідність		Єдиний підхід, що враховує майбутні очікування, ринковий аспект та економічне старіння	Вимагає детального розуміння фінансово-господарської діяльності та особливостей компанії, її бізнесу, країни здійснення діяльності, як ретроспективного, так і перспективного характеру	Методи дозволяють визначити вартість володіння контрольним пакетом акцій, яку необхідно скорегувати на скидку за недостатньою ліквідністю.
1.1. Методи дисконтування майбутніх грошових потоків (потоків чистого прибутку, дивідендних виплат)	Сучасний економічний стан та перспективи підприємства враховуються при визначенні ставки дисконтування	$V = \sum_{n=1}^N CF_n \cdot \frac{1}{(1+r)^n} + V_z$ де: V – вартість компанії; CF – потоки чистих грошових коштів (чистого прибутку, дивідендних виплат) компанії за один часовий інтервал; r – ставка дисконтування; Vz – залишкова вартість компанії у пост прогнозний період; N – кількість часових інтервалів; n – номер часового інтервалу	Дає оцінку доходів компанії на найближчу перспективу	Залежить від обраної політики компанії. Невизначеність довгострокового планування. Складності визначення ставки дисконтування/, оцінки факторів, що на неї впливають	Застосування до компаній, що мають значні матеріальні активи, але знаходяться у стані стійкої фінансової кризи – не можливе. Рекомендується використовувати по відношенню до стабільних та прибуткових компаній. Використовується для визначення верхньої межі вартості компанії та має основне значення

## Продовження таблиці 9.3

1	2	3	4	5	6
<b>1.2. Методи капіталізації грошових потоків (потоків прибутку)</b>	Заснований на визначенні величини щорічних чистих доходів (прибуттів) підприємства та відповідної цим доходам норми капіталізації	$V = ЧД * Нк$ , де: ЧД - щорічний чистий дохід (прибуток); Нк – норма капіталізації	Простий використанні у	Складності із визначенням адекватного коефіцієнту капіталізації	Рекомендується для фінансово-стійких компаній, що стабільно розвиваються. Майбутні доходи, які оціночно дорівнюють поточним або темпи росту помірковані та прогнозовані
<b>2. Витратний підхід</b>	Дозволяє визначити вартість компаній на базі оцінки вартості активів та майна, якими вона володіє на теперішній час. Підхід визначає ринкову вартість акцій як суму ринкової вартості активів за відрахуванням позикових коштів. Методи дозволяють визначити вартість володіння контрольним пакетом акцій, яку необхідно скорегувати на знижку на недостатню ліквідність. Якщо необхідно визначити вартість володіння неконтрольним пакетом акцій, то необхідно, відповідно, відняти знижку за неконтрольний характер на недостатню ліквідність		Визначає вартість поточного стану активів та боргів	Вимагає детальної інформації про наявність та стан активів. Методи цього підходу є дуже трудомісткими. Неможливо оцінити фінансові показники діяльності компанії. Ускладнюється невідповідністю між балансової вартості майна для підприємств України	Найбільш прийнятною сферою використання є компанії, що володіють значними матеріальними активами. Має допоміжне значення: як правило використовується для визначення нижньої межі вартості підприємства. Може бути прийнятною для оцінки компаній ЗМІ, вебсайтів, де активами виступають аудиторія видання, кількість унікальних відвідувачів
<b>2.1. Метод балансової вартості активів/ чистих активів</b>	Заснований на визначенні балансової вартості активів та зобов'язань	$V = A - Зн - З$ , де: А – активи за балансовою вартістю; Зн – знос; З – зобов'язання	Відноситься до правових методів. Результати визнаються судом	Враховує виключно балансові дані на момент формування статей балансу. Не враховує зміну ринкової кон'юнктури. Залежить від прийнятої облікової політики	Використовується коли неможливим є достовірно визначити майбутні грошові потоки або прибутки компанії Для заново створеної компанії, що немає ретроспективних даних, холдингової та інвестиційної компанії. Рекомендується визначити на момент обов'язкового викупу компанією своїх акцій за вимогою акціонерів

Продовження таблиці 9.3

1	2	3	4	5	6
2.2. Метод скорегованої балансової вартості активів (індексний підхід)	Базується на використанні балансової вартості активів та зобов'язань, скорегованих за ринковою вартістю	$V = A - Z_n + / - \text{Скор}A - Z$ , де: СкорА – переоцінка активів за ринковими даними	Враховує теперішню вартість активів компанії за ринковими даними	Не враховує потоку майбутніх доходів від існуючих активів	Застосовується до акцій будь-яких компаній
2.3. Метод заміщення (метод вартості будівництва нового спів ставного об'єкту)	Заснований на визначенні вартості нового об'єкту за зіставними функціональними, фінансовими, економічними, виробничо-господарськими та територіальними показниками	$V = A_p - Z_{нф} - Z_{не} - Z_{нфиз}$ , де: $A_p$ – ринкова вартість аналогічних активів; $Z_{нф}$ – функціональний знос; $Z_{не}$ – знос економічний; $Z_{нфиз}$ – фізичний знос	Простий у розумінні	Не завжди є економічно вигідним заміщати існуючі активи. Обмеженість в інформації щодо ринкової вартості аналогічних активів у випадку специфічних характеристик обладнання	Використовується при визначенні вартості майна або вартості компанії як майнового комплексу
2.4. Метод ліквідаційної вартості	Заснований на визначенні вартості підприємства у випадку його швидкого продажу або ліквідації	$V = A_l - Z - V_l$ , де: $A_l$ – ліквідаційна вартість активів; $V_l$ – витрати, пов'язані із ліквідацією підприємства та / або його активів	Дозволяє визначити мінімальну вартість активів компанії	Відсутня ринкова інформація про ринкову вартість обладнання, що було у використанні та специфічного обладнання та активів	Використовується у випадку ліквідації компанії та окремих її активів
<b>3. Ринковий підхід</b>	Дозволяє визначити вартість акцій на базі порівняння цін та акцій аналогічних компаній в найближчий ретроспективі. Використовує дані ринку цінних паперів, відображають фактично досягнуті результати діяльності компаній. Орієнтується на вартість залежно від загального розвитку фондового		Простий у розумінні та використанні. Можливе використання при експрес-оцінках	Ігнорує перспективи розвитку компаній, вимагає функціонування активного фінансового ринку, доступності фактичних даних за здійсненими угодами на ринку та різносторонньої фінансової інформації, по компанії, що аналізується, та по компаніям, відібраним як аналоги. Вимагає складних корегувань і поправок до кінцевої вартості і проміжним розрахункам	Метод компаній-аналогів в рамках цього підходу рекомендується використовувати по відношенню до невеликих та середніх компаній, а метод продаж – навпаки, до великих підприємств. Метод має допоміжне значення та надає первісне уявлення про вартість акцій компанії

