

Управління матеріально-технічним потенціалом підприємства

1 Матеріально-технічний потенціал підприємства; поняття, основні складові (елементи)

Існуючі теорії оцінки вартості компаній та їхніх активів мають багатовікову історію. Зокрема, правила експертної оцінки бізнесу з продажною ринковою вартості були розроблені відомим німецьким ученим-математиком Г. Лейбніцем ще у XVIII столітті. Перші згадування про оцінку як метод бухгалтерського обліку і рекомендації з його використання при обліку в продажних цінах та із собівартості з'явилися ще раніше - у XVI столітті в працях основоположників бухгалтерського обліку Л. Пачолі та А. ді Піетро. Сформовані закордоном традиції й основні підходи, не тільки підсумовування витрат з конкретного майнового об'єкта в грошовому вираженні, але і безліч інших досить цікавих методів, цілком можуть бути застосовані для проведення оцінки бізнесу в сучасних умовах.

Будь-яку вартість можна розглядати з позицій колишніх, сучасних та майбутніх результатів з урахуванням того, що розширене відтворення можливе тільки тоді, коли в грошовому еквіваленті отримані результати покривають понесені для їх досягнення витрати. Враховуючи причинно-наслідковий зв'язок та методологічну нерозривність цих категорій, зазначимо, що кожна з них має рівносильну ціноутворювальну функцію в практиці оцінки земельних ділянок, будівель і споруд. Інакше кажучи, залежно від умов розв'язання конкретного практичного завдання вартість об'єкта нерухомості чи земельної ділянки формується або колишніми витратами на створення (упорядкування) об'єкта, або вартістю сучасних чи майбутніх грошових потоків, очікуваних від його використання.

Класифікацію методів оцінки можна провести відповідно до різних ознак, залежно від типів зв'язків ресурсів, процесів та отриманих результатів. Якщо оцінка проводиться з позицій ефективності понесення витрат на створення об'єкта чи упорядкування земельного масиву, то очевидно, що вартість об'єкта оцінюється постфактум. Коли враховується тільки теперішня ситуація, яка склалася на ринку (у певному регіоні), то можна казати про поточну оцінку вартості об'єктів. У тому разі, коли визначають майбутню корисність від господарського використання об'єкта, тобто обчислюють розмір чистого потоку капіталу, що буде отриманий інвестором-власником від експлуатації земельної ділянки, будівлі чи споруди, очевидно, що можлива вартість об'єкта розраховується аналітиком апріорно. Відповідно до цього з усієї

різноманітності методів визначення вартості потенціалу виокремлюють три традиційні підходи: витратний, порівняльний та результатний (дохідний).

За класифікаційну ознаку зручно брати градації, що характеризують взаємозв'язок людини з головними характеристиками процесу її праці. Зрозуміло, що градацій цих взаємозв'язків у будь-якій господарській (та й у будь-якій іншій) діяльності людини може бути тільки три: результати (прибуток, ефект); витрати; сукупність результатів і витрат. З урахуванням цих градацій і постали три групи методів оцінки власності: 1) результатний (дохідний); 2) витратний; 3) порівняльний (результатно-витратний). Ці групи методів можуть бути виділені й на основі іншої ознаки класифікації - урахування часу, що береться до уваги під час оцінки. Так, якщо враховується тільки минулий час, то методи зараховуються до групи витратних; якщо тільки дійсний час - до порівняльних (ринкових); якщо до уваги береться тільки майбутній час - до групи результатних (дохідних).

Загальну класифікацію можливих методів вартісної оцінки земельно-майнового комплексу підприємства та окремих його компонентів, що можуть бути використані для оцінки відповідних можливостей підприємства, наведено на рисунку 1.

Стисло економічну суть трьох зазначених підходів до оцінки майна підприємства, з огляду на необхідність врахування можливостей його ефективного використання, можна пояснити так:

- витратний (майновий) - визначає вартість об'єкта за сумою витрат на його створення та використання;
- порівняльний (ринковий) - визначає вартість на базі зіставлення з аналогами, що вже були об'єктами ринкових угод;
- результатний (дохідний) - оцінює вартість об'єкта на засаді величини чистого потоку позитивних результатів від його використання.

Слід зазначити, що кожен з указаних підходів реалізується за допомогою специфічних методик, які залежать від об'єкта оцінки.

Слід зазначити, що концепції і методи доповнюють один одного. Звичайно, було б дивним використовувати всі можливі методи для оцінки одного об'єкта. Звичайно, при оцінці вартості потенціалу підприємства залежно від цілей оцінки, шуканої вартості, поставлених умов, стану самого об'єкта і стану економічного середовища використовують сполучення двох-трьох методів найбільш доречних у даній ситуації.

Методи дисконтованих грошових потоків, ринку капіталу і галузевих коефіцієнтів орієнтовані на оцінку підприємства, як діючого і яке буде

надалі функціонувати. Методи чистих активів і угод, навпаки, застосовуються у випадку, коли інвестор намагається закрити компанію або істотно скоротити обсяг її випуску. Метод капіталізації варто застосовувати до тих компаній, що встигли нагромадити активи в результаті капіталізації їх у попередні періоди; цей метод найбільш адекватний при оцінці «зрілих» за своїм віком компаній.

Проводячи вибір необхідних методів для проведення процесу оцінки підприємства необхідно уявляти переваги і недоліки, які несе в собі кожна з концепцій (табл. і).

Таблиця 2 наочно показує, що в багатьох випадках необхідно застосовувати різні методи оцінки вартості потенціалу підприємства, що дозволить одержати більш достовірний результат.



Рисунок 1 - Загальна класифікація методів оцінки потенціалу підприємства

Залежно від технології оцінки аналіз названих чинників проводиться

з різних позицій. Так, у разі визначення вартості потенціалу витратними методами основна увага приділяється витратним чинникам, хоч беруться до уваги і чинники оточення та (частково) функціональні характеристики об'єкта. За оцінки потенціалу порівняльними методами основна увага приділяється чинникам оточення та функціональним особливостям, а результати використання об'єкта та витрати на їх досягнення мають другорядний (допоміжний) характер.

І нарешті, за визначення вартості потенціалу згідно з результатною концепцією найбільшого значення набувають саме

Таблиця 1 - Переваги і недоліки концепцій оцінки вартості потенціалу підприємства

Підхід	Переваги методів	Недоліки методів
.3 х .3 К Я Рн Н ро	- Аналіз варіантів найліпшого та найефективнішого використання земельної ділянки; - техніко-економічний аналіз можливостей нового будівництва та різного роду поліпшень; - остаточне збалансування величини ринкової вартості підприємства з його можливостями за кожним зі структурних елементів; - оцінка об'єктів загальнодержавного чи унікального характеру; - оцінка потенціалу за умови малоактивного та нерозвинутого ринку капіталу, нерухомості землі тощо	- Використання «колишньої» господарської інформації потребує їх приведення до одного часового періоду, механізм розрахунків у цьому аспекті не можна назвати досконалим; - ігнорування перспектив розвитку підприємства та ринкового середовища; - повністю випадають із кола досліджень індивідуальні можливості ефективного використання об'єкта
.3 Я й Я ► д Я § м Рн о Е	- Орієнтація на поточні фактичні ціни та ринкові умови діяльності дає змогу уникнути розбіжності між розрахунковою величиною вартості та її ринковим еквівалентом; - достовірна фактична інформація підвищує точність аналітичних розрахунків та відображення специфіки об'єкта оцінки, з урахуванням фактично досягнутих фінансово-економічних результатів; - дає змогу врахувати не тільки внутрішні особливості об'єкта, а й ринкову ситуацію у цілому (співвідношення попиту та пропонування, ціни на супутні	- Потребує існування розвинутого, цивілізованого та прозорого ринку об'єктів оцінки; - неможливість оцінки унікальних чи специфічних об'єктів за браком аналогів для порівняння; - ігнорування перспектив розвитку підприємств у майбутньому; - значні витрати часу та ресурсів на збирання та опрацювання великого масиву інформації як про об'єкт оцінки, так і його аналогів; - необхідність використання складних розрахункових процедур для встановлення

	об'єкти тощо)	адекватних поправок проти аналога, що не завжди можливо (навіть з причин недостатності кваліфікаційного рівня аналітика)
.3 Х 3 Я 'Я -3 В н н в со 0) Яч	- Урахування перспектив діяльності та розвитку підприємства як цілісного земельно-майнового та соціально-організаційного комплексу, виходячи з колишнього досвіду, досягнутих результатів та сформованих ринкових умов; - можливість урахування специфіки ринкових умов для певного об'єкта за допомогою правильного визначення рівня дисконту чи коефіцієнта капіталізації	- В аналітичних розрахунках використовується прогнозна (імовірнісна), а не фактична господарська інформація; - аналітичні процедури формування ставок дисконтування та капіталізації мають надто суб'єктивний характер; - неможливість досягнення абсолютно точних результатів через тривалість періоду оцінки та нестабільність реальних процесів припливу та відпливу капіталу

результати використання об'єкта, а функціональні характеристики та чинники оточення мають допоміжний характер.

