

УДК 657.15(07)

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

ХАУСТОВА Вікторія Євгенівна

кандидат економічних наук, доцент,
докторант НДЦ ІПР НАН України (Харків)

МАТЮШЕНКО Ольга Іванівна

здобувач Харківського державного технічного
університету будівництва та архітектури

У сучасних умовах розвиток концепції оцінки вартості в Україні набуває великого розмаху, що зумовлено не тільки зміною парадигми управління підприємством, а й об'єктивними ринковими процесами, що відбуваються у державі (розвиток страхового, кредитного та фондового ринків, активізація інвестиційної діяльності тощо). Актуалізація оцінки вартості підприємства як інструменту вирішення багатьох завдань, що постають перед суб'єктами ринкових економічних відносин в Україні, передбачає поглиблене вивчення теоретичних засад оціночної діяльності в цілому та методологічного апарату зокрема.

Під *методологією* у тлумачних словниках розуміють систему базових принципів, методів, методик і засобів їх реалізації в організації та побудові науково-практичної діяльності людини [2]. Стосовно методології конкретної науково-практичної діяльності людини – оцінки вартості підприємства – до її складу було віднесено шість базових елементів (рис. 1).

На нашу думку, перш за все необхідно розглянути об'єкт та суб'єкт оцінки.

Отже, під *об'єктом* розуміють те, на що спрямована та чи інша діяльність (у даному випадку оціночна діяльність) [2]. Аналіз праць вітчизняних і закордонних економістів виявив певні розбіжності в класифікації об'єктів оцінки [3 – 7]. Національні стандарти оцінки і визначають об'єкти оцінки таким чином (рис. 2).

Таким чином, до об'єктів оцінки в матеріальній формі відносять:

- *нерухоме майно (нерухомість)* – земельна ділянка без поліпшень земельна ділянка з поліпшеннями, які з нею нерозривно пов'язані, будівлі, споруди, їх частини, а також інше майно, яке згідно із законодавством належить до нерухомого майна;
- *рухоме майно* – матеріальні об'єкти, які можуть бути переміщеними без заповдіяння їм шкоди. До рухомого майна належить майно в матеріальній формі, яке не є нерухомістю [8].

Об'єкти оцінки у формі цілісного майнового комплексу – це об'єкти, сукупність яких дає змогу проводити певну господарську діяльність. Цілісними майновими комплексами є підприємства, а також їх структурні, підрозділи (цехи, виробництва, дільниці тощо), які можуть бути виділені в установленому порядку в самостійні об'єкти з подальшим складанням відповідного балансу й можуть бути зареєстровані як самостійні суб'єкти господарської діяльності [8].

Об'єктами оцінки в нематеріальній формі є такі об'єкти оцінки, які не існують у матеріальній формі, але дають змогу отримувати певну економічну вигоду. До об'єктів у нематеріальній формі належать:

- фінансові інтереси (частки (паї, акції), опціони, інші цінні папери та їх похідні, векселі, дебіторська й кредиторська заборгованості тощо);
- інші майнові права [8].

У російських стандартах оцінки наведена дещо інша класифікація об'єктів оцінки (рис. 3).

Таким чином, для цілей оцінки в РФ розрізняють рухоме та нерухоме майно. До *нерухомого майна* належать земельні ділянки, ділянки надр, окремі водні об'єкти та все, що пов'язано із землею, тобто всі об'єкти, приєднані до землі, підземні та надземні приєднання, переміщення яких без нанесення їм шкоди неможливе, у тому числі ліса, багаторічні насадження, будинки та споруди. Речі, що не відносяться до нерухомості, включаючи цінні папери, приносяться *рухомим майном* [9].

До *об'єктів інтелектуальної власності* відносяться:

- об'єкти промислової власності (патенти на винаходи, корисні моделі, промислові зразки, товарні

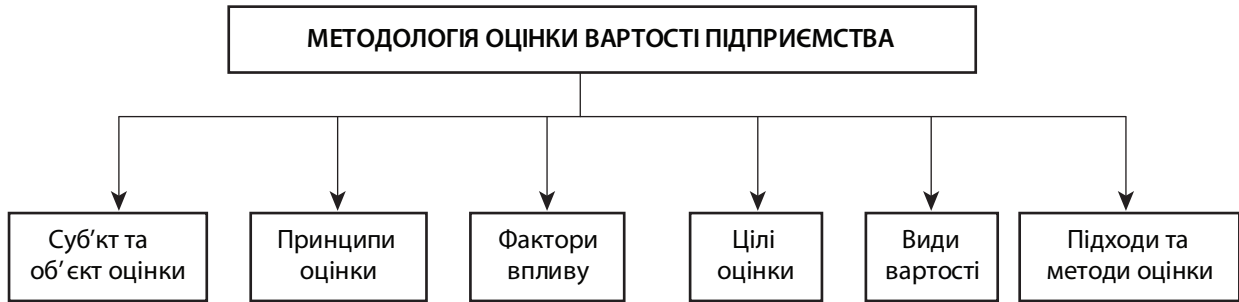


Рис. 1. Структура методології оцінки вартості підприємства



Рис. 2. Класифікація об'єктів оцінки згідно з Національними стандартами [8]

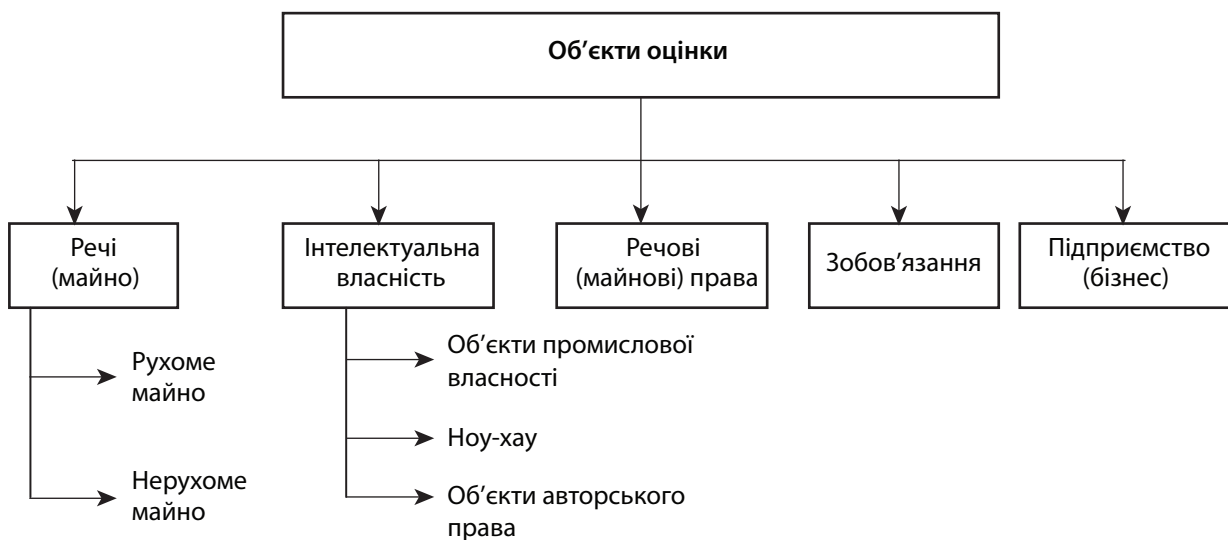


Рис. 3. Класифікація об'єктів оцінки згідно Федеральних стандартів оцінки РФ [9]

знаки, фірмові найменування тощо). Промислова власність розуміється у самому широкому сенсі і розповсюджується не тільки на промисловість та торгівлю, а й на галузі сільського господарства, добувної промисловості та на всі продукти промислового та природного походження;

- ноу-хау;
- об'єкти авторського права (наукові та художні твори, програми, бази даних тощо) [9].

Майновими правами є права на рухоме та нерухоме майно, включаючи: право власності, право господарчого ведення, право оперативного управління, право довірчого управління, право користування тощо [9].

Об'єктом оцінки можуть бути зобов'язання однієї особи та право вимоги іншої на здійснення або нездійснення окремих дій згідно з угодою, внаслідок заподіяння шкоди та з інших причин, визначених законодавством, у тому числі передачу майна, грошових коштів та здійснення робіт [9].

Підприємство (бізнес). У цілях оцінки під підприємством розуміють майновий комплекс, що використовується для здійснення підприємницької діяльності, як правило, у межах діяльності організації (юридичної особи) [9].

Отже, проаналізувавши законодавчі акти та запропоновані в науковій літературі з проблем оціночної діяльності класифікації об'єктів оцінки, зроблено висновок, що маються розбіжності в трактуванні їх переліку. Так, визначення, запропоновані в роботах [4, 6] не відображають повного переліку об'єктів оцінки та не реалізують комплексного підходу до їх визначення, адже акцентують увагу тільки на підприємстві як способі організації бізнесу у формі банку, компанії, фірми тощо, а варіант іншої групи авторів [5, 3, 7] хоча і більш повно відображає об'єкти оцінки, але залишає поза увагою такі вагомні його елементи, як підприємство (бізнес), нематеріальні об'єкти оцінки (виділяючи з них тільки право власності та право вимоги боргу), рухоме та нерухоме майно. Таким чином, вважаємо, що найбільш повна та обґрунтована класифікація запропонована Федеральними стандартами оцінки РФ. У той же час необхідно відзначити, що вона корелюється з класифікацією, наведеною Національними стандартами оцінки, які пропонують дещо інший варіант групування та деталізації.