	ринку				
--	-------	--	--	--	--

Продовження таблиці 9.3

1	2	3	4	5	6
3.1. Метод компаній-аналогів	Метод базується на ціні, що визначається на відкритому фондовому ринку. Базою виступає ціна компанії, що котирується на ринку. Метод дозволяє визначити вартість володіння неконтрольним пакетом акцій. Якщо необхідно визначити вартість володіння контрольним пакетом акцій, то до вартості, отриманої цим методом, необхідно додати премію за контроль			Використання можливе лише при добре розвинутому фондовому ринку та наявності регулярних операцій по акціях компанії. Не враховує специфіку та перспективи розвитку окремої компанії	Рекомендується для визначення вартості мінори тарних пакетів акцій. Для компаній публічних великих та середніх
3.2. Метод ретроспективних угод (метод продажів)	Заснований на використанні даних про здійснені угоди купівлі-продажу, злитті та поглинанні компаній та їх середніх та великих пакетів акцій. Методи дозволяють визначити вартість володіння контрольним пакетом акцій, яку необхідно скорегувати на знижку за недостатню ліквідність. При визначенні вартості володіння неконтрольним пакетом акцій додатково віднімають ще знижку за неконтрольний пакет		Простий у використанні метод. Може бути використаний при експрес-оцінці	Вимагає великої кількості статистичних даних про ринкові угоди. Враховує виключно ретроспективні дані	Рекомендується для високоліквідних акцій великих та середніх за розміром пакетів
3.3. Метод галузевих коефіцієнтів, співвідношень	Базується на співвідношенні між ціною та визначеними фінансовими параметрами. Коефіцієнти розраховуються на основі тривалих статистичних спостережень за ціною продажів акцій компаній або самих компаній і основними виробничо-фінансовими характеристиками діяльності компаній. Метод дозволяє визначити вартість володіння неконтрольним пакетом акцій. При визначенні вартості володіння контрольним пакетом акцій додається		Простий у використанні метод. Може бути використаний при експрес-оцінці	Вимагає великої кількості статистичних спостережень протягом тривалого періоду	Рекомендується для визначення вартості невеликих та середніх компаній вузькоспеціалізованого характеру

	премія за контроль				
--	--------------------	--	--	--	--

Продовження таблиці 9.3

1	2	3	4	5	6
3.4. Метод цінових мультиплікаторів розв'язку компаній	Заснований на співвідношенні ринкової вартості акцій компаній до фінансової бази	Ціна/прибуток Ціна/грошовий потік Ціна/дивідендний потік Ціна/виручка від реалізації Ціна/фізичний обсяг Ціна/балансова вартість активів Ціна/вартість чистих активів		Вимагає високого ступеня відповідальності фінансової бази для аналога та компанії, що аналізується. Різноманітність мультиплікаторів дає різноманітність результатів	Рекомендується для визначення вартості невеликих та середніх компаній вузькоспеціалізованого характеру
<b>4. Комбінований підхід</b>	Методи в межах цього підходу об'єднують переваги методу грошових потоків та дерева рішень (метод реальних опціонів), доходного та затратного підходів (методи на базі теорії економічного прибутку)				
4.1. Метод, заснований на теорії опціонів	Базується на порівнянні інвестицій у підприємство із придбанням реальних ринкових цінних паперів з властивостями опціонів. Порівняння доступних на фондовому ринку для безпосереднього спостереження цінних паперів, ціни та норми доходності яких відомі, а потоки платежів в точності відтворюють потоки платежів по цьому підприємству		Об'єднує переваги методу грошових потоків та дерева рішень. Опціони надають власнику та менеджменту підприємства враховувати гнучкість у прийнятті рішень стосовно майбутніх варіантів розвитку щодо компаній	Складність у розрахунках. Відсутність на сучасному фондовому ринку України відповідних змішаних цінних паперів	Переважно використовується для оцінки добувних компаній та високотехнологічних компаній, що активно провадять НДТКР. Перспективний для оцінки компаній, що знаходяться під загрозою банкрутства
4.2. Моделі, на базі концепції економічного прибутку	Об'єднує переваги доходного та затратного підходів. Вартість компанії визначається через поточну вартість її чистих активів та дисконтований потік зверх доходів. В них знаходить своє відображення процес створення багатства акціонерів		Не залежить від обраної облікової політики компанії. Збільшується точність розрахунків за рахунок прогнозування тільки частини грошового потоку, що збільшує вартість фірми понад реально вкладені в компанію інвестиції	Особливості національних стандартів бухгалтерської звітності, що вимагає проведення ряду корегувань змінних. Непрозорість фінансової звітності емітентів цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку. Складнощі із визначенням ставки дисконтування, подібні до викладених у доходному підході	Перспективний для оцінки компаній з метою подальшого запровадження постійного антикризового управління на стратегічному та оперативному рівнях

### 9.3.2. ВИТРАТНИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

**Витратний** (майновий) підхід в оцінці підприємства (бізнесу) розглядає вартість підприємства з точки зору понесених витрат. Балансова вартість активів та обов'язків підприємства через інфляційні процеси, як правило, не відповідає ринковій вартості. По цій причині спочатку необхідне корегування балансу підприємства на обґрунтовану величину ринкової вартості кожного активу окремо ( $V_a$ ). Потім визначається поточна вартість обов'язків ( $V_o$ ). Далі з обґрунтованої вартості активів вираховується поточна вартість обов'язків. Результат ( $V_k$ ) – оцінена вартість власного капіталу підприємства.

$$V_k = V_a - V_o \quad (9.1)$$

Витратний підхід представлений двома основними методами:

- метод вартості чистих активів;
- метод ліквідаційної вартості.

Розрахунок вартості першим методом (*метод вартості чистих активів*) передбачає реалізацію наступних етапів:

1. Оцінюється нерухоме майно підприємства.
2. Визначається ринкова вартість машин та устаткування.
3. Оцінюються нематеріальні активи.
4. Визначається ринкова вартість фінансових вкладень.
5. Оцінюються товарно-матеріальні запаси.
6. Оцінюється дебіторська заборгованість.
7. Оцінюються витрати майбутніх періодів.
8. Обов'язки підприємства переводяться в поточну вартість.
9. Визначається вартість власного капіталу шляхом вирахування з ринкової вартості суми активів поточної вартості всіх обов'язків.

Розглянемо особливості використання **методу ліквідаційної вартості підприємств**, який використовується для оцінки підприємств-банкрутів.

Ліквідаційна вартість, на думку ведучого американського професора Ш. Пратта, являє собою чисту грошову суму, яку власник підприємства може одержати при ліквідації підприємства і роздільному розпродажу його активів.

Оцінка ліквідаційної вартості підприємства виконується коли:

- оцінюється частка власності, що здатна викликати продаж активів підприємства;
- прибуток підприємства від виробничої діяльності невеликий в порівнянні з вартістю його чистих активів (низька рентабельність чи збиткове підприємство);
- підприємство знаходиться в стані банкрутства.

При розрахунку ліквідаційної вартості необхідно визначити і відняти з повної відновної вартості активів підприємства усі витрати, зв'язані з ліквідацією підприємства. Ці витрати містять у собі комісійні риелторів, оцінювачів і юристів, адміністративні витрати по підтримці роботи підприємства аж до завершення його ліквідації, вихідні допомога і виплати, витрати на перевезення проданих активів і ін.