Розглянемо основні підходи і методи оцінки вартості потенціалу підприємства більш докладно.

оцінки

Таблиця 2 - Ієрархія чинників, що формують вартість об'єкта

Загальні чинники, безпосередньо не пов'язані з об'єктом оцінки	Локальні чинники, які безпосередньо пов'язані з окремим класом об'єктів оцінки	Індивідуальні чинники, які безпосередньо зумовлені і конкретним об'єктом оцінки
<i>Економічні:</i> - система оподаткування; - джерела фінансування; - попит і пропонування ринку; - національна політика у галузі; - стратегія зовнішньоекономічних відносин тощо	<i>Фізичні:</i> - типові габаритні розміри та тенденції їх зміни; - залежність від інфраструктури; - мінімальний рівень фізичної придатності; - стандарти безпеки; - естетичні стандарти	<i>Матеріально-технічні:</i> - наявність та якість виробничих запасів; - кількісні та якісні характеристики наявних основних фондів; - стан будівель, споруд, виробничі та загальні господарські площі тощо
<i>Соціальні:</i> - культурно-освітній рівень населення; - статеві-вікова структура населення; - густота заселення території; - структура населення за національностями; - рівень соціальної інфраструктури	<i>Умови продажу:</i> - рівень майнового забезпечення ринкових угод; - особливі умови угод; - мотивація попиту та пропозиції; - регіональна відокремленість; - необхідність страхування; - умови поставки	<i>Ринково-ситуаційні:</i> - обсяг та динаміка попиту (пропозиції) стосовно об'єкта оцінки; - постачальники, партнери та покупці; - урегульованість ринку; - ринкова інфраструктура

Політичні: - податкове законодавство; - земельні кадастри; - спеціальні нормативно-законодавчі акти; - рівень політичної стабільності; - стратегія національного розвитку; - механізми ліцензування і патентування	Місцезнаходження: - транспортна доступність; - навколишнє природне оточення; - інфраструктура об'єкта; - якість ґрунтів	Соціально-трудова: - чисельність персоналу у розрізі окремих категорій; - освітньо-кваліфікаційні характеристики; - соціальний клімат; - якість менеджменту; - рівень трудової дисципліни
Природні: - екологічна ситуація регіону; - місце розташування; - геологічні, геодезичні, топологічні, сейсмічні та інші характеристики території; - наявність та якісні характеристики родовищ корисних копалин	Фінансово-економічні: - дата оцінки та дати аналогічних ринкових угод; - обсяги, умови та терміни кредитування; - особливі умови фінансування; - рівень наукової прогресивності; - способи господарського використання	Структурно-функціональні: - тип загальної організаційної структури та структури управління; - рівень децентралізації управління; - Рівень спеціалізації підрозділів; - система інформаційних потоків

2 *Витратна концепція оцінки потенціалу підприємства*

Витратний підхід базується на постулаті, що потенційний власник-користувач не погодиться на витрати щодо формування та реалізації власних внутрішніх чи зовнішніх можливостей більших, ніж вартість очікуваного фінансово-майнового результату. Таким чином, методи цієї групи передбачають ресурсну оцінку всіх складових цілісного земельно-майнового та соціально-організаційного комплексу підприємства, на підставі обліку всіх витрат, необхідних для його відтворення (заміщення) на конкретну дату в робочому стані.

У найзагальнішому вигляді логіку методів витратного підходу можна зобразити так (рис. 3).

Кожен з перерахованих компонентів утілює можливості підприємства в окремих сферах бізнесу чи його елементах - будівлях (спорудах), земельній ділянці, основних фондах, нематеріальних (інтелектуальних) активах, трудових ресурсах. Слід особливо наголосити на необхідності точного врахування різних видів зносу об'єкта оцінки.

Напевно найбільш специфічним елементом витратних методів оцінки потенціалу є різновиди кошторисів, які складаються з метою визначення повних витрат на той чи інший компонент земельно-майнової та соціально-організаційної системи підприємства. Базою для складання кошторисів служить проектна документація, установлені нормативи витрат, робочі креслення, договори на придбання чи виконання робіт тощо.

Традиційно виділяють три рівні кошторисів:

- локальні кошториси - документи, які фіксують повні витрати (незалежно відносять їх на собівартість чи ні) на виконання окремих робіт, проведення окремих комерційних угод, купівлю та монтаж

певних об'єктів;

- об'єктні кошториси - зведені документи, які акумулюють інформацію локальних кошторисів у розрізі цілісних об'єктів;
- зведені кошториси - це загальні звіти про суму повних витрат на створення (використання), які включають дані об'єктних кошторисів та дають змогу оцінити суми витрат у цілому по підприємству.

Для складання кошторисів усіх рівнів використовують такі методи визначення витрат:

- 1) ресурсний метод - розрахунок окремих елементів кошторису, що необхідні для реалізації управлінського рішення, через облік витрат у поточних чи прогнозних цінах і тарифах;



Рисунок 3 - Вартість потенціалу підприємства згідно з витратними позиціями

- 2) ресурсно-індексний метод - поєднання ресурсного методу з системою вартісних індексів, які використовуються виробником чи будівельником об'єкта. Індекси вартості - це відношення поточних (прогнозних) вартісних характеристик об'єкта до базових аналогів-ресурсів;

3) базисно-індексний метод - перерахунок витрат, понесених власником у різні часові терміни реалізації проектного рішення, з базового до поточного рівня за допомогою коригувальних коефіцієнтів;

4) базисно-компенсаційний метод - облік окремих елементів кошторису та визначення додаткових витрат на компенсацію їх змін під впливом цінових (тарифних) факторів;

5) метод аналогових об'єктів передбачає наявність значної бази даних щодо реалізованих проектів та їхніх кошторисів, а також потребує визначення причин та розміру відхилень планових значень від фактичних протягом порівнянного проміжку часу.

Визначивши на підставі кошторисів суму витрат на створення об'єкта оцінки, слід оцінити суму нагромадженого зносу різних видів, кожен з яких можна або усунути, або ні. Традиційно виділяють фізичний знос, функціональне, технологічне та зовнішнє (економічне) старіння майна.

Під фізичним зносом (спрацюванням) слід розуміти рівень фізичного руйнування об'єкта (утрати ним первинних техніко- експлуатаційних характеристик), зумовлений руйнуванням робочих частин, основних конструкцій та матеріалів у процесі господарського використання під впливом природних та антропогенних факторів. Для оцінки суми знецінення вартості об'єкта від фізичного зносу використовують нормативний метод, вартісний метод, метод економічного життєвого терміну.

Функціональне старіння пов'язане з невідповідністю габаритів, функціонального призначення, технічного рівня об'єкта сучасним вимогам відповідно до його реального чи прогнозованого способу використання. Рівень функціонального старіння об'єкта визначається методом капіталізації надлишкових експлуатаційних витрат чи методом капіталізації втрат в орендній платі.

Технологічне старіння є наслідком науково-технічного прогресу в різних сферах, який забезпечує створення нових, більш прогресивних, дешевих та економічних аналогічних об'єктів, що виявляється у знеціненні пов'язаної з ними техніки.

Зовнішнє (економічне) старіння (знецінення) зумовлене зовнішніми негативними ринковими чинниками: зміни попиту та пропонування, сприятливі умови фінансування аналогічних проектів тощо. Для оцінки зовнішнього зносу використовують метод капіталізації втрат в орендній платі, метод парного продажу, метод економічного життєвого терміну.

Насамкінець варто зазначити, що на сучасному етапі нерозвиненості національних ринків та недоступності інформації про них, недостатнього рівня теоретичної підготовки аналітиків, нестабільності економічної системи України в цілому, витратний підхід був і

залишається найпоширенішим (або й єдино можливим) у вітчизняній оціночній практиці.

Основними джерелами інформації, що використовуються в рамках витратного підходу, є:

- 1) бухгалтерська звітність підприємства;
- 2) дані синтетичного й аналітичного обліку підприємства;
- 3) дані про поточну ринкову (або інший - відповідно до бази оцінки) вартість матеріальних активів підприємства;
- 4) дані про поточну ринкову (або інший - відповідно до бази оцінки) вартість фінансових вкладень підприємства;
- 5) дані про поточну величину зобов'язань підприємства;
- 6) дані про поточну ринкову (або інший - відповідно до бази оцінки) вартість (прибутковості) нематеріальних активів підприємства;
- 7) інша інформація про ринкову або іншу вартість активів, зобов'язань, речових та інших прав і обов'язків підприємства.