Визначивши, що є об'єктами оцінки, важливо розуміти що вкладається в поняття *суб'єкта оцінки*. Згідно з тлумачним словником суб'єкт – це носій пізнавальної діяльності, джерело активності, що спрямована на об'єкт [2]. Отже, якщо керуватися даним визначенням, то можна погодитися з класифікацією суб'єктів оцінки, наведеної у ЗУ «Про оцінку майна, майнових прав та оціночну діяльність» [10] та ЗРФ «Про оціночну діяльність в Російській Федерації» [11], де суб'єктом оцінки є її активний та безпосередній учасник – оцінщик у вигляді фізичної або юридичної особи чи органів державної та місцевої влади [10]. Однак, на нашу думку, такий підхід суттєво звужує поняття суб'єкта оцінки та не відображає пасивних учасників самого процесу оцінки. На основі аналізу позицій економістів щодо даної проблематики [3 – 7, 10, 11, 22], пропонується така класифікація суб'єктів оцінки (рис. 4).

Таким чином, суб'єктів оцінки було умовно поділено на прямих учасників процесу оцінки та на непрямих. До *прямих суб'єктів оцінки* відносяться безпосередньо професійні оцінщики – зареєстровані в установленому законодавством порядку фізичні особи – суб'єкти підприємницької діяльності, а також юридичні особи незалежно від їх організаційно-правової форми та форми власності, які здійснюють господарську діяльність, у складі яких працює хоча б один оцінювач, та які отримали сертифікат суб'єкта оціночної діяльності відповідно до ЗУ «Про оцінку майна, майнових прав та оціночну діяльність» [10]. До *непрямих суб'єктів оцінки* належать суб'єкти, що чинять опосередкований вплив на сам процес оцінки та не є її безпосередніми учасниками. Так, державні органи та саморегулюючі організації контролюють та регулюють оціночну діяльність шляхом прийняття нормативно-правових актів, кодексів, ліцензій та ін. З іншого боку, споживачі оціночних послуг хоча і не є прямими учасниками процесу оцінки, все ж таки залишаються його невід'ємною складовою частиною, адже спрямовують та надають йому необхідного сенсу.

Теоретичним фундаментом процесу оцінки вартості підприємства є єдиний набір принципів оцінки. Згідно з національними стандартами оцінки принципи оцінки – це покладені в основу методичних підходів основні правила оцінки майна, які відображають соціально-економічні фактори та закономірності формування вартості майна [8].

В економічній літературі проблема класифікації та визначення економічної сутності принципів оцінки є достатньо розробленою, однак, на нашу думку, потребує узагальнення та систематизації. Так, при аналізі робіт вітчизняних та закордонних вчених [3 – 10, 12, 13 – 17] було виявлено чимало класифікацій принципів оцінки, в яких можна виділити принципи, що є загальними для всіх, а саме:

- пов'язані з ринковим середовищем;
- засновані на уявленнях користувача;
- пов'язані з експлуатацією власності;
- найкращого та найбільш ефективного використання.

Шляхом узагальнення, аналізу та систематизації принципів оцінки, усунення з них дублюючих було побудовано класифікацію принципів оцінки вартості підприємства (рис. 5).

Отже, до принципів, заснованих на уявленнях користувача, відносяться:

- корисності;
- заміщення;
- очікування.

До принципів, пов'язаних з експлуатацією власності, відносяться:

- внеску;
- залишкової продуктивності;
- зростаючої та зменшуваної віддачі;
- збалансованості;
- оптимального розміру підприємства в цілому та окремих його факторів;
- економічного розмежування та з'єднання прав власності;

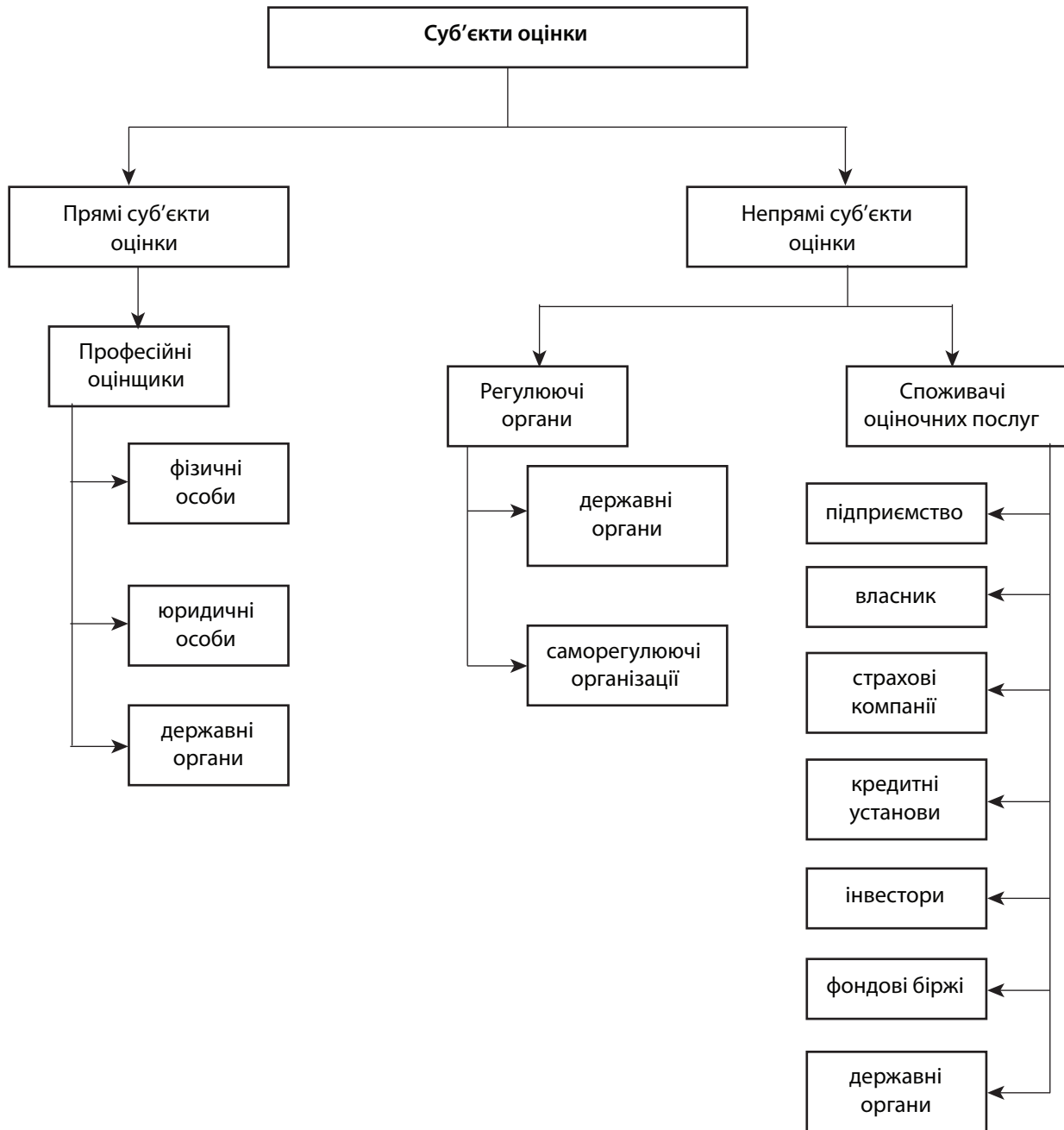


Рис. 4. Класифікація суб'єктів оцінки

▪ надлишкової продуктивності; принцип додаваності приведених вартостей.

До принципів, пов'язаних з ринковим середовищем, відносяться такі принципи:

- залежності;
- відповідності;
- попиту та пропозиції;
- конкуренції;
- зміни;
- майбутніх переваг;
- регресії;

▪ прогресії.

Синтезом трьох попередніх груп оціночних принципів є принцип найкращого та найбільш ефективного використання об'єкта, яке розуміється як юридично та технічно здійсненне та таке, що забезпечує власнику максимальну вартість оцінюваного майна.