При розрахунку ліквідаційної вартості виручена від продажу активів грошова сума, очищена від супутніх витрат, дисконтується на дату оцінки по ставці дисконту, що враховує зв'язаний з цим продажем ризик. Ліквідаційна вартість підприємства як цілого звичайно менше, ніж сума виторгу, отриманий від роздільного розпродажу її активів.

Технологічна послідовність робіт з розрахунку упорядкованої ліквідаційної вартості підприємства, тобто вартості, яку можна одержати при упорядкованій ліквідації підприємства, включає наступні етапи:

- розробку календарного графіка ліквідації активів підприємства;
- розрахунок поточної вартості активів з урахуванням витрат на їхню ліквідацію;
- визначення величини зобов'язань підприємства;
- вирахування з поточної (відкоректованої) вартості активів величини зобов'язань підприємства.

Розглянемо більш детально основні етапи цього методу.

Розрахунок поточної вартості активів підприємства здійснюється за *методом нагромадження активів*.

Для розрахунку поточної вартості активів використовуються дані балансу підприємства на дату оцінки (або на останню звітну дату). Перевірка і коректування рахунків балансу виконується одночасно з інвентаризацією майна підприємства на дату оцінки.

Одночасно з інвентаризацією майна підприємства розраховуються ринкова вартість земельної ділянки, залишкова відновна вартість основних фондів, а також відновна вартість чи вартість заміщення інших активів.

Залишкова відновна вартість основних фондів розраховується шляхом вирахування з повної відновної вартості величини зносу основних фондів. Так само визначаються залишкова відновна вартість і залишкова вартість заміщення інших активів.

Визначення ринкової вартості земельної ділянки, на якій знаходиться об'єкт нерухомості, здійснюється для того, щоб установити оподатковувану базу по вартості цієї ділянки або розміри компенсацій при відчуженні землі при ухваленні рішення про ліквідацію об'єкта для здійснення нового будівництва, при встановленні орендної плати на землю.

Існує п'ять основних методів оцінки ринкової вартості земельних ділянок:

- по порівнянних продажах;
- метод співвіднесення (переносу);
- капіталізація земельної ренти;
- техніка залишку для землі;
- метод розвитку земельної ділянки.

• **Метод по порівнянних продажах** полягає в зіставленні і порівнянні даних по аналогічних вільних ділянках, що були продані за останнім часом. Елементами порівняння може бути шість факторів: умови фінансування угод, умови продажу, час продажу, місце розташування, фізичні характеристики, характеристики доходу, одержуваного з земельної ділянки.

Наприклад, якщо умови фінансування угоди купівлі-продажу земельної ділянки відрізняються від звичайних (для покупки ділянки був узятий 100%-ний кредит) то такі угоди необхідно ретельно аналізувати і робити відповідне виправлення до ціни даної угоди.

Ті ж міркування відносяться до умов самих продажів, тобто до обставин і мотивів, якими керувалися покупець і продавець у момент угоди.

Час продажу — один з основних елементів порівняння порівнянних продажів. Для того щоб робити виправлення цін по порівнянних угодах, необхідно знати тенденції цін на земельному ринку, тобто як відбувається згодом зміна цін на землю. У українських умовах відзначаються щорічна тенденція підвищення цін на земельні ділянки, а також значні сезонні коливання цін на них.

Одним з істотних елементів порівняння порівнянних продажів є місце розташування земельної ділянки, на якому знаходиться об'єкт нерухомості.

Важливим елементом порівняння порівнянних продажів є фізичні характеристики, наприклад параметри ґрунтів, розміри ділянки, глибина, форма (прямокутний чи багатокутний), наявність дренажу, кут нахилу ділянки й ін.

• **Метод співвіднесення (метод переносу)** складається в поділі загальної ціни продажу порівнянного комплексу, що включає об'єкт нерухомості і земельна ділянка, на дві складові — ціну будинку і ціну земельної ділянки. Експерт-оцінювач оцінює вартість будинку й інших споруджень, що знаходяться на цій ділянці, а потім із загальної ціни майнового комплексу віднімає вартість будинку і споруджень і одержує вартість земельної ділянки.

Іноді для приблизних розрахунків ціни земельної ділянки можна виходити з того, що частка витрат на придбання землі, наприклад під житлове будівництво, складає 35%

(для незасвоєних ділянок — 15%). Хоча експерт-оцінювач повинен пам'ятати, що чим старше будинок, тим більше частка в загальній ціні земельної ділянки, на якому цей будинок знаходиться.

- **Метод капіталізації земельної ренти.** Визначення вартості земельної ділянки за допомогою цього методу полягає в капіталізації доходів, отриманих за рахунок орендних платежів. Однак у українських умовах цей метод поки неможливо використовувати, тому що порівнянні орендні платежі і норми капіталізації в даний час неможливо відшукати через відсутність як такого земельного орендного ринку.

- **Техніка залишку для землі.** Цей метод оцінки вартості земельної ділянки відрізняється від методу капіталізації земельної ренти лише тим, що дохід, який капіталізується, розраховується виходячи з частки прибутку, отриманої з врахуванням найкращого і найбільш ефективного використання земельної ділянки й об'єкта нерухомості, побудованого на ньому.

- **Метод розвитку (освоєння) земельної ділянки** використовується в тому випадку, коли необхідно визначити вартість ділянки, придатної для розбивки на окремі індивідуальні ділянки. Такі випадки досить часто зустрічаються в українській практиці оцінки при здійсненні індивідуального житлового будівництва (при потоковому будівництві і продажі котеджів).

#### **Визначення відновної вартості будинків і споруджень**

Існує чотири способи визначення повної відновної вартості будинків і споруджень.

- **Метод порівняльної одиниці,** при якому поточна вартість обраної для розрахунку одиниці виміру оцінюваного об'єкта збільшується на кількість одиниць оцінюваного об'єкта.

- **Елементний спосіб** розрахунку вартості будинків і споруджень полягає у визначенні питомої вартості об'єкта виходячи з елементних витрат (витрат на виробництво земельних, монтажних, опоряджувальних робіт і т.д.). Цей спосіб називається також методом розбивки на компоненти

- **Кошторисний спосіб** розрахунку вартості будинків і споруджень полягає в складанні об'єктивних і зведених кошторисів будівництва даного об'єкта, як якби він будувався знову за поточними цінами.

- **Індексний спосіб** оцінки будинків і споруджень полягає у визначенні повної відновної вартості оцінюваного об'єкта шляхом множення його балансової вартості на відповідний індекс.

Визначення відновної вартості будинків і споруджень необхідно виконувати з врахуванням зносу. Фахівці розрізняють три основних види зносу: фізичний, функціональний і зовнішній (чи економічний).

Фізичне старіння – це втрата вартості власності, яка викликана зносом, розрушенням, збільшеннями вартості обслуговування застарілого устаткування, іншими фізичними факторами, які викликають зменшення життя та корисності об'єкту.