Оцінка вартості бізнесу витратним підходом припускає наявність наступних основних процедур:

- аналіз бухгалтерського балансу на дату оцінки;
- збір інформації про ринкову вартість активів і зобов'язань підприємства;
- визначення ринкової (або інший - відповідно до бази оцінки) вартості матеріальних активів підприємства;
- визначення ринкової (або інший - відповідно до бази оцінки) вартості фінансових вкладень підприємства;
- визначення ринкової (або інший - відповідно до бази оцінки) вартості нематеріальних активів підприємства, включаючи інтелектуальну власність;
- визначення ринкової вартості зобов'язань підприємства;
- визначення вартості підприємства (бізнесу) як різниці між сумарними вартостями його активів і зобов'язань.

У рамках вказаних процедур оцінювач оцінює:

- активи і зобов'язання підприємства, що відбиваються на балансі підприємства;
- обтяження активів підприємства;
- ділову репутацію підприємства й інші нематеріальні активи, не відображені в балансі;
- речові, інші права підприємства;
- обов'язки, пов'язані із забезпеченням виконання зобов'язань;
- інші активи, зобов'язання і обов'язки, не відображені в бухгалтерському балансі.

У випадку, якщо вартість активу, зобов'язання або обов'язку, є

незначною, оцінювач має право не здійснювати їх оцінку.

Основними методами витратного підходу є:

1. Метод чистих активів.
2. Метод ліквідаційної вартості.

Відносно методу чистих активів застосовуються всі загальні правила оцінки вартості бізнесу, встановлені для методів витратного підходу.

Розрахунок вартості бізнесу за методом чистих активів проводиться для наступних категорій компаній:

- підприємства, що знаходяться в стані припинення діяльності;
- підприємства, що знаходяться в стані перепрофілювання;
- підприємства, що знаходяться в стані банкрутства.

Вартість даних компаній приймається рівною вартості їх чистих активів. Визначення вартості чистих активів проводиться за ринковою вартістю за базовою формулою витратного підходу, вказаній вище.

Основною перевагою даного методу є те, що він ґрунтується на конкретних активах, які знаходяться у власності підприємства.

Серйозним недоліком є те, що в розрахунках не присутні очікувані і майбутні результати діяльності оцінюваного бізнесу.

Базою для визначення ліквідаційної вартості бізнесу є ліквідаційна вартість активів і зобов'язань. При визначенні ліквідаційної вартості активів оцінювач визначає вартість активів з урахуванням обмеженого терміну експозиції при їх продажу за вирахуванням витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства. Зобов'язання приймаються до розрахунку за ринковою вартістю.

При визначенні ліквідаційної вартості бізнесу вартість ділової репутації і нематеріальних активів, пов'язаних з отриманням доходів в майбутньому, знецінюється і приймається рівною нулю.

Відносно інших процедур методу ліквідаційної вартості, застосовуються загальні правила оцінки бізнесу, встановлені для витратного підходу.

Метод ліквідаційної вартості застосовується для компаній, де найціннішими є фінансові або нематеріальні активи. Причому останні оцінюються по своїй сукупній цінності методом «надмірних прибутків», який припускає капіталізацію тих прибутків підприємства, які не можуть бути пояснені властивій галузі рентабельністю активів і, отже, породжуються конкурентними перевагами, втіленими в унікальній сукупності нематеріальних активів підприємства.

Оцінка ліквідаційної вартості знаходить застосування в наступних ситуаціях:

- у випадку банкрутства та ліквідації підприємства;
- з метою проведення санації підприємства;

- у випадку фінансування реорганізації підприємства або фінансування підприємства боржника;
- з метою розробки плану погашення заборгованості підприємства, яке опинилося під загрозою банкрутства;
- для проведення експертизи заявок на купівлю підприємства боржника;
- з метою аналізу та виявлення можливості виділення окремих виробничих потужностей підприємства в економічно самостійні організації.

Ліквідаційна вартість підрозділяється на три види:

- упорядкована ліквідаційна вартість. Розпродаж активів підприємства здійснюється протягом часу, достатнього для того, щоб можна було одержати високі ціни за активи, що виставляються на продаж. Для найменш ліквідної нерухомості підприємства цей період складає близько двох років;
- примусова ліквідаційна вартість. Активи розпродаються настільки швидко, наскільки це можливо, часто одночасно і на одному аукціоні;
- ліквідаційна вартість припинення існування активів підприємства. У такому випадку активи підприємства не розпродаються, а списуються та знищуються, а на даному місці будується нове підприємство, що забезпечить за прогнозами значний економічний або соціальний ефект. За таких умов вартість підприємства є негативною величиною, тому що здійснюються певні витрати на ліквідацію активів підприємства.

Оцінка упорядкованої ліквідаційної вартості виконується на основі балансу на останню звітну дату та бажано одночасно з інвентаризацією майна підприємства на дату оцінки. Розрахунки проводяться в такій послідовності:

1. На основі останнього балансового звіту розробляється календарний графік ліквідації активів (нерухомого майна, машин і обладнання, негрошових оборотних коштів) і визначається валова виручка від їх ліквідації.

2. Визначається величина прямих витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства (комісійні оцінній і юридичній фірмам, податки та збори, що сплачуються під час продажу) та на їх суму зменшується валова виручка від ліквідації активів.

3. Скоректована на величину прямих витрат виручка від ліквідації активів дисконтнується на дату оцінки з урахуванням календарного графіка її надходження.

4. Визначаються та дисконтуються витрати, пов'язані з

володінням активами до їх продажу (витрати на збереження запасів готової продукції та незавершеного виробництва, утримання обладнання, машин, об'єктів нерухомості, управлінські витрати з підтримки роботи підприємства до завершення його ліквідації).

Ліквідаційна вартість активів коректується на розмір цих витрат.

5. До попередньої величини ліквідаційної вартості додається (віднімається) операційний прибуток (збитки) ліквідаційного періоду.

6. Визначаються переважні права на вихідну допомогу та виплати працівникам підприємства, вимоги кредиторів за зобов'язаннями, забезпечені заставою майна ліквідованого підприємства, заборгованість за обов'язковими платежами у бюджет і позабюджетні фонди, розрахунки з іншими кредиторами, на розмір яких зменшується величина ліквідаційної вартості.

Таким чином, ліквідаційна вартість підприємства розраховується шляхом вирахування зі скоректованої вартості всіх активів суми поточних витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства, а також суми всіх зобов'язань.

Найбільш зацікавленими особами при такому виді оцінки ліквідаційної вартості є засновники й акціонери, які найчастіше бажають зберегти підприємство в його дійсному вигляді.

Оцінка *примусової ліквідаційної вартості* здійснюється класичним аукціонним способом - шляхом роздільного розпродажу майна підприємства, початкова вартість якого визначається виходячи з його складу, фізичного й економічного віку, функціонального призначення.

3 Порівняльний підхід до оцінки потенціалу підприємства

Порівняльний підхід базується на інформації про недавні ринкові угоди з аналогічними об'єктами та її використання як бази визначення вартості об'єкта оцінки. В основу методів даної групи покладено припущення про те, що суб'єкти ринкових відносин укладають угоди за аналогією із заведеними традиціями чи колишнім досвідом.

Порівняльний підхід в основному використовується там, де є достатня база даних про операції купівлі-продажу.

Оцінка вартості бізнесу із застосуванням методів порівняльного підходу проводиться шляхом порівняння (зіставлення) об'єкту оцінки з аналогічними об'єктами, відносно яких є інформація про ціни операцій з ними, або з цінами раніше досконалих операцій з об'єктом оцінки.

Джерелами інформації про ціни операцій з аналогічними об'єктами є, перш за все:

- дані про ціни операцій з акціями й іншими цінними паперами, що проводяться на відкритих фондових ринках (на біржах і в системах відкритої електронної позабіржової торгівлі), у випадку якщо

об'єкт такої операції не надає його власнику які-небудь повноваження контролю;

- дані про ціни операцій з акціями й іншими цінними паперами, частками (внесками) в статутних капіталах, у випадку якщо об'єкт такої операції надає його власнику все або деякі повноваження контролю;

- дані про ціни операцій у формі злиття, приєднань (поглинань) або продажу підприємства (бізнесу) в цілому.

Залежно від наявності і доступності інформації, характеристик об'єкту оцінки, предмету й умов передбачуваної операції з об'єктом оцінки в рамках порівняльного підходу оцінювачем застосовуються наступні методи:

- метод ринку капіталу (метод підприємства-аналога);
- метод операцій;
- метод галузевих коефіцієнтів.

Основні переваги порівняльного підходу.

1. Оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу аналогічних підприємств. Ціна визначається ринком, а оцінювач обмежується тільки коректуваннями, що забезпечують зіставність аналога з оцінюваним об'єктом.

2. Оцінка була заснована на ретроінформації і, отже, відображає фактичні результати виробничо-фінансової діяльності підприємства.

3. Ціна фактично досконалої операції максимально враховує ситуацію на ринку, а значить, є реальним віддзеркаленням попиту і пропозиції.