До принципів, пов'язаних зі збором та аналізом інформації для оцінки вартості підприємства, відносяться такі:

- коректності вихідних даних;
- достовірності;
- цільової спрямованості;
- системності;
- багатокритеріальності;

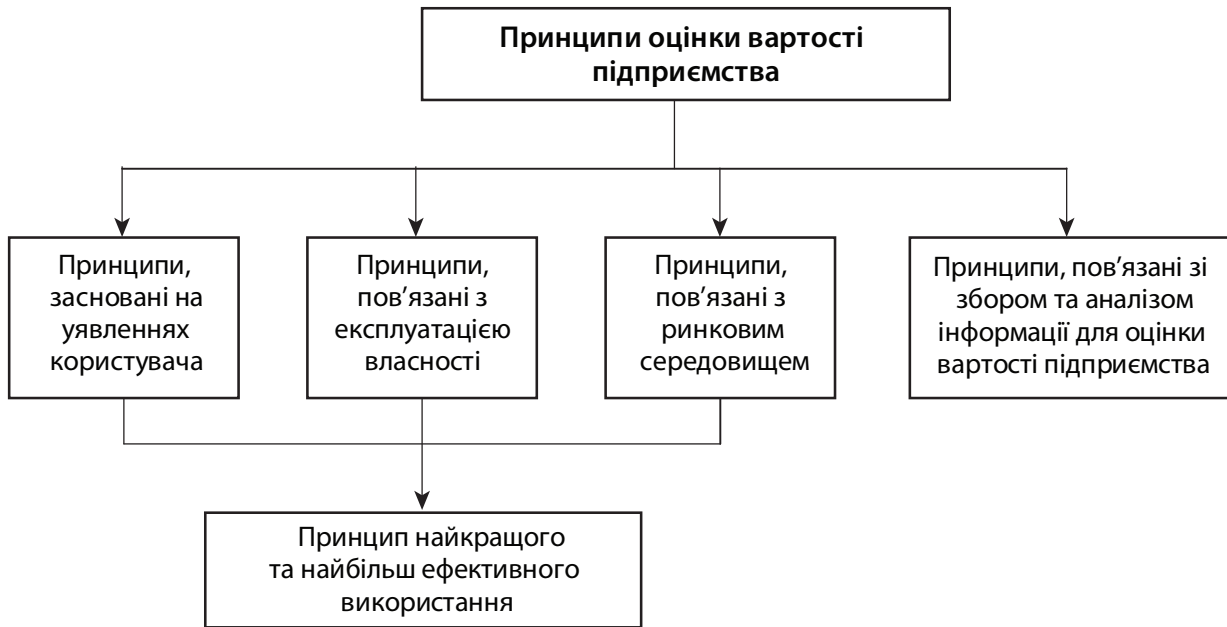


Рис. 5. Класифікація принципів оцінки вартості підприємства

- актуалізації результатів розрахунків;
- аналогії;
- оптимальності;
- принцип адекватності;
- верифіційованості.

Перелічені принципи можна вважати універсальними. Вони були сформульовані в результаті багаторічного досвіду вітчизняних і зарубіжних оцінювачів, є єдиною базою оцінки вартості будь-якого об'єкта та можуть бути використані для оцінки всіх видів вартості.

Наступним елементом методології оцінки вартості підприємства є визначення *факторів впливу*.

При визначенні вартості підприємства оцінщик аналізує вплив на неї різних макро- і мікроекономічних факторів. Макроекономічні показники характеризують інвестиційний клімат в державі, містять інформацію про те, чи вплинуть і як саме на діяльність підприємства зміни макроекономічної ситуації. Фактори макроекономічного ризику породжують систематичний ризик, що спричинений зовнішніми подіями та не може бути усунений диверсифікацією в межах національної економіки [5]. Однак, окрім макроекономічних факторів, вартість підприємства знаходиться під впливом і мікро- факторів, що додатково мають бути враховані оцінщиком при розрахунку вартості підприємства. Аналіз і систематизація праць науковців [3 – 5, 13, 20] дозволив згрупувати фактори впливу на вартість підприємства за окремими класифікаційними ознаками (рис. 6).

Таким чином, аналіз факторів, що впливають на вартість підприємства, становиться важливою задачею, рішення якої є необхідним для отримання обґрунтованої вартості підприємства [5].

Наступним важливим елементом методології оцінки вартості підприємства є *цілі*, адже професійний оцінщик у своїй діяльності завжди керується конкретною ціллю. Чітке

формулювання цілі дозволяє правильно визначити вид вартості, що розраховується та відповідно обрати метод розрахунку. Варто зазначити, що цілі оцінки визначають сторони, які беруть участь у процесі оцінки та діють у власних економічних інтересах [4]. Таким чином, залежно від споживачів оціночних послуг можна виділити такі цілі (табл. 1).

Залежно від того, хто є користувачем оціночних послуг та обраної цілі оцінки, визначається вид вартості, що має бути розрахований та в кінцевому результаті дати адекватні та об'єктивні відповіді на поставлені завдання. Задля узагальнення та систематизації видів вартості, що існують в теорії та практиці оціночної діяльності, було проаналізовано ряд робіт учених-економістів, практиків-оцінщиків та нормативно-правові документи різних країн світу. У результаті зазначеного аналізу було виявлено розбіжності не тільки у визначенні сутності видів вартості в різних державах, а й у переліку самих видів вартості, які є представленими в стандартах оцінки однієї країни і не розраховуються в іншій. Дана проблематика спричинена в першу чергу невідповідністю стандартів бухгалтерського обліку в різних країнах, специфікою законодавства, рівнем розвитку окремих ринків країни тощо. Аналіз відповідності видів вартості представлених в Стандартах оцінки країн світу наведено в табл. 2 – табл. 5.

Отже при формуванні класифікації видів вартості, що використовуються при оцінці в різних цілях в умовах вітчизняної економіки, за основу було обрано види вартості, представлені в Національних стандартах оцінки України, та розширені окремими видами вартості, що обґрунтовано пропонуються вітчизняними науковцями (рис. 7).

Сутність вищенаведених видів вартості наведено в табл. 6.

Для розрахунку розглянутих видів вартості застосовується ряд підходів і методів оцінки вартості підприємства. Аналіз праць вітчизняних і зарубіжних вчених [25, 3, 14, 17, 4, 2, 5, 13, 27, 6, 28, 29, 1, 30, 12, 31] показав, що багато із запро-

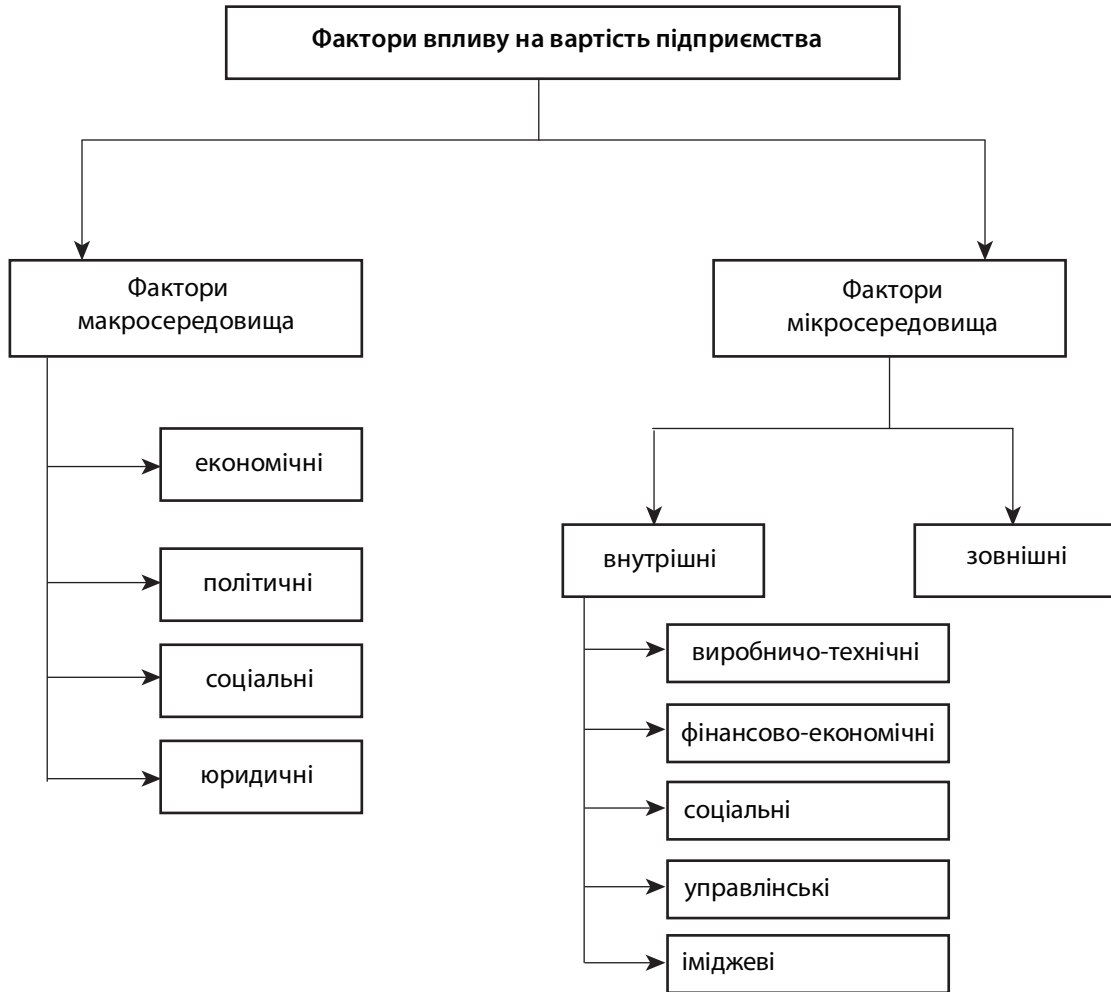


Рис. 6. Класифікація факторів впливу на вартість підприємства

Таблиця 1

Класифікація цілей оцінки вартості підприємства в залежності від споживача оціночних послуг