Функціональне старіння – це втрата власності вартості, пов'язана з неможливістю виконувати ті функції, для яких вона призначалась. Функціональне старіння є результатом внутрішніх властивостей власності і пов'язано з такими факторами як конструкційні недоліки, надлишкові операційні витрати.

Технологічне старіння є формою функціонального. Це втрата вартості, викликана зміною в технології, в результаті якої об'єкт стає менш продуктивним та більш дорогим в експлуатації.

Економічне старіння – це втрата вартості активу, викликана зовнішніми факторами, наприклад, змінами, які понизили попит на продукцію.

- Наступним етапом буде визначення вартості будинків і споруджень без зносу. На цьому етапі необхідно з повної відновної вартості будинку відняти величину сукупного зносу. У такий спосіб визначається вартість об'єкта нерухомості без зносу.

- Далі - визначення загальної вартості об'єкта нерухомості і земельної ділянки. На цьому етапі розраховується шукана його загальна вартість шляхом підсумовування вартості об'єкта нерухомості без зносу, отриманої на попередньому етапі, і ринкової вартості земельної ділянки, отриманої раніше.

Оцінка устаткування, машин і механізмів здійснюється або по відновній вартості, або вартості заміщення, або за біржовими цінами (з урахуванням витрат на транспортування й установку). З вартості (відновної або заміщення) віднімається знос і виходить залишкова оцінна вартість устаткування, машин і механізмів.

Відновна вартість устаткування, машин і механізмів у даному випадку розраховується виходячи з первісної балансової вартості придбання й індексів переоцінки.

Вартість заміщення устаткування, машин і механізмів визначається з урахуванням витрат на створення їхніх аналогів. Дану вартість можуть підтвердити підприємства-виготовлювачі цих видів устаткування, машин і механізмів.

Біржові ціни можна приймати по періодичних біржових бюлетенях з урахуванням підвищувальних виправлень на транспортні витрати і витрати на установку.

Знос устаткування, машин і механізмів розраховується по всім трьох видах (якщо це можливо): фізичному, функціональному й економічному.

- Оцінка нематеріальних активів. До нематеріальних активів відносяться науково-технічна продукція, технічні бібліотеки, ліцензії, ноу-хау, патенти, висококваліфікований персонал, клієнтура, торгова марка, комп'ютерні програми, угоди про недопущення конкуренції і т.д.

Нематеріальні активи оцінюються одним із трьох способів:

- витратним — вартість нематеріального активу визначається за ціною його придбання і постановки на баланс з урахуванням відповідного індексу переоцінки;

- дохідним — розраховується і дисконтується той додатковий дохід, що може дати нематеріальний актив на відповідному ринку (у випадку, якщо цей ринок активно функціонує);

- ринковим (методом порівняльного аналізу продажів) — вартість нематеріального активу визначається виходячи з парних порівнянь об'єктів-аналогів.

- Оцінка об'єктів незавершеного будівництва. Оцінка цих об'єктів здійснюється по фактичних витратах з урахуванням індексу зміни цін на будівельно-монтажні роботи на дату оцінки.

- Оцінка виробничих запасів. Виробничі запаси оцінюються за поточними цінами з урахуванням витрат на транспортування і складування. Застарілі запаси списуються.

- Витрати майбутніх періодів оцінюються по номінальній вартості, якщо є надія одержати від них який-небудь дохід.

- Оцінка дебіторської заборгованості починається з її аналізу. З цією метою складається список усіх дебіторів, визначаються терміни повернення боргу, аналізується можливість повернення боргу в передбачені відповідними договорами терміни і, якщо робиться висновок про неможливість повернення боргу в строк чи виявляється прострочена заборгованість, то здійснюються необхідні заходи: нагадування дебіторам про повернення боргу, пред'явлення відповідних позовів в арбітражний суд, списування боргу з балансу як безнадійного. Не прострочена дебіторська заборгованість може оцінюватися дисконтуванням майбутніх основних сум і виплат відсотків до їхньої поточній вартості. При цьому ставка дисконту повинна враховувати ризик, зв'язаний зі збором майбутніх платежів.

- Оцінка інвестицій. Інвестиції можуть включати грошові суми, вкладені в цінні папери, статутні капітали інших підприємств, нерухомість і ін. Оцінка інвестицій здійснюється виходячи з їхньої ринкової вартості на дату оцінки.

- Оцінка коштів. Оцінка коштів на валютному рахунку здійснюється за курсом валют на дату оцінки.

Після визначення поточної вартості активів ліквідованого підприємства експерт-оцінювач робить коректування статей цього нового балансу.

До складу витрат, зв'язаних з ліквідацією підприємства, входять, наприклад, витрати по оподатковуванню, страхуванню й охороні активів до їхнього продажу, вихідна допомога і виплати працівникам підприємства, управлінські витрати (у тому числі консалтингові послуги, наприклад юриста, оцінювача і т.д.).

- Розрахунок ліквідаційної вартості підприємства. Після визначення усіх витрат, зв'язаних з ліквідацією підприємства, виконується зменшення скоректованої вартості всіх активів балансу на суму поточних витрат, зв'язаних з ліквідацією підприємства, а також на величину всіх зобов'язань підприємства.

### 9.3.3. ДОХІДНИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

*Дохідний метод* заснований на капіталізації або дисконтуванні прибутку, який буде одержаний в результаті здачі нерухомості в оренду [23].

Визначення ринкової вартості об'єкта нерухомості *методом ринкових порівнянь* базується на виборі співставлених об'єктів, які вже продані на цьому ринку (в районі). З цих даних виводиться середня ціна за квадратний метр і визначається, враховуючи площу, ціна.

Оцінка машин та устаткування виконується затратним та ринковими методами з врахуванням фізичного, функціонального, технологічного і економічного старіння.

Товарно-матеріальні запаси і готова продукція оцінюються по собівартості, при цьому застарілі запаси списуються. Оцінка запасів: очікувана ціна «мінус» витрати на продаж.

Наступними оцінюються дебіторська заборгованість, фінансові вкладення в цінні папери, витрати майбутніх періодів.

Дебіторська заборгованість - оцінюється з допомогою аналізу строків її виникнення. Прострочена – повністю або частково списується.

Цінні папери – по ринковій ціні, витрати майбутніх періодів – по номінальній вартості, якщо ще існує пов'язана з ними користь.

До нематеріальних активів відносяться: контракти, клієнтура торгові марки, доступ до ринків, комерційні пропозиції, пакети, ліцензії, пільгові умови орендним, підібраний та навчений персонал, технічні бібліотеки, комп'ютерне забезпечення, інженерні плакати, ноу-хау.

Коли підприємство одержує стабільно високі прибутки у нього виникає “гудвіл”

(певні позиції, престиж). Деколи “гудвіл” інтерпретують як сукупність практично усіх елементів нематеріальних активів, а деколи, як сукупність всіх елементів бізнесу. Для оцінки “гудвілу” використовують метод надлишкових прибутків, по якому: спочатку визначають ринкову вартість матеріальних активів, далі розраховують середню дохідність по галузі на активи (або власний капітал) множили її на величину ринкової вартості активів визначають прибуток, одержаний компанією на матеріальні активи. Знаючи прибуток, від операційної діяльності і прибуток, який приходить на матеріальні активи, визначають надлишковий прибуток.