Разом з тим порівняльний підхід має ряд істотних недоліків: ігнорує перспективи розвитку підприємства в майбутньому; недоотримання інформації від підприємств-аналогів є досить складним процесом; оцінювач повинен робити складні коректування, вносити поправки, що вимагають серйозного обґрунтування, в підсумкову величину і проміжні розрахунки.

Таким чином, можливість вживання порівняльного підходу залежить від наявності активного фінансового ринку, доступності фінансової інформації і наявності служб, що накопичують цінову і фінансову інформацію.

Порівняльний (ринковий) підхід включає три основні методи: метод ринку капіталу, метод операцій і метод галузевих коефіцієнтів.

Відбір компаній для порівняння проводять за наступними критеріями: приналежність до тієї або іншої галузі, регіону; вид продукції або послуг, що випускається; диверсифікація продукції або

послуг; стадія життєвого циклу, на якій знаходиться компанія; розміри компаній, стратегія їх діяльності, фінансові характеристики.

На жаль, абсолютних аналогів окремих елементів потенціалу не існує, тому слід використовувати різні механізми коригування вартості аналога. Загальну логіку розрахунків у цьому разі можна передати формулою:

*Вартість потенціалу підприємства = Вартість потенціалу аналога * Ікі =*
= Вартість потенціалу аналога ±

Абсолютна сума поправок за всіма визначеними параметрами,
де k_i - коригувальний коефіцієнт за i -м параметром об'єкта;

n - кількість параметрів розбіжності, що використовуються у порівнянні.

Як бачимо з наведеної формули, об'єктивною необхідною умовою використання методів цієї групи є наявність розвинутого ринку об'єкта оцінки та існування на ньому об'єктів-аналогів.

Слід зазначити, що згадані вище оціночні коефіцієнти чи мультиплікатори - це відносні показники, що визначаються як співвідношення окремого суттєвого вартість-формульованого критерію з певною фінансово-економічною базою. Загальна формула розрахунку має такий вигляд:

$V_{ci} = \text{Значення критерію порівняння} / \text{База порівняння}.$

Сукупність усіх можливих критеріїв порівняння можна розбити на такі групи:

- 1) загальні показники сфери діяльності підприємства;
- 2) показники масштабу діяльності;
- 3) показники фінансово-економічного стану;
- 4) показники якості менеджменту;
- 5) показники ринкової позиції.

За базу порівняння традиційно беруть такі фінансово- економічні показники: сукупний капітал підприємства, сума його чистих активів, виторг від операційної діяльності (загальний валовий дохід), грошовий потік від функціонування об'єкта, чистий прибуток, середня сума виплачуваних дивідендів тощо.

Усі мультиплікатори поділяються на дві групи залежно від виокремленої ознаки.

1. Залежно від бази порівняння:

- 1) ресурсні мультиплікатори - за базу порівняння беруть суму витрат (наприклад, вартість / капітал підприємства);
- 2) результатні мультиплікатори - за базу порівняння беруть досягнуті результати діяльності (наприклад, вартість / генерований потік капіталу).

2. Залежно від періоду охоплення:

1) інтервальні мультиплікатори - відтворюють зв'язок вартості об'єкта оцінки з показниками, які формуються протягом певного періоду (наприклад, вартість / прибуток);

2) одномоментні мультиплікатори - визначають вартість підприємства відповідно до досягнутих на певну дату результатів чи понесених витрат (наприклад, вартість / чисті активи підприємства).

3. Залежно від сутнісного змісту:

1) вартісні (цінові) мультиплікатори - відношення вартості (ціни) до бази порівняння (наприклад, вартість / грошовий потік);

2) фінансово-економічні мультиплікатори - відношення ключових фінансових чи економічних показників до значень об'єктів-аналогів, як правило, використовуються у внутрішніх порівняльних процедурах.

Різновидом методу мультиплікаторів можна вважати метод галузевих співвідношень, який базується на попередньо визначених та усереднених співвідношеннях між характеристиками об'єктів порівняння.

Вибір найдоречнішого з них визначається в кожній конкретній ситуації, наприклад:

- P/P - *ціна/валові доходи* (застосовується, коли оцінювана і зіставні підприємства мають схожі операційні витрати, - сфера послуг);

- P/EBT - *ціна/прибуток до оподаткування* (більш переважний для зіставлення компаній, що мають різні податкові умови);

- P/E - *ціна/чистий прибуток* (особливо доречний, коли прибуток відносно високий і відображає реальний економічний стан підприємства);

- P/CP - *ціна/грошовий потік* (доречний, коли компанія має відносно низький дохід, порівнюваний з амортизацією);

- P/V - *ціна/балансова вартість власного капіталу* (переважно застосовується до компаній, що мають на балансі значні величини активів, і коли є стійкий зв'язок між показником балансової вартості і доходом, що генерується компанією).

Мультиплікатори *ціна/прибуток* і *ціна/грошовий потік* поширені для визначення ціни, оскільки інформація про прибуток оцінюваного підприємства і підприємств-аналогів є найдоступнішою.

При оцінці вартості бізнесу для отримання більш об'єктивних даних рекомендується застосовування декількох мультиплікаторів одночасно.

Процес відбору підприємств-аналогів здійснюється в 3 етапи.

На першому етапі складається список потенційно подібних підприємств. Пошук таких підприємств починається з визначення

основних конкурентів, вивчення списку підприємств, що злилися або були продані протягом останнього року. Критерії зіставності досить умовні і звичайно обмежуються схожістю галузі, продукції, що виготовляється, її асортименту і обсягів виробництва.

4 *Результатна оцінка потенціалу підприємства*

Оцінка бізнесу із застосуванням методів прибуткової концепції здійснюється на основі прибутків підприємства, тих економічних вигод, що одержує власник від володіння бізнесом. Вона заснована на такому принципі, що потенційний покупець не заплатить за частку в бізнесі більше, ніж вона може принести прибутків у майбутньому.

Застосування методів прибуткового підходу є обов'язковим у випадку оцінки бізнесу, що має прибуток.

Основними джерелами інформації для оцінки вартості потенціалу підприємства на основі прибуткової концепції є:

- 1) бухгалтерська звітність, аудиторські висновки, дані бухгалтерського обліку, у тому числі, інформація про розмір виплачуваних дивідендів, інформація про реалізовані інвестиційні проекти, інша інформація про фінансові і виробничі показники підприємства за минулі звітні періоди;
- 2) бізнес-плани, а також інші документи підприємства з планування і прогнозування фінансових і виробничих показників;
- 3) результати анкетування і проведення інтерв'ю з керівництвом, адміністрацією підприємства, відповіді підприємства на запити оцінювача;
- 4) інформація про економічну ситуацію і тенденції розвитку галузі (галузей), до яких належить оцінюване підприємство;
- 5) інформація про економічну ситуацію і тенденції розвитку регіону (регіонів), у яких розташоване оцінюване підприємство;
- 6) інформація про ризики, пов'язані з діяльністю підприємства;
- 7) інформація про котирування акцій і мінливості курсу акцій оцінюваного підприємства, підприємств галузі і фондового ринку в цілому;
- 8) інформація про макроекономічну ситуацію в економіці і тенденціях її розвитку.

Оцінка потенціалу підприємства методами прибуткового підходу передбачає проведення наступних основних процедур:

- підготовка фінансової звітності підприємства, зокрема актуалізація і нормалізація звітності;
- прогнозування на основі аналізу фінансового стану підприємства, показників доходу і витрат;

- розрахунок ставки дисконтування або коефіцієнта капіталізації залежно від обраного методу і показника доходу;
- розрахунок вартості бізнесу шляхом приведення майбутніх доходів на дату проведення оцінки, використовуючи методи дисконтування або капіталізації.

При оцінюванні потенціалу підприємства методами дохідного підходу повинні бути дотримані наступні умови:

- 1) очікувана величина показника доходу повинна визначатися виходячи з минулих результатів діяльності підприємства, перспектив його розвитку, а також галузевих і загальноекономічних факторів;
- 2) ставка дисконтування або капіталізації, яка використовується, повинна відповідати обраному показникові доходу підприємства, зокрема:

- ставка дисконтування або капіталізації повинна враховувати структуру капіталу, інвестованого в бізнес;
- для номінального показника прибутку (вираженого в поточних цінах) і для реального показника прибутку (з урахуванням зміни цін) повинні бути використані відповідні ставки дисконтування.

Для оцінки потенціалу підприємства за прибутком західна практика використовує два методи: метод капіталізації доходу і метод дисконтованих грошових доходів.