Споживачі оціночних послуг	Цілі оцінки вартості підприємства
1	2
Підприємство	Підвищення ефективності управління підприємством
	Прийняття обґрунтованих управлінських рішень
	Оцінка якості управління підприємством
	Забезпечення фінансової безпеки
	Розробка плану розвитку підприємства
	Оцінка вартості частини майна підприємства
	Визначення величини орендної плати при здачі бізнесу в оренду
	Переоцінка ОФ для бухгалтерського обліку
	Визначення вартості цінних паперів у разі купівлі-продажу підприємства на фондовому ринку
Власник	Визначення вартості підприємства у разі його купівлі-продажу в цілому або частково
	Визначення вартості підприємства у разі його ліквідації, злиття, поглинання або виділення
	Складання консолідованої звітності та розподільчих балансів
	Встановлення розміру виручки для впорядкованої ліквідації
	Внесення майна у статутний капітал підприємства
	Додаткова емісія акцій
	Встановлення частки співвласників у разі підписання (розірвання) угоди або смерті одного з партнерів
	Вибір варіанту розпорядження власністю

1	2
Інвестори	Здійснення інвестиційного проекту Викуп акцій у акціонерів
Кредитні установи	Визначення кредитоспроможності підприємства Визначення вартості застави при кредитуванні
Страхові компанії	Встановлення розміру страхового внеску Визначення суми разових виплат
Державні органи	Визначення бази оподаткування Підготовка підприємства до приватизації Здійснення процедури банкрутства Оцінка для судових цілей
Фондові біржі	Розрахунок кон'юнктурних характеристик Перевірка обґрунтованості котувань цінних паперів

Таблиця 2

Відповідність видів вартості в Національних стандартах оцінки та в Міжнародних стандартах оцінки

Національні стандарти оцінки	Міжнародні стандарти оцінки	Примітка
Ринкова вартість	Ринкова вартість	Відповідає по суті
Вартість заміщення	Вартість заміщення (витрати на заміщення)	Відповідає по суті
Вартість відтворення	Вартість відтворення (витрати на відтворення)	Відповідає по суті
Залишкова вартість заміщення (відтворення)	Залишкова вартість заміщення	Відповідає по суті
Вартість у використанні	Ринкова вартість при існуючому використанні	Відповідає по суті
Вартість ліквідації	Утилізаційна вартість	Відповідає по суті
Спеціальна вартість	Спеціальна вартість	Відповідає по суті
Ліквідаційна вартість	Ліквідаційна вартість	Відповідає по суті
Оціночна вартість	–	
Інвестиційна вартість	Інвестиційна вартість	Відповідає по суті
Поточна вартість	–	
Чиста вартість реалізації	Чиста вартість реалізації	Відповідає по суті
Страхова вартість	Страхова вартість	Відповідає по суті
Переоцінена вартість	Переоцінена вартість	Не відповідає по суті
Заставна вартість	–	
–	Вартість, що оподатковується	
–	Майно з обмеженим ринком	
–	Вартість діючого підприємства	
–	Ефективна вартість	
–	Вартість, що амортизується	
–	Відтворювана вартість	
–	Об'єктивна вартість	
–	Споживча вартість	

понованих методів у межах того чи іншого підходу дублюють одне одного являючи собою не самостійний метод, а лише модифікацією основного. Тому на основі систематизації та узагальнення зазначених робіт було сформовано укрупнену класифікацію методів оцінки вартості підприємства у межах традиційних та нових підходів до оцінки (рис. 8).

Отже, при доходному підході за основу розрахунків береться дохід як основний фактор, що визначає величину вартості об'єкта. Чим більший дохід, який приносить об'єкт оцінки, тим більше величина його ринкової вартості при інших рівних умовах. При застосуванні доходного підхо-

ду велике значення мають тривалість періоду отримання доходів, ступень і вид ризику тощо. Доходний підхід – це визначення поточної вартості майбутніх доходів, які виникають у результаті використання власності та можливості її подальшого продажу [4]. У межах доходного підходу виділяють дві групи методів:

- методи капіталізації доходів;
- методи дисконтування доходів.

До методів капіталізації доходів можна віднести метод капіталізації чистих грошових потоків, метод капіталізації

Таблиця 3

Відповідність видів вартості в Національних стандартах оцінки та в Європейських стандартах оцінки

Національні стандарти оцінки	Європейські стандарти оцінки	Примітки
Ринкова вартість	Ринкова вартість	Відповідає по суті
Вартість заміщення	Валова вартість заміщення	Відповідає по суті
Вартість відтворення	Валова вартість відтворення	Відповідає по суті
Залишкова вартість заміщення (відтворення)	Залишкова вартість заміщення	Практично відповідає по суті
Вартість у використанні	Ринкова вартість при існуючому використанні	Відповідає по суті
Вартість ліквідації	–	
Спеціальна вартість	–	
Ліквідаційна вартість	–	
Оціночна вартість	–	
Інвестиційна вартість	–	
Поточна вартість	Вартість в поточних цінах	Не відповідає по суті
Чиста вартість реалізації	–	
Страхова вартість	–	
Переоцінена вартість	–	
Заставна вартість	–	
–	–	
–	–	
–	Від'ємна вартість	
–	Вартість при альтернативному використанні	

Таблиця 4

Відповідність видів вартості в Національних стандартах оцінки та в Федеральних стандартах оцінки

Національні стандарти оцінки	Федеральні стандарти оцінки	Примітка
Ринкова вартість	Ринкова вартість	Відповідає по суті
Вартість заміщення	Вартість заміщення	В ФСО враховується знос
Вартість відтворення	Вартість відтворення	В ФСО враховується знос
Залишкова вартість заміщення (відтворення)	–	
Вартість у використанні	Вартість при існуючому використанні	Відповідає по суті
Вартість ліквідації	Утилізаційна вартість	Відповідає по суті
Спеціальна вартість	Спеціальна вартість	Відповідає по суті
Ліквідаційна вартість	Ліквідаційна вартість	Відповідає по суті
Оціночна вартість	–	
Інвестиційна вартість	Інвестиційна вартість	Відповідає по суті
Поточна вартість	–	
Чиста вартість реалізації	–	
Страхова вартість	–	
Переоцінена вартість	–	
Заставна вартість	–	
–	Вартість об'єкта оцінки для цілей оподаткування	
–	Вартість об'єкта з обмеженим ринком	

валових грошових потоків і метод капіталізації прибутку. Оскільки в даних випадках за основу капіталізації беруться різні характеристики майбутніх доходів компанії, що оцінюються, то і ставки капіталізації будуть відрізнятися одна від одної [30]. Варто зазначити, що метод капіталізації застосовується для спрощення та прискорення розрахунку вартості підприємства [25]. Його сутність полягає в розра-

хунку поточної вартості майбутніх доходів, отриманих від використання об'єкта, за допомогою коефіцієнта капіталізації [3]. Загальна формула вартості підприємства, розрахована зазначеним методом, має такий вигляд:

$$V = \frac{NOR}{R},$$

Відповідність видів вартості в Національних стандартах оцінки та в Американських стандартах оцінки

Національні стандарти оцінки	Американські стандарти оцінки	Примітка
Ринкова вартість	Обґрунтована ринкова вартість	Відповідає по суті
Вартість заміщення	Повна вартість заміщення	Відповідає по суті
Вартість відтворення	Повна вартість відтворення	Відповідає по суті
Залишкова вартість заміщення (відтворення)	–	
Вартість у використанні	–	
Вартість ліквідації	–	
Спеціальна вартість	–	
Ліквідаційна вартість	–	
Оціночна вартість	–	
Інвестиційна вартість	–	
Поточна вартість	–	
Чиста вартість реалізації	–	
Страхова вартість	–	
Переоцінена вартість	–	
Заставна вартість	–	
–	Вартість діючого підприємства	

де V – вартість, NOR – періодичний дохід, R – ставка капіталізації.

Отже, для розрахунку вартості методом капіталізації необхідно здійснити основні процедури, а саме:

- аналіз фінансової звітності, її нормалізація та трансформація;
- вибір величини прибутку, що буде капіталізуватися;
- розрахунок адекватної ставки капіталізації;
- визначення попередньої величини вартості;
- проведення поправок на наявність активів, що не функціонують;
- проведення поправок на контрольний або неконтрольний характер частки, що оцінюється, а також на недостатню ліквідність [25].

Одним із основних етапів є розрахунок ставки капіталізації. Ставка капіталізації – це показник, який перераховує доходи компанії в її вартість і може бути розрахований на підставі ставки дисконту [16]. При цьому враховується як чистий прибуток, що отримується від експлуатації об'єкта оцінки, так і повернення основного капіталу, який був витрачений на придбання об'єкта оцінки. Коефіцієнт капіталізації, що враховує ці дві складові, називається *загальним коефіцієнтом капіталізації* [25]. В економічній літературі виділяють декілька підходів до визначення ставки капіталізації. Один із найпростіших – метод прямої капіталізації (полягає у порівнянні об'єкта оцінки з об'єктами-аналогами, при цьому вважається, що у схожих об'єктів однакова ставка капіталізації) [25]. При застосуванні методу прямої капіталізації виділяють два підходи:

- метод ринкової екстракції для ідентичних об'єктів (заснований на статистичній обробці ринкової інформації про величину чистого операційного доходу та цін продажу ідентичних об'єктів):

$$R = \frac{NOR}{n} \sum_{i=1}^n R_i,$$

де NOR – чистий операційний дохід за рік, n – кількість ідентичних об'єктів оцінки, R_i – коефіцієнт капіталізації i -го об'єкта, що розраховується за формулою:

$$R_i = \frac{NOR_i}{V_i},$$

де NOR_i – чистий операційний дохід від експлуатації i -го ідентичного об'єкта за рік, V_i – вартість i -го ідентичного об'єкта оцінки;

- метод ринкової екстракції для різнорідних об'єктів (застосовується у разі, коли як аналог можна підібрати тільки достатньо далекі одне від одного за характеристикою об'єкти):

$$R = \sum_{j=1}^k R_j \cdot v_{ij}^2,$$

де R_j – коефіцієнт капіталізації i -го об'єкта аналога, v_{ij} – ваговий коефіцієнт об'єкта-аналога, отриманий шляхом порівняння характеристик об'єкта оцінки та аналога, k – кількість об'єктів-аналогів.