Для оцінки патентів та ліцензій використовують метод роялті – винагороду, одержану володарем пакету по ліцензійній угоді.

По роялті спочатку (на основі аналізу ринку) визначається відсоток відрахувань власнику нематеріального активу, потім визначається обсяг продаж, по яких буде виплачуватись роялті, далі встановлюється економічний термін служби пакету або ліцензії, потім визначається розмір роялті в абсолютному виразі.

Для оцінки, наприклад, винаходів використовується метод створення. Він передбачає сумування витрат вкладених в створення даного нематеріального активу.

Сумуючи ринкову вартість матеріальних, фінансових та нематеріальних активів, одержують ринкову вартість всього капіталу підприємства.

Але покупець не буде оплачувати поточні та довгострокові обов’язки компанії, тому з величини власного капіталу віднімають вартість обов’язків.

Основною перевагою методів, які базуються на оцінці активів є те, що вони базуються на реальних цінностях, які знаходяться у власності компанії. Але всі методи визначення ринкової ціни компанії на основі активів мають недолік – вони не пов’язані з результатами роботи теперішніх і тими, що очікуються в майбутньому.

Для оцінки компанії по доходу також на Заході використовують два методи: метод капіталізації та метод дисконтування майбутніх доходів.

**Метод капіталізації** використовується тоді, коли очікується, що майбутні доходи будуть приблизно рівні поточним. Суть методу полягає у визначенні величини щорічних доходів і відповідним цим доходам ставок капіталізації, на основі яких розраховуються ціна підприємства.

При використанні цього методу, необхідно визначити чистий дохід компанії та вибрати ставку капіталізації. Перш за все необхідно вибрати період часу розрахунку та спосіб розрахунку чистого доходу. Найпростіший спосіб розрахунку чистого доходу – по середній арифметичній, а також розраховують середньозважений чистий дохід, або на основі тренду.

Ставка капіталізації залежить від стійкості доходу підприємства. В деяких випадках для оцінки підприємств використовують обсяг валової виручки. Наприклад, якщо виручка магазину складає 15% обсягу продаж, а покупець очікує 25%-ву рентабельність своїх інвестицій, то ринкова вартість магазину рівна  $0,15/0,25=0,6$  або 60% від виручки.

Інколи для оцінки акціонерних товариств використовується капіталізація дивідендів.

**Метод дисконтування майбутніх доходів** дозволяє врахувати майбутні перспективи розвитку.

Основними етапами методу дисконтування майбутніх доходів є [23]:

- 1) аналіз та прогнозування валових доходів;
- 2) аналіз та прогнозування витрат;
- 3) аналіз та прогнозування інвестицій;
- 4) розрахунок грошового потоку для кожного прогнозованого року;
- 5) вибір ставки дисконту;
- 6) визначення доходу, який буде одержано в постпрогнозуемий період;
- 7) розрахунок поточної вартості майбутніх грошових доходів в прогнозний та пост прогнозний періоди.

Самим важким та складним є прогноз грошових потоків на найближчі п'ять років. Складають песимістичний, реалістичний та оптимістичний прогнози.

Середньозважений доход по кожному періоду розраховують по формулі:

$$D = (O_p + 4m + O_o) / 6, \quad (9.2)$$

де  $O_p$  – найбільш песимістична оцінка;

$m$  – найбільш ймовірна оцінка;

$O_o$  – найбільш оптимістична оцінка;

Далі виконують аналіз та прогноз витрат. Потім, (доходи “-” витрати), одержують прогноз чистого періоду.

Інвестиційний аналіз включає:

- Визначення надлишку або недостачі чистого оборотного капіталу компанії.

Надлишок – збільшує ринкову вартість компанії. Недостаток – зменшує ринкову вартість.

- Аналіз капітальних вкладень з метою заміни основного капіталу по мірі його зносу.

- Розрахунок зміни довгострокової заборгованості.

Ставка дисконту при використанні чистого доходу розраховується наступним чином:

$$R = \Pi_o * (1 + d) / C_a + d, \quad (9.3)$$

де,  $P_0$  – прибуток за останній рік;

$d$  – очікуваний темп росту прибутку;

$C_a$  – поточна ціна акцій.

По моделі оцінки капітальних активів ставка дисконту розраховується по формулі:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad (9.4)$$

де,  $R_f$  - безрискова ставка доходу;

$\beta$  - коефіцієнт міри систематичного ризику; (для різних галузей різні: будівництво – 1,88, електроенергетики – 0,75);

$R_m$  - середня ставка доходу.

На наступному етапі методу дисконтування майбутніх доходів розраховують сумарну величину доходів, які може одержати власник в постпрогнозуємий період. Розрахунок доходу може виконуватись декількома методами: з допомогою моделі Гордона, методу “допустимої продажі” по вартості чистих активів, по ліквідаційній вартості.

Модель Гордона виглядає наступним чином:

$$V = \Gamma_{\text{птг}} / (R - D), \quad (9.5)$$

де  $V$  – сумарна величина доходу в постпрогнозуємий період;

$\Gamma_{\text{птг}}$  – грошовий потік, який може бути одержаний в перший постпрогнозуємий рік.

$D$  – очікувані довгострокові (стабільні темпи росту) грошового потоку.

$R$  – ставка дисконту для власного капіталу.

### 9.3.4. ПОРІВНЯЛЬНИЙ (РИНКОВИЙ) ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ПІДПРИЄМСТВ

Порівняльний метод базується на принципі заміщення – покупець не купить об’єкт нерухомості, якщо його вартість перевищує затрати на придбання на ринку похожего об’єкту, що володіє такою ж корисністю [37]. Характеристика, переваги та недоліки методу відображені в таблиці 9.3.

Можливість застосування порівняльного підходу залежить від наявності активного фінансового ринку, доступності та наявності відповідної фінансової інформації.

Ринковий підхід передбачає використання трьох основних методів [23]:

- **Метод ринку капіталу**, який базується на реальних цінах акцій відкритих акціонерних товариств, які склались на фондовому ринку. Цей метод застосовується при покупці контрольного пакету акцій.

- **Метод угод**, який базується на використанні цін на акції компанії, які підлягали злиттю або поглинанню. Цей метод застосовується для оцінки контрольного пакету акцій невеликих фірм.

- **Метод галузевих коефіцієнтів** передбачає використання формул або показників, які базуються на даних про продаж компаній по галузях.

Детальніше про методи.

**Метод ринку капіталу.** Базується на ринкових цінах акцій схожих компаній. При відборі підприємства-аналога враховуються наступні тотожні ознаки схожості:

- асортимент виробленої продукції;
- величина обсягу і якість продукції;
- стратегії розвитку підприємства;
- фінансові характеристики підприємства.