Результатний підхід базується на залежності вартості об'єкта оцінки від можливостей його ефективного використання, тобто можливих результатів. Це твердження впливає з тих міркувань, що потенційний власник-користувач не заплатить за об'єкт більше, ніж він очікує отримати від його господарського використання. Отже, оцінка потенціалу згідно з результатною концепцією виходить з позицій корисності певних можливостей об'єкта. Хоча й існують особливості використання методів цієї групи для оцінки потенціалу збиткових підприємств проти прибуткових та перспективних, але у будь-якому разі такий підхід користується поняттями «приплив» та «відплив» капіталу. Традиційне поняття «грошового потоку» означає суму чистих доходів, пов'язаних з діяльністю підприємства, отриманих з усіх джерел. Традиційно виділяють дві моделі формування грошового потоку підприємства - потік для власного капіталу та потік для сукупного капіталу. Особливості визначення грошових потоків підприємства - це функція фінансового менеджменту та інвестиційного аналізу.

За розрахунків вартості об'єкта в часі використовується шість функцій грошової одиниці, розрахованих на підставі складних відсотків. Інакше кажучи, це означає, що не тільки основна сума, покладена на депозит, дає відсотки, а й нараховані на неї відсотки, залишені на рахунку.

Метод дисконтування грошових потоків отримав на Заході широке розповсюдження, оскільки з його допомогою можна врахувати майбутні перспективи розвитку. В загальному вигляді грошовий потік дорівнює сумі чистого доходу й амортизації за вирахуванням приросту чистого оборотного капіталу і капітальних вкладень. Цей метод використовується в наступних випадках:

- очікується, що майбутні рівні грошових потоків істотно відрізнятимуться від поточних;
- можна обґрунтовано оцінити майбутні грошові потоки з нерухомості;
- об'єкт будується або тільки побудований;
- компанія є крупним багатофункціональним комерційним об'єктом;
- потоки доходів і витрат носять сезонний характер;

З теоретичної точки зору метод дисконтування грошових потоків найкращий, проте, він вельми трудомісткий. Є оцінки, які у принципі неможливо здійснювати без використання цього методу, - це розробка і оцінка інвестиційних проектів.

Головні переваги оцінки бізнесу методом дисконтування грошових потоків полягають в наступному. По-перше, в майбутні прибутки від бізнесу прямо враховують лише очікувані поточні

витрати з виробництва і продажу продукції, тоді як майбутні капіталовкладення з підтримки і розширення виробничих або торгових потужностей бізнесу в прогнозі прибутків відображаються тільки частково - через їх поточну амортизацію. По-друге, недолік прибутку (збитку) як показника в інвестиційних розрахунках за оцінкою бізнесу також пояснюється тим, що прибуток, будучи чисто бухгалтерським звітним показником, схильний до значних маніпуляцій. Її оголошувана величина залежить від обраного методу обліку вартості купувальних ресурсів в собівартості проданої продукції (ПРО, РПРО, метод ковзаючої середньої) від методу прискореної амортизації, від критерію зарахування продукції в реалізовану продукцію тощо.

Для оцінки вартості бізнесу в рамках методу дисконтованих грошових потоків можуть бути використані наступні показники доходу:

- чистий грошовий потік;
- чистий грошовий потік до оподаткування і виплат відсотків;
- чистий грошовий потік до оподаткування, виплат відсотків і амортизації;
- чистий прибуток підприємства;
- величина виплачуваних дивідендів.

Виходячи з даних, визначається величина ставки дисконтування, яка відображає величину ризиків, властивих вкладенням в оцінюваний бізнес. В економічному значенні в ролі ставки дисконту виступає ставка доходу на вкладений капітал, що вимагається інвесторами у зіставленні з рівнем ризику об'єктів інвестування або - це необхідна ставка доходу за наявними альтернативними варіантами інвестицій із зіставним рівнем ризику на дату оцінки.

При складному відсотку кожне подальше нарахування ставки здійснюється від накопиченої в попередній період суми. Простий відсоток не припускає даної процедури - дохід приносить тільки спочатку вкладена сума.

Накопичена сума грошової одиниці (майбутня вартість одиниці). Дана функція використовується в тому випадку, якщо відома поточна (сьогоднішня) вартість грошей і вимагається визначити її накопичену суму (майбутню вартість) на кінець певного періоду при заданій ставці доходу на капітал.

При нарахуванні відсотків раз на рік майбутня вартість одиниці визначається за формулою:

де PY - майбутня вартість грошового потоку;

PY - нинішня величина грошового потоку; i - ставка дисконту; n - період дисконтування.

При більш частому, ніж раз на рік, нарахуванні відсотків:

$$\text{ґ}Y = PY(1 + i)^n,$$

$$PY = PY (1 + i/k)^{nk} . \quad ,2$$

При оперативному вживанні прибуткового методу в процесі оцінки може виявитися вельми корисним «правило 72». В основу його покладені логарифми і використовується число 72 для зразкового розрахунку кількості років, необхідних для збільшення грошової суми в два рази, за умови, що весь відсоток залишається на депозиті (правило застосовується для ставок доходу на капітал в інтервалі 3-18 %).

Поточна вартість одиниці (реверсії). Поточна вартість одиниці - це величина, зворотна накопиченій сумі одиниці, тобто поточна вартість одиниці, яка повинна бути отримана в майбутньому.

При нарахуванні відсотків 1 разів на рік:

$$PY = \frac{PY}{1 + i}$$

1

3

$$Si + 0'$$

Ця функція зворотна функції накопиченої суми грошової одиниці.

Значення задач такого класу полягає в тому, щоб при заданій ставці дисконту дати оцінку поточної вартості тих грошей, які можуть бути отримані (сплачені) в кінці певного періоду.

Поточна вартість ануїтету. Ануїтет - серія рівновеликих платежів, віддалених один від одного на один рівновеликий проміжок часу.

Розрізняють звичайний ануїтет, коли платежі здійснюються в кінці кожного періоду, і авансовий ануїтет, коли платіж проводиться на початку кожного періоду.

При платежах (надходженнях) в кінці кожного року:

$$PY = PMT \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

*1

,4

де PMT - рівновеликі періодичні платежі.

При більш частих, ніж 1 разів на рік, платежах:

$$PY = PMT$$

$$1 - \frac{i}{(1 + i/k)^{nk}}$$

nk

Визначення поточної вартості підприємства методом дисконтування майбутніх доходів припускає використання двох чинників: поточної вартості одиниці і поточної вартості ануїтету.

Дохід складається з двох складових частин: потоку доходів і одноразової суми від перепродажу підприємства.

При використанні методу оцінки грошових потоків в часі виникає проблема встановлення величини ставки дисконту. Існують два основні методи розрахунку величини потоку грошових коштів: непрямий і прямою. Непрямий метод аналізує рух грошових коштів за напрямками діяльності. Він наочно демонструє використання прибутку і інвестування грошових коштів, що розташовуються.

Прямий метод був заснований на аналізі руху грошових коштів по статтях приходу і витрати, тобто по бухгалтерських рахівницях.

З математичної точки зору ставка дисконту - це процентна ставка, що використовується для перерахунку майбутніх потоків доходів в єдину величину поточної (сьогоднішньої) вартості, що є базою для визначення ринкової вартості бізнесу.

Ставка дисконту, або вартість залучення капіталу, повинна розраховуватися з урахуванням трьох чинників.

1. Наявність у багатьох підприємств різних джерел капіталу, що вимагає різних рівнів компенсації.
2. Необхідність обліку для інвесторів вартості грошей в часі.
3. Чинник ризику або ступінь вірогідності отримання очікуваних у майбутньому доходів.

Існують різні методики визначення ставки дисконту, найпоширенішими з яких є: для грошового потоку для власного капіталу - модель оцінки капітальних активів (CAPM - Capital Asset Pricing Model) і метод кумулятивної побудови; для грошового потоку для всього інвестованого капіталу - модель середньозваженої вартості капіталу ($WACC$ - Weighted Average Cost of Capital).

Розрахунок ставки дисконту залежить від того, який тип грошового потоку використовується для оцінки як база:

- для грошового потоку для власного капіталу застосовується ставка дисконту, рівна ставці віддачі на вкладений капітал, що вимагається власником;
- для грошового потоку для всього інвестованого капіталу застосовується ставка дисконту, рівна сумі зважених ставок віддачі

на власні капітал і позикові засоби (ставка віддачі на позикові засоби є процентною ставкою банку за кредитами), де як терези виступають частки позикових і власних засобів в структурі капіталу. Така ставка дисконту називається середньозваженою вартістю капіталу.

Відповідно до моделі \WACC, ставка дисконту розраховується за формулою:

$$WACC = M(1 - ic)yci + kpyr + kzycz \quad 6$$

де M - вартість залучення позикового капіталу;

ic - ставка податку на прибуток підприємства;

kp - вартість залучення акціонерного капіталу (привілейовані акції);

kz - вартість залучення акціонерного капіталу (звичайні акції);

yci - частка позикового капіталу в структурі капіталу

підприємства;

yr - частка привілейованих акцій в структурі капіталу

підприємства;

yz - доля звичайних акцій в структурі капіталу підприємства.