При застосуванні методу капіталізації за нормою віддачі вартість об'єкта оцінки розраховується за допомогою ставки (коефіцієнта) рекапіталізації. Ставка рекапіталізації – норма повернення капіталу, що характеризує можливість повернути витрачені кошти шляхом перепродажу підприємства до моменту, коли доходи від нього перестануть надходити. З урахуванням того, що існує три способи визначення ставки рекапіталізації (моделі Інвуда, Хоскальда і Рінга) поточна вартість об'єкта оцінки може бути розрахована за допомогою таких формул [25]:

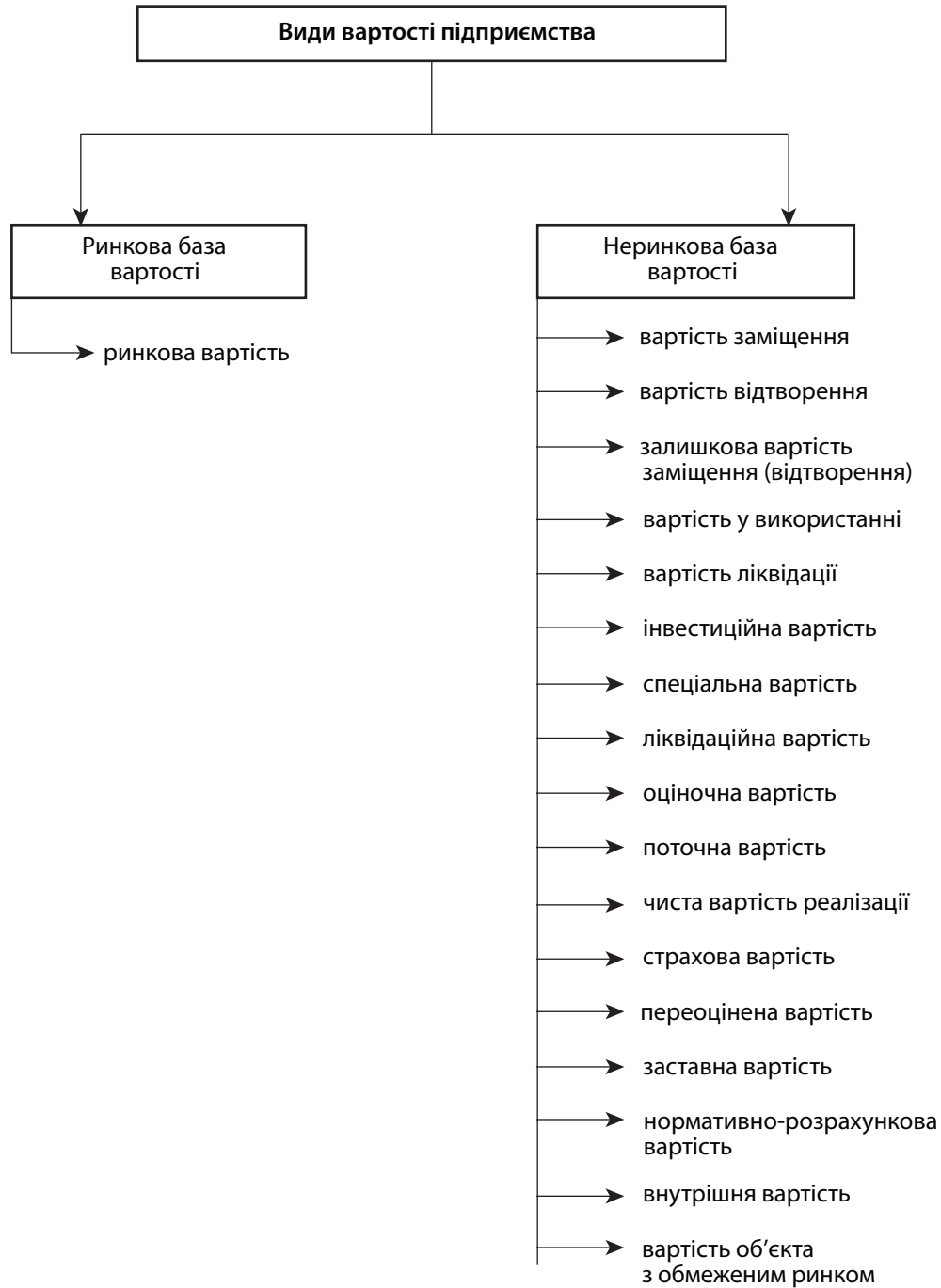


Рис. 7. Класифікація видів вартості

- *модель Рінга* (метод прямолінійної рекапіталізації – передбачає, що повернення суми інвестованого капіталу відбувається щорічно річними частинами):

$$V = \frac{NOR}{i + \frac{D}{n}}$$

де i – ставка дисконту, D – майбутня вартість грошової одиниці, за яку було придбано майно на початку існування підприємства, n – фіксований строк існування підприємства;

- *модель Інвуда* (рекапіталізація за коефіцієнтом дохідності інвестицій – полягає в тому, що ставка рекапіталізації як складова частина капіталізації дорівнює поточній нормі дохідності з інвестицій у разі інвестування в той же об'єкт):

$$V = \frac{NOR}{i + \frac{1}{S_n}(n, i)}$$

Сутність видів вартості, що використовуються у вітчизняній практиці оцінки

Вид вартості	Сутність
1	2
Ринкова вартість	Вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу [8]
Вартість об'єкта з обмеженим ринком	Вартість об'єкта оцінки, продаж якого на відкритому ринку неможливий або потребує додаткових витрат у порівнянні із витратами, необхідними для продажу об'єктів, що вільно продаються на ринку [3]
Вартість у використанні	Вартість об'єкта оцінки, що розраховується виходячи із існуючих умов та цілей його використання [6]. Варто зазначити, що при розрахунку даного типу вартості не враховується принцип найкращого та найбільш ефективного використання [8]
Ліквідаційна вартість	Вартість об'єкта оцінки у разі якщо він має бути відчужений в строки менші за звичайні строки експозиції аналогічних об'єктів [6]. В економічній літературі виділяють як мінімум чотири види ліквідаційної вартості: упорядкована ліквідаційна вартість (вартість, що розраховується при проведенні ліквідації в строки, достатні для отримання максимальної ціни [6]), примусова ліквідаційна вартість (вартість, що розраховується при проведенні ліквідації в достатньо стислі строки, що дає меншу ціну [6]), залишкова вартість акціонерного капіталу (вартість, на яку можуть сподіватися власники простих акцій, майнові вимоги яких розглядаються в останню чергу [22]) та ефективна чиста вартість (сума залишкової вартості акціонерного капіталу та номінальної вартості субординованого боргу [22])
Заставна вартість	Вартість об'єкта як предмета застави. У даному випадку об'єкт оцінки оцінюється за ринковою вартістю без включення до неї суми податку на додану вартість [8]
Страхова вартість	Вартість, що визначається на умовах страхової угоди. Окремим випадком страхової вартості є компенсаційна вартість – грошова сума, яка необхідна для заміщення, поточного чи капітального ремонту застрахованого активу з метою приведення його в той самий, але не кращий стан, ніж той, в якому він перебував на момент завдання збитків [22]
Інвестиційна вартість	Вартість об'єкта оцінки, що визначається виходячи з його доходності для конкретної особи при заданих інвестиційних цілях. Інвестиційна вартість визначається на основі індивідуальних вимог до інвестицій. Типовий інвестор, інвестуючи у бізнес, прагне отримати як вкладений капітал так і прибуток на вкладений капітал, тому розрахунок інвестиційної вартості здійснюється виходячи з доходів, що очікуються інвестором, та конкретної ставки капіталізації [6]. Окремим випадком інвестиційної вартості є скоригована поточна вартість – чиста поточна вартість, яка визначається при фінансуванні за рахунок пайових внесків і є скоригованою на розмір чистої поточної вартості додаткових ефектів від інших форм фінансування [22]
Вартість ліквідації	Вартість, яку очікується отримати за об'єкт оцінки, що вичерпав корисність відповідно до своїх первісних функцій. [8]. Тісно пов'язана з вартістю ліквідації скрапова вартість, що передбачає вторинну вартість маси матеріалів, з яких складається об'єкт, що оцінюється [4]
Вартість заміщення об'єкта оцінки	Сума витрат на створення об'єкта, аналогічного об'єкту оцінки, в ринкових цінах, що діють на дату оцінки, з урахуванням зносу об'єкта оцінки [3]
Вартість відтворення об'єкта оцінки	Сума витрат в ринкових цінах, що діють на дату оцінки, на створення об'єкту, ідентичного об'єкту оцінки, із застосуванням ідентичних матеріалів та технологій, з урахуванням зносу об'єкта оцінки [3]
Залишкова вартість заміщення (відтворення)	Вартість заміщення (відтворення) об'єкта оцінки за вирахуванням всіх видів зносу [8]
Спеціальна вартість	Сума ринкової вартості та надбавки до неї, яка формується за наявності нетипової мотивації чи особливої зацікавленості потенційного покупця в об'єкті оцінки [8]
Оціночна вартість	Вартість, яка визначається за встановленим алгоритмом та складом вихідних даних [8]
Поточна вартість	Вартість, приведена у відповідність із цінами на дату оцінки шляхом дисконтування або використання фактичних цін на дату оцінки [8]