Важлива складова оцінки згідно даного методу – аналіз фінансового стану підприємства та його співставлення. Система аналітичних показників і критеріїв порівняння, що використовуються при аналізі фінансового стану підприємства залежить від мети і функцій оцінки. Наприклад, при оцінці з метою знімання податків найбільш важливими показниками є структура майна підприємства і рентабельність активів та продукції; з метою купівлі-продажу підприємства – платоспроможність, ліквідність активів, динаміка рентабельності; при реорганізації підприємства – ділова активність, структура капіталу.

Процес оцінки бізнесу ринковим методом проходить в декілька етапів [23]:

- пошук “аналогу” або схожої компанії;
- фінансовий аналіз і підвищення рівня співставленої інформації.
- відбір та обчислення оціночних мультиплікаторів (факторів).
- застосування мультиплікаторів до компанії, що оцінюється.
- вибір величини вартості компанії, що оцінюється.
- внесення підсумкових поправок.

Оцінка бізнесу методом аналога передбачає, що схожі мають достатньо близьке співвідношення між ціною та найважливішими фінансовими показниками, такими як, прибуток, грошовий потік, рівень дивідендів, виручка від реалізації, потужність виробництва, вартість активів. Це співвідношення називається ціновим мультиплікатором (фактором, множителем).

*Ціновий мультиплікатор* – це коефіцієнт, що показує відношення між ринковою ціною підприємства і фінансовою базою. Фінансова база оціночного мультиплікатора є по суті вимірювачем, який відображає фінансові результати діяльності підприємства до яких можна віднести не тільки прибуток, але і грошовий потік, дивіденді виплати, виручку від реалізації та інші.

В процесі оцінки звичайно використовують чотири групи мультиплікаторів:

- “ціна/прибуток”, “ціна/грошовий потік”;
- “ціна/дивіденди”;
- “ціна/виручка від реалізації”, “ціна/фактичний обсяг виробництва”;
- “ціна/балансова вартість активів”, “ціна/чиста вартість активів” .

Вибір найбільш доречного з них визначається в кожній конкретній ситуації, наприклад, мультиплікатор “ціна/балансова вартість активів” доречний для підприємств, які мають на балансі значні величини активів, і коли є стійкий зв'язок між показником балансової вартості і прибутком підприємства.

Висновки про ціну підприємства в залежності від конкретної ситуації може бути зроблено на основі одного з факторів або любого його сполучення. Охарактеризуємо деякі фактори:

Використання мультиплікатора “ціна/дивіденди” базується на визначенні дивідендної віддачі акції неспівставлених компаній. Наприклад [23], дивідендна віддача акції компанії-аналога, яка розраховується як відношення ринкової ціни акції до суми дивідендних виплат, складає 10 %, а підприємство, що оцінюється виплатило або може виплатити дивіденди в сумі 200 грн. на акцію. Вартість акції підприємства, що оцінюється визначається методом капіталізації дивідендів і складає:

$$200 \text{ грн} : 0,10 = 2000 \text{ грн.}$$

Мультиплікатор “ціна виручка від реалізації” може бути розрахований як відношення долі прибутку у виручці від реалізації до коефіцієнту капіталізації прибутку.

Наприклад [23], прибуток компанії складає 20 % від її обсягу продажу, а необхідний дохід на інвестиції в даній галузі складає 25%. В цьому випадку покупці будуть готові заплатити за фірму  $0,20 / 0,25 = 0,8$ , або 80% річної виручки від реалізації продукції і послуг. Якщо за рік фірма реалізує продукцію на суму 300 тис. грн. то ціна компанії складатиме:

$$300 * 0,80 = 240 \text{ тис. грн.}$$

**Метод галузевих коефіцієнтів.** Суть методу полягає в тому, що на основі аналізу практики продаж бізнесу в тій чи іншій галузі виводиться визначна залежність між ціною продажу і якимось показником [37]. Цей метод в основному використовується для оцінки

малих підприємств і носить допоміжний характер. В результаті узагальнення були розроблені відносно прості формули визначення вартості підприємства, що оцінюється.

Досвід західних оцінюючих фірм свідчить про наступне [31]:

- рекламні агентства і бухгалтерські фірми продаються, відповідно, за 0,7 та 0,5 від річної виручки;
- ресторани та туристичні агентства – відповідно 0,25 – 0,5 і 0,04 – 0,1 від валової виручки;
- заправочні станції - 1,2 -2,0 від місячної виручки;
- підприємства роздрібної торгівлі – 0,75 – 1,5 від суми: чистий дохід + устаткування + запаси.

У вітчизняній практиці цей метод не одержав достатнього розповсюдження у зв'язку з відсутністю необхідної інформації, що потребує тривалого періоду спостереження.

**Метод угод (або метод продаж).** Метод базується на аналізі цін купівлі продажу контрольних пакетів акцій компаній-аналогів або аналізі цін придбання підприємства в цілому [37].

Ціна акцій приймається по результатам угод на світових фондових ринках. В основі цього методу лежить визначення мультиплікаторів на базі фінансового аналізу і прогнозування. Фінансовий аналіз і співставлення показників виконується так як і в методі ринку капіталу.

Головна відмінність методу угод від методу капіталу полягає в тому, що *перший* метод визначає рівень вартості контрольного пакету акцій, який дозволяє повністю управляти підприємством, *другий* метод - визначає вартість підприємства на рівні не контрольного пакета акцій. Як і в методі ринку капіталу, при використанні метода угод необхідно вносити поправки до вартості підприємства, яка одержана з допомогою мультиплікаторів, на величину не операційних активів, на перевищення (нестачу) оборотних коштів, на страховий ризик.

Таким чином, ринковий метод дозволяє оцінювати організацію (підприємство) на основі інформації про ціни схожих організацій або іншої інформації. Але для цього необхідно вибрати не менше 7-8 компаній-аналогів, схожих по галузевій принадності, номенклатурі продукції, обсягу виробництва, рентабельності і іншими показниками. Попередня вартість підприємств, що оцінюються визначається на основі використання одного або декількох мультиплікаторів і проведення всіх необхідних поправок на контрольний, неконтрольний характер, ліквідність, страховий ризик і т.д.

## **9.4 ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА ДЛЯ КОНКРЕТНОЇ МЕТИ**

В цьому параграфі ми розглянемо особливості оцінки підприємств, яка необхідна для таких конкретних цілей:

- оцінка вартості діючого підприємства;
- оцінка ліквідаційної вартості підприємства;
- оцінка вартості підприємства з метою інвестування.

### **9.4.1. ОЦІНКА ВАРТОСТІ ДІЮЧОГО ПІДПРИЄМСТВА**

Найбільш характерними особливостями концепції підприємства як діючого є такі:

- вартість підприємства як діючого – окремий вид вартості, який визначає вартість підприємства для конкретного споживача (власника підприємства), що відображає її не ринковий характер;
- оцінка вартості підприємства як діючого передбачає оцінку підприємства, що має сприятливі перспективи розвитку зі збереженням існуючого використання активів (збереження підприємства як системи без істотного скорочення діяльності та розпродажу активів окремо або іншого варіанту найкращого використання) ;
- концепція оцінки вартості як діючого передбачає визначення вартості підприємства шляхом капіталізації його доходу (прибутку); загальний показник вартості при цьому можна розподілити по складовим частинам (активах) у відповідності з їх внеском в загальне.