При визначенні середньої вартість капіталу відповідно до моделі оцінки капітальних активів CAPM, ставка дисконту розраховується за формулою:

$$K = K/ + p(Km - K/) + 5_2 + 5_2 + C \quad y$$

де K - ставка доходу (на власний капітал), що вимагається інвестором;

$K/$ - безризикова ставка доходу;

$/3$ - коефіцієнт (є мірою систематичного ризику, пов'язаного з макроекономічними і політичними процесами, що відбуваються в країні);

Km - загальна прибутковість ринку в цілому (ринкового портфеля цінних паперів);

5_1 - премія для малих підприємств;

5_2 - премія за ризик, характерний для окремого підприємства;

C - ризик країни.

Модель CAPM заснована на аналізі масивів інформації фондового ринку, зокрема, змін прибутковості акцій, що вільно обертаються. Вживання моделі для висновку ставки дисконту для закритих компаній вимагає внесення додаткових коректувань.

Як безризикова ставка доходу в світовій практиці

використовується звичайно ставка доходу за довгостроковими державними борговими зобов'язаннями (облігаціям або векселям). Вважається, що держава є найнадійнішим гарантом за своїми зобов'язаннями (вірогідність його банкрутства практично виключається). Проте, як показує практика, в умовах України державні цінні папери не сприймаються як безризикові. Для визначення ставки дисконту як безризикова може бути прийнята ставка по вкладеннях, що характеризується якнайменшим рівнем ризику (ставка по валютних депозитах в найнадійніших банках). Можна також ґрунтуватися на безризиковій ставці для західних компаній, але в цьому випадку є обов'язково надбавка ризику країни з метою обліку реальних умов інвестування, існуючих в Україні. Для інвестора вона є альтернативною ставкою доходу, яка характеризується практичною відсутністю ризику і високим ступенем ліквідності. Безризикова ставка використовується як точка відліку, до якої прив'язується оцінка різних видів ризику, що характеризують вкладення в дане підприємство, на основі чого і будується необхідна ставка доходу.

Коефіцієнт β є мірою ризику. Коефіцієнт β , що оцінює ризики інвестування в конкретний проект спираючись на об'єктивні реакції ринку, практично визначений як:

- коефіцієнт, що співвідносить за максимально можливий ретроспективний період розмах коливань у відсотках від середнього відхилення за період (варіації від середнього) курсу акцій підприємства, куди вкладаються засоби ($U_{\text{підпр}}$), в порівнянні з розмахом коливань Урин курсу акцій за той же період в цілому по підприємствах всіх галузей національної економіки (для випадку, коли засоби інвестуються у відкрите акціонерне суспільство з ліквідними або хоча б котируемими акціями). При венчурному інвестуванні в знов створюване однопродуктове підприємство такий випадок на початковій стадії життя підприємства є нереальним;

- коефіцієнт, що співвідносить також за максимально можливий минулий період розмах коливань ринкової вартості акцій (у тому числі на позабіржовому ринку) аналогічних підприємств (підприємств з продуктом, найближчим аналогом, що є, знов освоюваному, включаючи товари або послуги-замінники) в порівнянні з розмахом коливань Урин навкруги свого середнього значення в цілому індексу акцій на фондовому ринку за той же період.

У світовій практиці коефіцієнти β звичайно розраховуються шляхом аналізу статистичної інформації фондового ринку. Ця

робота проводиться спеціалізованими фірмами. Дані про коефіцієнти β публікуються у ряді фінансових довідників і в деяких періодичних виданнях, що аналізують фондові ринки.

Додаткова премія за ризик вкладення в мале підприємство (51) пояснюється недостатньою кредитоспроможністю (відсутністю достатніх активів для майнового забезпечення кредитів, які можуть плануватися для фінансування подальших капіталовкладень за даним проектом, а також для покриття потреби в оборотних коштах, що передбачаються спочатку збитків, - отже, ненадійністю фінансового плану розвитку малого підприємства) і фінансовою нестійкістю підприємств з невеликим розміром статутного капіталу. Величина цієї премії (що уточнюється експертно) може складати до 75 % від номінальної безризикової ставки позикового відсотка.

Те ж стосується і кількісної величини премії за ризик, характерний для окремої підприємства (52).

Додаткову премію за ризик країни (C) в індивідуальній ставці дисконту слід враховувати незалежно від того, чи є інвестор резидентом даної країни або іноземним резидентом. Цей ризик для них однаковий. Для іноземних резидентів він відрізнятиметься лише тоді, коли стосовно даної галузі або в цілому умови інвестування для нього, тобто витрати трансакцій і обмеження, дискримінаційні або, навпаки, більш переважні, ніж для вітчизняних інвесторів (згідно з сучасним вітчизняним законодавством більш вірогідним все ж таки є друге). Ризик країни звичайно розглядається у випадках:

- конфіскації майна (втрати прав власності при викупі їх за ціною нижче ринкової або тієї, яка обґрунтовувалася поточною вартістю, очікувалися від використання грошових потоків);
- зміни законодавства, що призводять (наприклад, при зміні податків) до зменшення очікуваних доходів, що не передбачається;
- зміни персоналу в органах державного і місцевого управління, які було змінено законодавством непрямої дії (що готує підзаконні нормативні акти, ухвалює оперативні рішення на основі тих, що містять суперечності або недопрацьованих законів і нормативних актів).

Метод кумулятивної побудови даної індивідуальної ставки дисконту відрізняється від моделі оцінки капітальних активів лише тим, що в структурі цієї ставки до номінальної безризикової ставки позикового відсотка додається сукупна премія за інвестиційні ризики, яка складається з премій за окремі «несистематичні», що відносяться саме до даного проекту, ризики.

Звичайно в числі чинників ризику інвестування, що виділяються в

рамках методу кумулятивної побудови ставки дисконту, оцінюють ризики:

- «ключової фігури» у складі менеджерів підприємства (або контролюючих його інвесторів) - ризики відсутності такої або її непередбачуваності, непідконтрольності, несумлінності, некомпетентності і т. п.;
- недостатньої диверсифікованості ринків збуту підприємства;
- недостатньої диверсифікованості джерел придбання купувальних ресурсів;
- недостатньої диверсифікованості продуктів підприємства;
- контрактів, що укладаються підприємством для реалізації своїх продуктів, включаючи ризики несумлінності, неплатоспроможності, а також юридичної недієздатності контрагентів по контрактах;
- вузькості набору джерел фінансування (особливо у випадках неформування належного амортизаційного фонду і його недовикористання як найважливішого джерела самофінансування, недооцінки важливості повернутих засобів, невикористання фінансового лізингу а інших прогресивних схем фінансування);
- фінансової нестійкості фірми (ризики недостатнього забезпечення обороту власними оборотними коштами, недостатнього покриття короткострокової заборгованості оборотом і т. п.).

Оцінка перерахованих ризиків повинна приводити до визначення відповідних премій за ці ризики. Таке визначення проводиться експертно. Середні премії за окремі вказані ризики в розвинених країнах Європи і США досягають в окремих випадках 50-60 % номінальної безризикової ставки позикового відсотка.

У загальному виді ставку дисконту на власний капітал (О можна зобразити таким чином:

.8

$$/ = j_b + j_n + j_p + j_l < 1,$$

де j_b - безризикова ставка відсотка;

j_n - ставка премії за ризик неліквідності;

j_p - ставка премії за невдачу в інвестиційному менеджменті;

j_l - ставка премії за інші (додаткові) ризики.

В умовах розвиненого ринку, для якого характерна обізнаність експертів про ринок нерухомості, метод кумулятивної

побудови дає достатньо добрі результати.

Визначення вартості в постпрогнозний період було засновано на передумові про те, що бізнес здатний приносити дохід і після закінчення прогнозного періоду. Передбачається, що після закінчення прогнозного періоду доходи бізнесу стабілізуються і в залишковий період будуть спостерігатися стабільні довгострокові темпи зростання або нескінченні рівномірні доходи.

Залежно від перспектив розвитку бізнесу в постпрогнозний період використовують той або інший спосіб розрахунку ставки дисконту:

- метод розрахунку за ліквідаційною вартістю. Він застосовується в тому випадку, якщо в постпрогнозний період очікується банкрутство підприємства з подальшим продажем наявних активів. Для оцінки діючого підприємства, що приносить прибуток, а тим більше що знаходиться у стадії зростання, цей підхід незастосовується;
- метод розрахунку за вартістю чистих активів. Техніка розрахунків аналогічна розрахункам ліквідаційної вартості, але не враховує витрати на ліквідацію і знижку за терміновий продаж активів підприємства. Даний метод може бути використаний для стабільного бізнесу, головною характеристикою якого є значні матеріальні активи;
- метод передбачуваного продажу, що полягає в перерахунку грошового потоку в показники вартості за допомогою спеціальних коефіцієнтів, отриманих з аналізу ретроспективних даних з продажу зіставних компаній. Оскільки практика продажу компаній на російському ринку вкрай мізерна або відсутня, вживання даного методу до визначення кінцевої вартості вельми проблематично;
- за моделлю Гордона річний дохід післяпрогнозованого періоду капіталізується в показники вартості за допомогою коефіцієнта капіталізації, розрахованого як різниця між ставкою дисконту і довгостроковими темпами зростання. За відсутності темпів зростання коефіцієнт капіталізації буде дорівнювати ставці дисконту. Модель Гордона була заснована на прогнозі отримання стабільних доходів у залишковий період і припускає, що величини зносу і капіталовкладень рівні.