1	2
Переоцінена вартість	Вартість, що розраховується для проведення оцінки активів для цілей бухгалтерського обліку з урахуванням того, що: справедлива вартість активу дорівнює його ринковій вартості; справедлива вартість активу, який може бути віднесений до спеціалізованого майна, майна спеціального призначення або спеціальної конструкції, дорівнює його залишковій вартості заміщення (відтворення); ліквідаційна вартість активу дорівнює його вартості ліквідації; надлишкові активи оцінюються з урахуванням принципу їх найбільш ефективного використання із застосуванням такої бази оцінки як ринкова або вартість ліквідації [8]
Чиста вартість реалізації	Ринкова або неринкові види вартості, що визначаються для цілей продажу об'єктів оцінки, за вирахуванням витрат, що супроводжують продаж, у тому числі пов'язаних із сплатою ПДВ [8]
Нормативно-розрахункова вартість	Вартість майнового комплексу, яка розраховується на підставі затверджених відповідними органами управління методик та нормативів [23]. Для цього застосовуються єдині шкали нормативів (ставок, коефіцієнтів) для певних типів майнових комплексів, що розглядаються. Показник нормативно-розрахункової вартості майнового комплексу застосовується в практиці податкової адміністрації та органів державного страхування майна. Також цей показник застосовують судово-виконавчі органи для оцінки шкоди за позовами [16]
Внутрішня (фундаментальна вартість)	Вартість, що передбачає аналітичну оцінку вартості підприємства, основу на глибокому вивченні та аналізі існуючого фінансового та техніко-економічного стану підприємства та очікуваних внутрішніх можливостей його розвитку у майбутньому. Визначення внутрішньої вартості передбачає врахування усіх позитивних та негативних перспектив розвитку підприємства та ефекту цілісності системи. Таким чином, внутрішня вартість залежить від суб'єктивних аналітичних можливостей незалежного експерта-оцінювача [24]

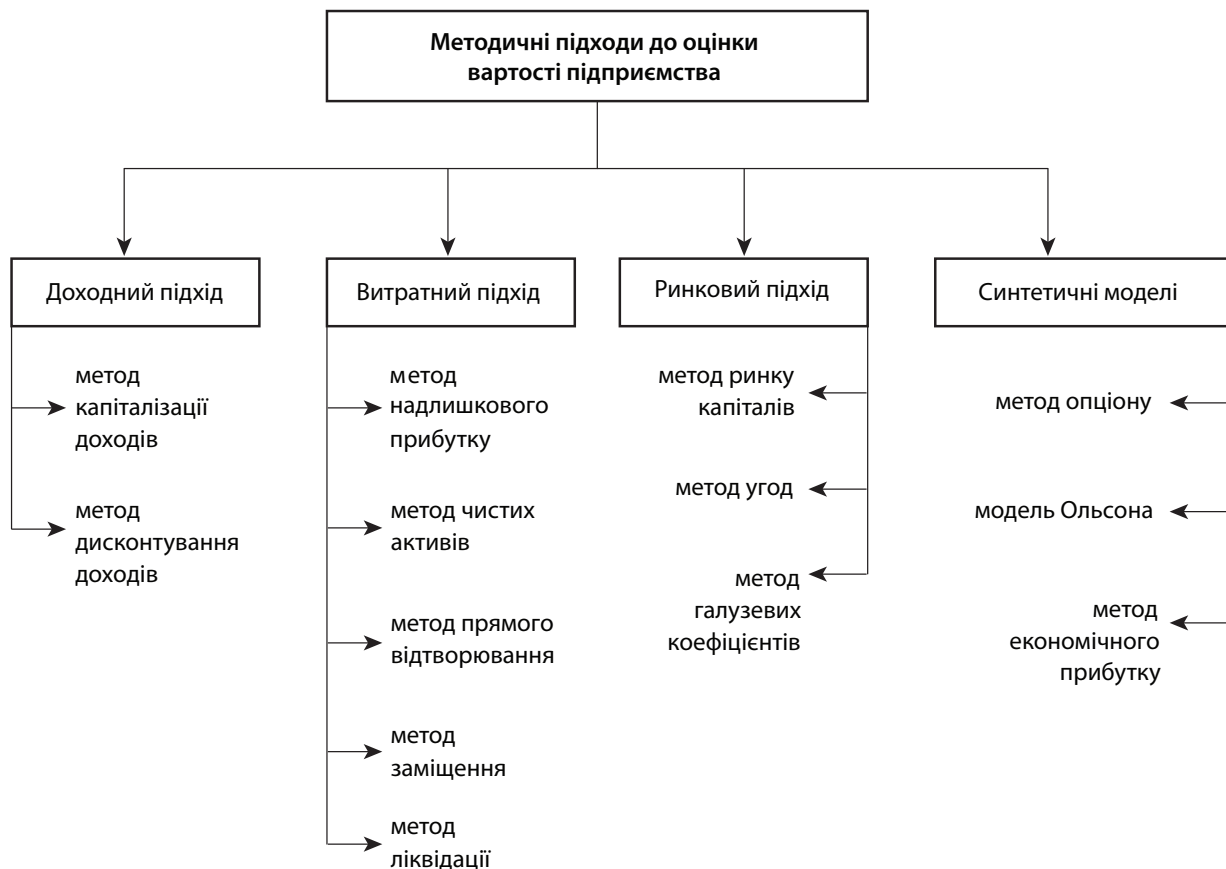


Рис. 8. Методичні підходи до оцінки вартості підприємства

де $1/S_n$ – ставка рекапіталізації, i – ставка дисконту, n – період корисного використання підприємства:

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

- *модель Хоскальда* (рекапіталізація за безризиковою ставкою відсотка – передбачає, що отримані від експлуатації підприємства доходи інвестуються не в підприємство, а в без ризикові проекти зі ставкою доходу RF):

$$V = \frac{NOR}{1 + \frac{1}{S_n(n, RF)}}$$

де $1/S_n$ – ставка рекапіталізації, RF – ставка дохідності за без ризиковими проектами:

$$\frac{1}{S_n} = \frac{R}{(1+R)^n - 1}$$

де R – безризикова норма доходу.

У разі якщо прогнозується отримання змінних грошових потоків від довгострокової експлуатації підприємства ряд економістів [3, 6, 25, 27] пропонують застосовувати *модель Гордона* для розрахунку вартості підприємства:

$$V = \frac{NOR_1}{i - \alpha}$$

де NOR – грошовий потік за перший період залишкового періоду корисного використання підприємства, i – ставка дисконту, α – умовно-постійний темп приросту доходів від діяльності підприємства в залишковому періоді його корисного використання, що розраховується за формулою:

$$\alpha = \frac{(NOR_t - NOR_{t-1})}{NOR_{t-1}} = Const.$$

Друга група методів в межах доходного підходу – це методи дисконтування. Методи дисконтування поділяються на дисконтування чистого грошового потоку та дисконтування майбутнього прибутку. Головна різниця між ними полягає в тому, що різниця в інформації, яка використовується при застосуванні того чи іншого методу, в кінцевому результаті продукує різні ставки дисконтування. У цьому виявляються відмінності в ризиках отримання чистого грошового потоку або майбутнього прибутку [30].

У цілому метод дисконтування передбачає, що вартість підприємства сьогодні дорівнює сумі його майбутніх грошових потоків, дисконтованих за ставкою r , що відповідає ризикам діяльності цього підприємства [25]. У загальному вигляді вартість підприємства, розраховану за методом дисконтування, можна представити в такому вигляді:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

де n – тривалість майбутнього використання активів, CF_t – грошовий потік (сума надходжень від діяльності об'єкта оцінки, що прогнозується) за період t , r – ставка дисконту, яка враховує ризики, пов'язані з інвестуванням капіталу.

Таким чином, процедура розрахунку вартості об'єкта оцінки методами дисконтування передбачає реалізацію таких етапів:

- вибір моделі грошового потоку;
- визначення тривалості прогнозного періоду;
- ретроспективний аналіз та прогноз валової виручки від реалізації;
- аналіз та прогноз витрат;
- розрахунок величини грошового потоку для кожного року прогнозного періоду;
- визначення ставки дисконту;
- розрахунок величини вартості в постпрогнозний період;
- розрахунок поточних вартостей майбутніх грошових потоків та вартостей в постпрогнозний період;
- внесення підсумкових поправок.