Найбільш доцільним підходом для оцінки підприємства як діючого є дохідний. Ця думка підтверджується тим, що в рамках дохідного підходу використовують два методи: капіталізації доходу та дисконтування майбутніх доходів. Витратний метод не враховує факт функціонування підприємства, що продовжується, його інвестиційний характер як товару, який визначається передбачуваними майбутніми доходами. Методи ринкового підходу визначають ринкову вартість бізнесу і не можуть застосовуватись при оцінці вартості підприємства як діючого, розрахованої для конкретного споживача.

При оцінці очікуваних доходів повинні враховуватись структура капіталу підприємства і стан на ринку за весь період існування, очікуванні перспективи для підприємства, галузеві та загальноекономічні фактори.

На вибір конкретного методу дохідного підходу впливає характер доходу, який одержує підприємство. Так у випадку, якщо дохід (прибуток) підприємства стабільний

або є довгостроковий, стійкий темп росту доходу (прибутку) - використовується метод капіталізації доходу (прибутку). При нестабільності передбачуваних в майбутньому доходів – метод дисконтування майбутніх доходів.

Визначення вартості підприємства як діючого передбачає наступний розрахунок вартості кожного активу (групи активів), який використовується в процесі функціонування підприємства. Вартість підприємства як діючого (вартість бізнесу в цілому) представляє собою суму вартостей у використанні активів підприємства. В процесі оцінки вартості кожного активу виконується аналіз кожного активу на предмет подальшого його використання. При визначенні вартості діючого підприємства як суми вартості у використанні активів необхідно до одержаної підсумкової вартості додати ринкову або іншу вартість надлишкових активів з альтернативним поточному варіантом використання.

#### **9.4.2. ОЦІНКА ЛІКВІДАЦІЙНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

Особливості оцінки ліквідаційної вартості підприємства полягають в тому, що вирішення проблем неплатежів, яка зазвичай супроводжує банкрутство та ліквідацію підприємства, залежить від цінності майна, яким володіє дане підприємство.

Оцінка ліквідаційної вартості підприємства виконується у таких випадках:

- підприємства знаходиться у стадії банкрутства або підходить до цієї межі;
- вартість підприємства при ліквідації може бути вищою, ніж при продовженні діяльності.

Визначення ліквідаційної вартості наведено в таблиці 9.1. Однак ліквідаційна вартість має три різновиди: упорядкована ліквідаційна вартість, примусова ліквідаційна вартість та ліквідаційна вартість припинення існування активів. Трохи детальніше про ці різновиди.

**Упорядкована ліквідаційна вартість.** Розпродажі активів підприємства виконуються на протязі розумного періоду часу, щоб можна було одержати високі ціни за активи, що продаються.

**Примусова ліквідаційна вартість.** Активи розпродаються настільки швидко, наскільки це можливо, часто одночасно і на одному аукціоні.

**Ліквідаційна вартість припинення існування активів.** Активи підприємства не продаються, а списуються та знищуються, і на даному місці будується нове підприємство, яке буде давати значний економічний чи соціальний ефект. В цьому випадку вартість підприємства є від'ємною величиною, так як потрібні деякі витрати на ліквідацію активів

підприємства.

Розрахунок ліквідаційної вартості підприємства включає декілька етапів.

1. В якості вхідної інформації використовується останній балансовий звіт.
2. Розробляється календарний графік ліквідації активів.
3. Визначається валова виручка від ліквідації активів.
4. Оціночна вартість активів зменшується на величину прямих витрат та дисконтується на дату оцінки по ставці дисконту, що враховує ризик.
5. Ліквідаційна вартість активів зменшується на витрати, пов'язані з володінням активів до їх продажу, включаючи витрати на збереження готової продукції і незавершеного виробництва, збереження устаткування, машин, механізмів, об'єктів нерухомості, а також управлінські витрати по підтриманню роботи підприємства аж до завершення його ліквідації.
6. Додається (віднімається) операційний прибуток (збиток) ліквідаційного підприємства.
7. Віднімаються переважні права на вихідні виплати працівникам підприємства, вимоги кредиторів по обов'язках, які забезпечені заставою майна ліквідаційного підприємства, заборгованості по обов'язковим платежам до бюджету та позабюджетні фонди, розрахунки з іншими кредиторами.

Таким чином, ліквідаційна вартість підприємства розраховується шляхом віднімання з скорегованої вартості всіх активів балансу суми поточних витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства, а також величини всіх обов'язків.

#### **9.4.3. ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА З МЕТОЮ ІНВЕСТИВАННЯ**

Інвестиційний проект може виступати або як самостійний об'єкт оцінки, або як один із елементів власності, що виділяється у витратному підході наряду з машинами і устаткуванням, інтелектуальною власністю.

Теорія та практика інвестиційних розрахунків має у своєму розпорядженні багато різних методів оцінки реальних інвестиційних проектів. Умовно ці методи можна розділити на дві групи:

- статистичні, тобто методи, в яких не враховується різна вартість грошей в різні періоди часу;

- динамічні, тобто методи, що базуються на дисконтуванні.

До динамічних відносять наступні методи.

*Метод динамічного розрахунку чистого приведеного ефекту* передбачає, що

чиста сьогоднішня цінність характеризує абсолютний результат процесу інвестування і може бути розрахована як різниця дисконтованих до одного моменту часу потоків доходів і витрат інвестиційного проекту:

$$Ч_{н.в.} = \sum_{i=1}^n \frac{H_{з.к.} - B_{з.к.}}{(1+k)^t}; \quad (9.6)$$

де  $Ч_{н.в.}$  - чиста поточна вартість;

$H_{з.к.}$  - надходження грошових коштів в період  $t$ ;

$B_{г.к.}$  – витрати грошових коштів в період  $t$ ;

$n$  – термін реалізації проекту

$k$  – ставка дисконтування – очікувана рентабельність інвестиційного проекту.

Якщо значення  $Ч_{н.в.}$  позитивне, то це означає, що в результаті реалізації даного проекту ринкова вартість підприємства зростає і інвестування покращить фінансовий стан.

**Метод розрахунку індексу рентабельності.** Цей метод є наслідком попереднього. Індекс рентабельності розраховується за формулою:

$$P_i = \sum_{i=1}^n \frac{H_{з.к.} - B_{з.к.}}{(1+k)^t} : I_{кап.}; \quad (9.7)$$

де  $I_{кап.}$  - першопочаткові вкладення коштів в інвестиції (капіталовкладення).

Якщо  $P_i > 1$  – інвестиція – доцільна.