Розрахунок кінцевої вартості відповідно до моделі Гордона проводиться за формулою:

$$\frac{C_{\text{€}}}{(K - e)^{n+1}}$$

де V - вартість в постпрогнозний період;

$CP_{(t+1)}$ - грошовий потік доходів за перший рік постпрогнозного (залишкового) періоду;

D_0 - ставка дисконту;

u - довгострокові темпи зростання грошового потоку.

Кінцева вартість V за формулою Гордона визначається на момент закінчення прогнозного періоду.

Для виведення остаточної величини ринкової вартості підприємства вноситься ряд поправок.

1. Якщо використовувалася модель дисконтування безборгового інвестованого грошового потоку, то знайдена ринкова вартість відноситься до всього інвестованого капіталу, тобто включає не тільки вартість власного капіталу, але і вартість довгострокових зобов'язань підприємства. Тому для того, щоб отримати вартість власного капіталу, необхідно з величини знайденої вартості відняти величину довгострокової заборгованості.

2. При розрахунку вартості враховуються активи підприємства, які беруть участь у виробництві, отриманні прибутку, тобто у формуванні грошового потоку. Але у будь-якого підприємства в кожний конкретний момент часу можуть бути активи, незайняті безпосередньо у виробництві. Тут їх вартість не враховується в грошовому потоці, але це не значить, що вони не мають вартості. В даний час у багатьох російських підприємств наявні такі нефункціонуючі активи (в основному нерухомість, машини і обладнання), оскільки внаслідок затяжного спаду виробництва рівень утилізації виробничих потужностей дуже низький. Багато таких активів мають певну вартість, яка може бути реалізована, наприклад, під час продажу. Тому необхідно визначити ринкову вартість таких активів і підсумувати її з вартістю, отриманою при дисконтуванні грошового потоку.

У результаті оцінки підприємства методом дисконтованих грошових потоків виходить вартість контрольного ліквідного пакету акцій. Якщо ж оцінюється неконтрольний пакет, то необхідно зробити знижку.

При оцінці бізнесу за допомогою методу дисконтування грошових потоків можливе вживання методу сценаріїв, що припускає розрахунок величини грошових потоків виходячи з песимістичного, оптимістичного і найвірогіднішого розвитку бізнесу. Цей метод припускає облік ризиків бізнесу за допомогою коректування на них самих прогнозованих грошових потоків, що закладаються в розрахунок залишкової поточної вартості оцінюваного бізнесу.

Застосовуючи даний метод, як дисконт для будь-якого бізнесу беруть номінальну безризикову ставку прибутковості. Ризики ж конкретного бізнесу позначаються на зміні величини що закладаються в розрахунок очікуваних за проектом грошових потоків і не відображаються на ставці дисконту, що використовується, внаслідок чого не занижується оцінка вартості бізнесу подвійним обліком ризику. Використання методу сценарної вірогідності означає визнання того, що прогнозування фінансових параметрів в кращому разі є аргументованою здогадкою і що укладач прогнозу здатний лише звужити діапазон можливих варіантів майбутнього фінансового стану. Розробка сценаріїв має на увазі формулювання вичерпного набору припущень про шляхи розвитку підприємства і їх вплив на рівень галузевої рентабельності й інші показники. Потім кожному сценарію привласнюється певна вага (коефіцієнт), що відображає вірогідність того, що даний сценарій буде реалізований насправді. Менеджери встановлюють ці коефіцієнти на основі своїх знань та інтуїції.

Отже, говорячи про метод дисконтованих грошових потоків потрібно відзначити, що цей метод пропонує як в очікуваних від бізнесу доходах враховувати прогнозовані грошові потоки, які можна вилучити з бізнесу після необхідного реінвестування частини чистих прибутків. Грошові потоки як показник не залежать від вживаної на підприємствах системи бухгалтерського обліку, її амортизаційної політики, а також враховують будь-які притоки відтоки грошових коштів. Фінансове значення дисконтування очікуваних від бізнесу грошових потоків таке, що в результаті дисконтування вони зменшуються на ті суми, які інвестор міг би використати до моменту отримання цього грошового потоку, якщо б він свої засоби вклав зараз не в даний бізнес, а в якийсь інший загальнодоступний інвестиційний актив типу банківського депозиту або ліквідного цінного паперу.

Методи капіталізації базуються на використанні коефіцієнта, який уможливорює переведення чистих потоків капіталу від використання об'єкта у його вартість. Інакше кажучи, необхідною умовою застосування цих методів є можливість визначення чистого потоку капіталу та встановлення коефіцієнта капіталізації для нього. Як правило, методи капіталізації використовуються у разі дохідного використання об'єкта оцінки. У цілому такі методи в основному базуються на трьох теоретичних принципах, визначених у попередньому розділі підручника, - очікування, заміщення та попиту і пропонування. Суть коефіцієнта капіталізації полягає в поєднанні двох економічних процесів - отримання доходу на капітал та відшкодування капіталу інвестора-власника.

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

Даний метод визначає потік доходу і перетворює його в поточну вартість шляхом вживання норми капіталізації. Вартість визначається як відношення чистого доходу до норми прибутку (капіталізації). Метод капіталізації чистого доходу не враховує вартість матеріальних і нематеріальних активів. Він вимірює ефективність використання всіх активів з погляду їх здатності проводити дохід. Оцінювач дає висновок про динаміку доходу і вибирає норму капіталізації. Чим більш обґрунтовані значення для грошового потоку і норма капіталізації, тим більшу вагу матиме для потенційного покупця оцінка, отримана даним методом.

Капіталізація підприємства є ринковою вартістю всіх її акцій (часто визначається, як ринкова вартість однієї акції, помноженої на число акцій). Таким чином, для підприємства капіталізація залежить від ринкової вартості акцій, тобто від оцінки суспільством вартості цього підприємства - інтегральної оцінки його стійкості, прибутковості, необхідності його продукції для суспільства, новизни обладнання, кваліфікації персоналу і безлічі інших характеристик, що не піддаються точному кількісному визначенню. Більш того, багато з цих характеристик не властиві самому підприємству, а визначаються зовнішнім середовищем, наприклад, конкурентна позиція підприємства.

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

Капіталізацію ринку можна збільшувати декількома способами:

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

Останніми роками бум злиття і поглинань в США і Європі продемонстрував явну тенденцію до гігантоманії. Це цілком зрозуміло - глобалізація ринків вимагає нових масштабів. Потрібна акумуляція

ресурсів по цілому ряду напрямів для успішного розвитку в транснаціональних рамках. У кожній країні і галузі намічається освіта 3-5 ТНК. Але і вони вже роблять спроби до злиття один з одним. Масштаби укрупнення бізнесу добре видні на цифрах зростання капіталізації корпорацій. Можливо, скоро з'явиться компанія з капіталізацією в трильйон доларів.

Капіталізація тісно була пов'язана з двома елементами ринку - акціями і фондовим ринком. За допомогою акцій ринок оцінює активи акціонерних компаній, а фондовий ринок є полігоном для оцінки. В Україні існує те і інше. Проте капіталізація вітчизняних компаній згідно з даним критерієм оцінки надзвичайно мала. Фундаментальні методи аналізу дозволяють стверджувати, що активи явно недооцінені ринком.

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

$V = -$

$K,$ ю;

де V - вартість;

I - періодичний дохід;

K - коефіцієнт капіталізації.

Метод прямої капіталізації застосовується в тих випадках, коли є достатня кількість даних для оцінки доходу, дохід з нерухомості є стабільним або, принаймні, очікується, що поточні грошові доходи приблизно будуть рівні майбутнім або темпи їх зростання помірні. Це стосується, наприклад, об'єктів з чітко визначеною орендною платнею на багато років вперед. Внаслідок того, що поточна вартість дуже чутлива до змін коефіцієнта, для його використання необхідні чіткі ринкові вказівки на його величину.

Основна перевага цього методу - простота розрахунків. Інша перевага полягає в тому, що метод прямої капіталізації кінець кінцем безпосередньо відображає ринкову кон'юнктуру. Це було пов'язано з тим, що при його вживанні, як правило, береться достатньо велика кількість операцій з нерухомістю і проводиться їх аналіз з погляду доходу і вартості.