Одним з найбільш відповідальних етапів процесу дисконтування є розрахунок ставки дисконту. Отже, ставка дисконту – відсоткова ставка, що використовується для перерахунку майбутніх потоків доходів у величину поточної вартості, яка є базою визначення ринкової вартості підприємства. Для інвестора ставка дисконту є ставкою доходу за альтернативним варіантом інвестицій з відповідним рівнем ризику на дату оцінки [3].

Залежно від того, яку модель грошового потоку було обрано – грошовий потік для власного капіталу або грошовий потік для всього інвестованого капіталу, – обирається той чи інший метод розрахунку ставки дисконту.

В економічній літературі [25, 3, 14, 17, 4, 2, 5, 13, 27, 6, 28, 29, 1, 30, 12, 31] виділяють такі методи розрахунку ставки дисконту для грошового потоку на власний капітал:

- *модель оцінки капітальних активів* (CAPM – Capital Asset Pricing Model):

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C,$$

де R – ставка дисконту, R_f – без ризикова ставка доходу, R_m – загальна доходність ринку в цілому (середньоринкового портфелю цінних паперів), S_1 – премія для малих підприємств, S_2 – премія за ризик, характерний для окремого підприємства, C – ризик країни, β – бета-коефіцієнт (є мірою системного ризику, пов'язаного з макроекономічними та політичними процесами, що відбуваються в країні).

Модель CAPM заснована на аналізі масивів інформації фондового ринку, конкретно – змін доходності вільних у обігу акцій. При використанні моделі для розрахунку ставки дисконту для закритих компаній мають бути внесені додаткові коригування (наприклад, коригування результату за допомогою знижки за недостатню ліквідність) [3, 30].

- *метод кумулятивної побудови*. Даний метод відрізняється від попереднього тим, що в його структурі до номінальної безризикової ставки додається сукупна премія за інвестиційні ризики, що складається з премій за окремі (несистемні) ризики, які відносяться до даного проекту [6]:

$$R = R_f + d_1 \times R_1 + d_2 \times R_2 + \dots + d_n \times R_n,$$

де R_f – безризикова ставка доходності, R_1 – премія за ризик інвестування в акції, R_2 – премія за якість менеджменту, R_n – премія за інші (додаткові) ризики підприємства, d_1, d_2, \dots, d_n – оцінка вагомості ризиків.

У межах методу, що розглядається, оцінюють такі ризики: ризик «ключової фігури», ризики недостатньої диверсифікованості (ринків збуту, продукції, капіталу тощо), ризики контрактів, ризик фінансової стійкості підприємства тощо [25];

- *арбітражна теорія ціноутворення* передбачає, що доходність власного капіталу розраховується з урахуванням факторів, що на неї впливають [32]:

$$R = \lambda_0 + \lambda_1 \beta_1 + \lambda_2 \beta_2 + \dots + \lambda_n \beta_n,$$

де λ_0 – доходність без ризикових вкладів, λ_i – премія за ризик, що обумовлений відповідним фактором, β_i – чуттєвість очікуваної доходності на зміну значення відповідного фактора ризику, n – кількість факторів ризику;

- *трьохфакторна модель Фамі – Френча* передбачає, що доходність власного капіталу залежить від трьох факторів: ринкового індексу, розміру капіталізації та відношення балансової (різниця між вартістю активів та зобов'язань) і ринкової вартості (за капіталізацією акцій) [30]:

$$R = R_f + (b_i \times ERP) + (s_i \times SMBP) + (h_i \times HMLP),$$

де R_f – безризикова ставка доходності, b_i – коефіцієнт регресії по фактору премії за ринковий ризик, ERP – очікувана премія за ринковий ризик, s_i – коефіцієнт регресії за фактором розбіжності доходності малих і крупних підприємств, $SMBP$ – премія за розмір капіталу компанії, h_i – коефіцієнт регресії по фактору «балансова вартість – ринкова вартість», $HMLP$ – розбіжність доходності акцій з високим та низьким коефіцієнтом «балансова вартість – ринкова вартість».

Для розрахунку ставки дисконту для всього інвестованого капіталу застосовують модель середньозваженої вартості капіталу (WACC). У цьому випадку ставка дисконту характеризує вартість залучення капіталу підприємства із різних джерел [25]. Середньозважена вартість капіталу розраховується таким чином:

$$WACC = k_d(1 - t_c) w_d + k_p w_p + k_s w_s,$$

де k_d – вартість залучення позикового капіталу, t_c – ставка податку на прибуток підприємства, w_d – частка позикового капіталу в структурі капіталу підприємства, k_p – вартість залученого акціонерного капіталу (привілейовані акції), w_p – частка привілейованих акцій в структурі капіталу підприємства, k_s – вартість залучення акціонерного капіталу (прості акції), w_s – частка простих акцій в структурі капіталу підприємства.

Аналізуючи зміст дохідних методів оцінки вартості підприємства, можна зробити висновок, що основною відмінністю між зазначеними групами методів є те, що методи капіталізації застосовується за умови, що прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід, отримання яко-

го не обмежується в часі. Метод дисконтування навпаки застосовується в разі, коли прогнозовані грошові потоки від використання об'єкта є неоднаковими за величиною, непостійними протягом визначеного періоду прогнозування або їх отримання обмежене в часі [8].

Наступний методичний підхід до оцінки вартості підприємства (рис. 8) є витратний підхід, який розглядає вартість підприємства з точки зору понесених витрат. При цьому балансова вартість активів та зобов'язань підприємства, як правило, не відповідає ринковій вартості, тому постає необхідність коригування балансової вартості [6]. У межах витратного підходу виділяють такі методи оцінки:

1. Метод чистих активів – передбачає встановлення ринкової вартості активів шляхом коригування даних балансу, за винятком ринкової вартості зобов'язань. Розрахунок вартості відбувається у декілька етапів:

- аналіз звітного балансу та іншої документації підприємства (передбачає підтвердження фінансової звітності підприємства незалежним аудитором та складання уточнюючого балансу);
- складання «економічного балансу»;
- визначення вартості активів та вартості зобов'язань (визначається на основі даних економічного балансу підприємства);
- визначення вартості підприємства (дорівнює економічній вартості активів за винятком економічної вартості зобов'язань) [3].

2. Метод заміщення – передбачає оцінку вартості підприємства виходячи з витрат на повне заміщення його активів для збереження господарського профілю. Цей метод орієнтований тільки на оцінку матеріальних активів та має сенс для капіталомістких підприємств [31].

3. Метод прямого відновлення – передбачає розрахунок усіх витрат, які є необхідними для створення точної копії об'єкта оцінки. Ці витрати розглядаються як відновлена вартість об'єкта оцінки. Варто зазначити, що даний метод враховує вартість нематеріальних активів, таких як авторські права, патенти, програми тощо [31].

4. Метод ліквідації використовується у разі, коли підприємство зупиняє свою діяльність, продає активи та покриває свої зобов'язання [31]. Ліквідаційна вартість залежить від характеру ліквідації. Якщо можлива упорядкована ліквідація, то розпродаж активів може проводитися протягом розумного періоду часу, що забезпечить максимально можливу ціну кожного активу. Примусова ліквідація передбачає, що активи продаються на стільки швидко, наскільки це можливо. Варто зазначити, що при розрахунку ліквідаційної вартості виключається гудвіл та вартість інших матеріальних активів дорівнює нулю [16].

5. Метод надлишкового прибутку – спрямований на оцінку нематеріальних активів підприємства. Оцінка ринкової вартості сукупних нематеріальних активів полягає у виявленні тієї частки прибутків підприємства, яку воно отримує регулярно та яка не може бути обґрунтована наявністю оцінених матеріальних активів (надлишковий

прибуток), та її подальшої капіталізації. Алгоритм розрахунку вартості підприємства за допомогою методу надлишкового прибутку такий:

- розрахунок показника «зняття прибутку з чистих матеріальних активів» по галузі, до якої належить об'єкт оцінки:

$$K = \frac{П}{ЧМА},$$

де $П$ – чистий прибуток, $ЧМА$ – чисті матеріальні активи (різниця між залишковою балансовою вартістю матеріальних активів та кредиторською заборгованістю);

- розрахунок прибутку від матеріальних активів для об'єкта оцінки на основі розрахованого показника «зняття прибутку з чистих матеріальних активів»:

$$П_{оч} = ЧМА \times K;$$

- розрахунок прибутку, отриманого від використання нематеріальних активів:

$$П_{над} = П_{ок} - П_{оч},$$

де $П_{ок}$ – регулярний прибуток підприємства, $П_{оч}$ – прибуток, що очікується від використання чистих матеріальних активів;

- капіталізації прибутку від реалізації нематеріальних активів [26].

Альтернативою витратного підходу є ринковий (порівняльний підхід). Даний методичний підхід ґрунтується на порівнянні об'єкта оцінки з аналогічними об'єктами оцінки, відносно яких є інформація про ціни угод з ними або про ринкову вартість їх акцій, які котируються на фондових біржах [6]. Виходячи з цього, головна умова використання даного підходу – наявність сформованого ринку, на якому оцінювач має змогу отримати інформацію про здійснену угоду купівлі-продажу компанії, яка є аналогом оцінюваної. Крім цього, використання даного підходу можливе лише при наявності доступної різнобічної інформації не тільки в оцінюваному підприємстві, а й у компаніях-аналогах, які були відібрані оцінювачем у процесі оцінки. В умовах сучасної української економічної ситуації ці необхідні умови часто роблять ринковий підхід важко застосовуваним [16].