**Метод визначення терміну окупності інвестицій.** Метод визначення періоду окупності інвестицій полягає в визначенні того строку, який необхідний для покриття суми першопочаткових інвестицій

$$T_o = \frac{I_{н.в.}}{H_{з.к.} \sum}, \quad (9.8)$$

де  $T_o$  - період окупності, років,

$H_{з.к.} \sum$  - річна сума грошових надходжень від реалізації інвестиційного проекту.

До статистичних методів оцінки проектів відносять методи, які не враховують зміни цінності грошей у часі. Найчастіше використовують два методи: простий термін окупності та бухгалтерська норма доходності.

Строком окупності є період на протязі якого першопочаткові інвестиції окупаються доходами від реалізації проекту.

Бухгалтерська норма доходності показує скільки відсотків в рік в середньому заробляє підприємство на свої інвестиції. Розрахувати цю норму можна розділивши середній річний прибуток на середню річну величину інвестицій.

## **ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОПЕРЕВІРКИ:**

1. *Найбільш ймовірна ціна, за якою об'єкт може бути відчужений на відкритому ринку в умовах конкуренції є:*

- а) ринкова вартість;**
- б) балансова вартість;
- в) вартість відтворення;
- г) інвестиційна вартість.

2. *Витрати на будівництво чи придбання об'єкта власності відображають:*

- а) вартість заміщення;
- б) ліквідаційну вартість;
- в) балансову вартість;**
- г) вартість застави.

3. *Ліквідаційна вартість підприємства відображає:*

- а) суму коштів, яку необхідно для оплати послуг арбітражного керуючого – ліквідатора;
- б) суму, необхідну для безпечної ліквідації активів підприємства;
- в) грошову суму, яку можна одержати від розподілу підприємства на певні активи й продажу їх окремо або продажу підприємства як цілісного майнового комплексу;**
- г) усі відповіді вірні.

4. *Найважливішими факторами, що впливають на вартість є:*

- а) це попит на власність та ліквідність власності;**
- б) інфляція в країні, обсяги росту ВВП;
- в) розвиток ринкової інфраструктури, зростання процентних ставок за кредитами;
- г) рівень попиту та пропозиції на аналогічні об'єкти власності.

5. *Аналіз кон'юнктури ринку у процесі здійснення оцінки бізнесу передбачає вивчення (вказіть вірні відповіді):*

- а) вплив монополій, втручання держави, інфляцію;**
- б) динаміки капіталовкладень; дані про замовлення; показники внутрішнього**

**товарообороту;**

в) структуру експорту та імпорту;

г) думки місцевих жителів щодо продажу об'єкта.

6. Основними підходами визначення вартості підприємства (бізнесу) є:

а) капіталізації і дисконтованих грошових потоків;

б) чистих активів, балансової вартості активів, скорегованої балансової вартості активів;

в) ліквідаційної вартості, ринку капіталу, метод галузевих коефіцієнтів;

**г) витратний, порівняльний (ринковий) та дохідний.**

7. Дохідний підхід визначення вартості підприємства передбачає використання:

**а) методу капіталізації і методу дисконтованих грошових потоків;**

б) чистих активів, балансової вартості активів, скорегованої балансової вартості активів;

в) ліквідаційної вартості, ринку капіталу, метод галузевих коефіцієнтів

г) методу угод.

8. Витратний метод використовує:

а) метод капіталізації і методу дисконтованих грошових потоків;

**б) методи чистих активів, балансової вартості активів, скорегованої балансової вартості активів, ліквідаційної вартості;**

в) метод ринку капіталу, метод галузевих коефіцієнтів;

г) методу угод.

9. Найбільш доречний для оцінки нових («молодих») підприємств є метод:

а) чистих активів;

**б) дисконтованих грошових потоків;**

в) метод ринку капіталу, метод галузевих коефіцієнтів;

г) метод угод.

10. Для заново створеної компанії, що немає ретроспективних даних, холдингової та інвестиційної компанії найбільш адекватним методом оцінки є:

**а) метод балансової вартості активів/ чистих активів;**

б) чистих активів;

- б) дисконтованих грошових потоків;
- в) метод ринку капіталу, метод галузевих коефіцієнтів

11. *Доповніть недоліки використання ринкового підходу для оцінки вартості підприємства:*

- а) ігнорує перспективи розвитку компаній,**
- б) вимагає функціонування активного фінансового ринку, доступності фактичних даних за здійсненими угодами на ринку та різносторонньої фінансової інформації, по компанії, що аналізується, та по компаніям, відібраним як аналоги;**
- в) ...
- г) ...

12. *Вартість підприємства являє собою негативну величину у випадку обрахунку:*

- а) вартості примусової ліквідації;
- б) ліквідаційної вартості припинення існування активів підприємства;**
- в) вартості репрофілювання підприємства;
- г) вартості закриття окремих об'єктів підприємства.

13. *Методами оцінки ринкової вартості земельних ділянок є (вказіть вірні відповіді):*

- а) за порівнянними продажами;**
- б) метод капіталізації і метод дисконтованих грошових потоків;
- в) капіталізація земельної ренти;**
- г) техніка залишку для землі.**

14. *Способами визначення повної відновної вартості будинків і споруджень є (вказіть вірні відповіді):*

- а) метод порівняльної одиниці;**
- б) елементний спосіб;**
- в) кошторисний спосіб;**
- г) дисконтованих грошових потоків.

15. *Поєднайте види зносу та їх характеристику:*

А) фізичний	а) втрата вартості власності, яка викликана зносом, розрушенням, збільшеннями вартості обслуговування застарілого устаткування, іншими фізичними факторами, які викликають зменшення життя та корисності об'єкту
Б) функціональний	б) втрата вартості активу, викликана зовнішніми факторами, наприклад, змінами, які понизили попит на продукцію
В) зовнішній (чи економічний)	в) втрата власності вартості, пов'язана з неможливістю виконувати ті функції, для яких вона призначалась. Функціональне старіння є результатом внутрішніх властивостей власності і пов'язано з такими факторами як конструкційні недоліки, надлишкові операційні витрати.

16. Для оцінки патентів та ліцензій використовують метод:

- а) капіталізації і дисконтованих грошових потоків;
- б) роялті;**
- в) чистих активів,
- г) скорегованої балансової вартості активів.

17. Використання залежності між ціною продажу і якимось показником діяльності підприємства притаманне:

- а) методу капіталізації;
- б) роялті;
- в) скорегованої балансової вартості активів;
- г) методу галузевих коефіцієнтів.**

18. Найбільш доцільним підходом для оцінки підприємства як діючого є:

- а) витратний;
- б) порівняльний;
- в) ринковий;
- г) дохідний.**

19. Методами оцінки реальних інвестиційних проектів є:

- а) статистичні та динамічні;**
- б) методи, що базуються на дисконтуванні;
- в) методи прогнозування грошових потоків;
- г) оцінка періоду інвестування та його результативності.

20. Метод, що базується на аналізі цін купівлі продажу контрольних пакетів акцій компаній-аналогів або аналізі цін придбання підприємства в цілому має назву:

- а) капіталізації і дисконтованих грошових потоків;
- б) метод угод (або метод продаж).**
- в) чистих активів,
- г) ринковий.