Проте метод не слід застосовувати, коли відсутня інформація про ринкові операції; якщо об'єкт ще не був побудований, а значить, не вийшов на режим стабільних доходів; коли об'єкт піддався серйозним руйнуванням в результаті стихійного лиха, тобто вимагає серйозної реконструкції.

Метод має ще один серйозний недолік. Річ у тім, що у формулі розрахунку поточної вартості присутній щорічний дохід. В якості

цього доходу при оцінці нерухомості береться так званий чистий операційний дохід. Це такий дохід, який виходить з потенційного валового доходу після віднімання з нього всіх можливих витрат і операційних витрат, включаючи резерв на заміщення. Ця інформація дуже часто відноситься до розряду комерційних таємниць, і доступ до неї є у край обмеженим. Через це завдання збору інформації про ринкові операції і, отже, розрахунок коефіцієнта капіталізації є досить складною проблемою.

При вживанні цього методу виникає цілий ряд проблем. По-перше, як визначити чистий дохід підприємства, по-друге, як вибрати ставку капіталізації.

При розрахунку чистого доходу важливо правильно вибрати період часу, за який проводяться розрахунки. Це можуть бути декілька періодів у минулому, звичайно п'ять, а можуть використовуватися дані про доходи за декілька періодів у минулому і прогнози на найближче майбутнє.

Як величина прибутку, що капіталізується, може виступати або чистий прибуток після сплати податків, або прибуток до сплати податків, або величина грошового потоку. В більшості випадків на практиці як величина, що капіталізується, вибирається прибуток останнього звітного року.

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

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

Методи визначення коефіцієнта капіталізації можна зобразити в такий спосіб (рис. 4).

Окремі з указаних методів було описано раніше. У разі встановлення коефіцієнта капіталізації на рівні попередньо визначеної ставки дисконту передбачається, що грошові потоки підприємства постійні та необмежені в часі. Тоді коефіцієнт капіталізації прирівнюється до ставки дисконтування виходячи з міркувань, що дисконт уже враховує всі види ризиків проекту, адекватно оцінює темпи знецінення грошової одиниці, відображає альтернативні способи використання капіталу, а також мінімально необхідний рівень прибутковості для інвестора-власника.

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

МЕТОДИ ВИЗНАЧЕННЯ КОЕФІЦІЄНТА КАПІТАЛІЗАЦІЇ

За ставкою дисконту
На підставі порівняного продажу
Методом підсумовування: прямолінійне відшкодування капіталу, повернення капіталу за фактором фонду
Методом відрахування
Методом пов'язаних інвестицій: для власного та позикового капіталу, для порівняних елементів
Метод Елвуда
Метод фінансових показників схожих підприємств
Метод ринкового мультиплікатора
Метод внутрішньої норми доходності

Рисунок 4 - Методи визначення коефіцієнта капіталізації за оцінки вартості потенціалу підприємства

Метод підсумовування як логічна конструкція формування коефіцієнта капіталізації використовує схему, що зображена на рисунку 5.

Порядок урахування факторів, що визначають коефіцієнт капіталізації, має суттєве значення і може бути поданий у наступній послідовності.

1. Визначення безризикової ставки капіталізації - ця ставка береться за базову та визначається на рівні ставок за валютними

операціями на європейських ринках капіталу, з урахуванням рівня ризику країни. За умов нашої національної економіки можна рекомендувати використання курсів за державними позиками чи депозитні ставки банків найвищої категорії надійності.

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

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

Метод кумулятивної побудови

Норма

відшкодували я капіталу



Коефіцієнт

Ставка

дисконту

Метод порівняного продажу

Метод капітальних активів

Метод пов'язаних інвестицій

Метод середньозваженої вартості капіталу

Метод внутрішньої норми доходності

Метод ставки ІЛВОК

Метод прямолінійного відшкодування (Метод Рінга)

Метод повернення за фактором фонду відшкодування (Метод Інвуда)

Метод повернення капіталу за фактором фонду відшкодування та базовою ставкою дисконту (Метод Хоскольда)

Рисунок 5 - Коефіцієнт капіталізації згідно з методом підсумовування (кумулятивної побудови)

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

5. Поправка на зміну прогнозованих ринкових умов відображає прогнозовані зміни вартості об'єкта під впливом ринкових умов та

необхідну компенсацію за невинуватдані очікування власника-інвестора.

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

де $C\delta$ - ставка відшкодування капіталу;

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

C

$\frac{C}{n}$

$$\frac{C}{n} \left((1+r)^n - 1 \right)$$

12

Встановлення норми відшкодування за фактором фонду ві дшкодування передбачає повернення капіталу з урахуванням його знецінення, тобто повернені суми з року в рік збільшуються, що можна виразити формулою:

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

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

Інші методи побудови коефіцієнта капіталізації передбачають ознайомлення з таблицею щодо ризику різних груп інвестицій (табл 3).
Таблиця 3 - Коефіцієнти капіталізації відповідно до окремих груп інвестицій

Групи ризику	Тип інвестиції (інституції)	Коефіцієнт капіталізації. %
1	Вкладення капіталу в підприємства, що давно функціонують, мають значні активи, добру репутацію, працюють стабільно в стабільних сферах бізнесу	10

2	Вкладення капіталу у великі підприємства, які потребують вагомих зусиль щодо управління ними та підтримання досягнутого рівня. Сюди слід віднести більшість відомих світових компаній	12,5
3	Вкладення капіталу у високодохідні великі фірми, діяльність яких чутлива до макроекономічних коливань	15
4	Інвестиції у фірми, управління якими не потребує високих управлінських здібностей та значних капіталовкладень	20
5	Інвестиції у малі високо конкурентоспроможні фірми, фінансування яких не потребує великих витрат	25
6	Вкладення капіталу у фірми, успішність функціонування та розвитку яких залежить від управлінських здібностей та спеціального досвіду ключової особи чи групи осіб, а також у ті, що потребують незначних поточних впливань капіталу, мають високу конкурентоспроможність, а водночас високий ризик банкрутства	50
7	Вкладення капіталу в підприємство в одноосібного власника, який працює в сфері торгівлі, чи надання послуг не потребує суттєвих витрат для поточного фінансування, але має високу кваліфікацію та практичний досвід у даній сфері бізнесу	100

$AK = K$

$$\frac{(1+r)^n - 1}{r}$$

13.

Метод вирахування визначає коефіцієнт капіталізації відніманням від ставки дисконту надбавки за майбутнє зростання капіталу. При цьому приріст капіталу визначається за формулою:

де AK - приріст капіталу;

K - прогнозований розмір зростання вартості об'єкта.

Метод Елвуда визначає коефіцієнт капіталізації як норму відшкодування капіталу, скореговану на:

- 1) суму амортизаційних відрахувань у рахунок погашення

кредиту;

2) величину приросту частки власного капіталу в загальній структурі вартості об'єкта;

3) зміну регулярного (звичайного) доходу від використання об'єкта.

Розрахунок коефіцієнта згідно з даним методом проводиться за такою формулою:

14

дек - ставка капіталізації;

$r_{\text{БК}}$ - дохідність використання власного капіталу; u_n - частка позикових коштів у загальному обсязі фінансування об'єкта;

KE - іпотечний коефіцієнт Елвуда.

Слід зазначити, що з розвитком оціночної практики метод Елвуда було дещо модифіковано. Однією з найбільш відомих модифікацій є формат формули Акерсона.

Метод фінансових показників схожих підприємств використовується за умови доступності відповідної детальної інформації, а сам коефіцієнт капіталізації визначається як відношення річного чистого прибутку схожих підприємств до чистого виторгу від реалізації їх продукції.

Вважають, що цей показник ураховує як повернення капіталу, так і дохідність його використання. Ейроте коефіцієнт капіталізації не враховує відмінностей у структурі капіталу підприємств, а також у їхній амортизаційній політиці. Тому загальну ставку капіталізації згідно з цим методом визначають як відношення суми чистого прибутку (нарахованого відсотка на капітал) та сумарного відшкодування (знецінення й амортизації) до суми всього капіталу підприємств.

Слід зазначити, що прикладна оцінка потенціалу підприємства проводиться на основі всіх підходів та всіма доступними методами (залежно від кваліфікації аналітика). Кінцевий вибір величини вартості об'єкта проводиться на основі визначення її середньоарифметичного еквіваленту з урахуванням вагомості отриманих результатів чи суб'єктивної думки експерта.

Доцільно наголосити, що процес гармонізації отриманих величин вартості не зводиться до механічного усереднення, - це імовірнісний розрахунок ринкової вартості, величина якої перебуває в межах від мінімальної до максимальної розрахункової вартості об'єкта. Кінцевий висновок робиться на основі логічних науково обґрунтованих умовиводів, які передбачають повторний аналіз вартості утворюючих факторів, перевірку розрахункових процедур тощо.