Економісти [25, 3, 14, 17, 4, 2, 5, 13, 27, 6, 28, 29, 1, 30, 12, 31] у межах даного підходу виділяють метод ринку капіталу, метод угод та метод галузевих коефіцієнтів.

1. Метод ринку капіталу базується на використанні цін, що сформувалися на відкритому фондовому ринку. Базою для порівняння є ціна за одну звичайну акцію схожих підприємств на фондовому ринку. При цьому варто враховувати, що ціна акції змінюється залежно від величини пакета, що купується – контрольного (мажоритарного) або неконтрольного (міноритарного).

Процедура оцінки вартості підприємства методом ринку капіталу передбачає послідовну реалізацію таких етапів:

- збір необхідної інформації;
- співвідношення переліку аналогічних підприємств;

- фінансовий аналіз;
- вибір величини мультиплікатора;
- визначення підсумкової величини вартості.

2. Метод угод є окремим випадком методу ринку капіталів та заснований на цінах придбання контрольних пакетів акцій подібних підприємств або цін придбання цілих аналогічних підприємств. Ціна акцій визначається за результатами угод на світових фондових ринках. В основі цього методу лежить визначення мультиплікаторів на базі фінансового аналізу і прогнозування. Метод угод зводиться до того ж алгоритму, що й метод ринку капіталів, з тим лише розходженням, що застосовувані мультиплікатори обчислюються на основі цін за угодами, що відслідковуються на фондовому ринку, з контрольними або просто великими пакетами акцій [16].

3. Метод галузевих коефіцієнтів полягає в тому, що на основі аналізу практики продажу підприємства у тій чи іншій галузі виводиться залежність між ціною продажу та будь-яким показником [3]. Цей метод використовується в основному для оцінки малих компаній та носить допоміжний характер. Також метод галузевих коефіцієнтів використовується для орієнтовних оцінок підприємств при проведенні експрес-оцінок [16].

Синтетичні моделі оцінки вартості підприємства є синтезом переваг, притаманних кожному з основних підходів та мають на меті усунути їх недоліки, адже в межах кожного зі стандартних підходів враховуються різні аспекти фінансової діяльності підприємства, що в кінцевому результаті призводить до отримання різних розрахункових величин вартості підприємства. Це, у свою чергу, спричиняє проблему узгодження отриманих результатів, пов'язану з вибором ключових чинників вартості для отримання підсумкової величини вартості підприємства [1].

До основних синтетичних моделей оцінки вартості підприємства можна віднести модель Ольсона, моделі оцінки опціонів та метод оцінки вартості підприємства за величиною економічного прибутку.

1. Модель Ольсона в тому вигляді, в якому вона представлена в сучасних публікаціях, заснована на розрахунках таких авторів, як Едварс, Бел та Пінзел. У запропонованій ними моделі встановлюється зв'язок між бухгалтерськими оцінками доходів, бухгалтерською балансовою вартістю підприємства та оцінками дисконтованого грошового потоку [30]. У межах зазначеної моделі вперше було введено поняття «нормальних» та «анормальних» доходів. Отже під «нормальними» доходами розуміють доходи, які варто очікувати, виходячи з вартості активів підприємства та ставки середньої доходності. Різниця між фактично отриманими доходами підприємства (або тими доходами, що планується отримати в майбутньому) та «нормальними» доходами дорівнює «анормальним» доходам [33]:

$$x_t^a = x_t - t \times b_{t-1},$$

де x_t^a – «анормальні» доходи, x_t – «нормальні» доходи, r – ставка доходності, b_{t-1} – балансова вартість на початок періоду.

Наступним кроком розрахунку вартості підприємства є капіталізація «анормальних» доходів. Причому висуватиметься гіпотеза, що дані доходи є незмінними у часі, адже «анормальні» доходи спричинені використанням того чи іншого, але постійно пріоритетного положення підприємства на ринку [33]. Враховуючи зазначені припущення, вартість підприємства розраховується таким чином:

$$P_0 = b_0 + \frac{x_t^a}{r - g},$$

де b_0 – величина «нормальних» доходів, r – ставка доходності, g – темпи зростання.

Однак у 1995 р. Дж. Ольсоном було запропоновано вдосконалення даної моделі, яке полягає у введенні в модель умови динаміки розвитку «анормальних» доходів в часі [33]. Дж. Ольсон допустив, що вартість підприємства залежить від «інформаційної динаміки», що описує стохастичний процес для двох пов'язаних між собою змінних: «анормальних» доходів та інформаційної змінної (визначає вплив суттєвих факторів, не пов'язаних з бухгалтерським обліком) [34]. Дана модель являє собою систему двох авторегресійних рівнянь:

$$\begin{aligned} x_{t+1}^a &= \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1,t+1}, \\ v_{t+1} &= \gamma v_t + \varepsilon_{2,t+1} \\ 0 &\leq \omega, \gamma \leq 1, \end{aligned}$$

де v_t – інформаційна змінна в період t , ω , γ – вагові коефіцієнти авто регресії, $\varepsilon_{1,2,t+1}$ – вплив випадкових факторів.

Отже враховуючи той факт, що «анормальні» доходи є динамічними у часі, Дж. Ольсон запропонував такий розрахунок вартості підприємства:

$$\begin{aligned} P_t &= b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t, \\ \alpha_1 &= \frac{\omega}{(1+r-\omega)}, \\ \alpha_2 &= \frac{(1+r)}{(1+r-\omega)(1+r-\gamma)}. \end{aligned}$$

Однак перед оцінщиками постає суто практична проблема отримання кількісного значення параметрів ω та γ . Емпіричні дослідження, проведені в 1999 р. групою американських фахівців (Дечоу, Хаттон та Слоен) та оснований на даних американських компаніях, дозволили подолати зазначену проблему та встановили, що параметр $\omega = 0,62$, а параметр $\gamma = 0,32$.

Таким чином, модель Ольсона поєднує в собі окремі компоненти традиційних підходів до оцінки вартості підприємства. Так, в її основі лежить сукупність характеристик як вартості активів підприємства (витратний підхід), так і динаміка дисконтованих вартостей «анормальних» доходів (дохідний підхід). Динаміка поведінки «анормальних» доходів визначається за допомогою введення в розрахунок параметрів ω та γ , які отримані за допомогою вибіркового дослідження ринку в цілому (ринковий підхід) [33].

2. Моделі оцінки опціонів – це різновид стандартної моделі визначення дисконтованих грошових потоків, основною

ознакою яких є те, що в даних моделях передбачена можливість внесення коригувань в управлінські рішення у майбутньому по мірі отримання нової (додаткової) інформації [18].

Опціонний підхід ґрунтується на припущенні, що акціонерний капітал підприємства може бути поданий і оцінений як кол-опціон на активи компанії при її ліквідації (чи виплаті зобов'язань), що створює еквівалент виконання опціону. Опціон – обумовлене угодою право на купівлю або продаж цінного паперу за узгодженою ціною в строк 3 місяців з дня підписання контракту [16]. Отже, опціон – обумовлене угодою право на купівлю або продаж цінного паперу за узгодженою ціною в строк 3 місяців з дня підписання контракту [18]. Під терміном «кол-опціон» мається на увазі опціон на покупку. По суті, це контракт, укладений між двома особами – покупцем і продавцем, відповідно до якого покупець здобуває право купити певну кількість активів визначеного підприємства у продавця опціону за визначеною заздалегідь ціною в будь-який час до визначеної дати включно [16].

Ідея застосування опціонного підходу заснована на існуючій ймовірності зростання вартості активів щодо вартості зобов'язань у період до моменту погашення зобов'язань (можливості, обумовлені змінами ринкової кон'юнктури, технологічними інноваціями й управлінськими рішеннями) і недопущенні перевищення вартості зобов'язань над вартістю активів [16].

У межах опціонного підходу можна виділити модель Блека – Шоулза та біноміальну модель, які засновані на базовій формулі опціонного підходу.

- базова формула опціонного підходу:

$$NPV_s = NPV_p + ROV,$$

де NPV_s – стратегічний показник NPV , NPV_p – пасивне значення NPV , розраховане на основі традиційного методу дисконтування грошових потоків, ROV – вартість опціону активних дій менеджменту підприємства;

- біноміальна модель:

$$V_0 = V_l + V_f,$$

$$V_l = MA + IA + W_f + CF - D,$$

$$V_f = GV + VX,$$

де V_l – вартість підприємства, результована його минулою діяльністю, V_f – вартість підприємства, що залежить від якості роботи менеджерів у майбутньому, MA – балансова вартість матеріальних активів, IA – балансова вартість нематеріальних активів, W_f – фізичний знос активів, CF – вартість обігових коштів, D – боргові зобов'язання, GV – вартість гудвілу, VX – вартість опціону.

- модель Блека – Шоулза, відповідно до якої вартість підприємства є функцією 5 змінних: вартості активів та зобов'язань, безризикової ставки, дюрації (середньозваженого обігу) боргу та середньоквадратичного річного відхилення вартості акцій [1]:

$$C = V \times N(d_1) - I \times e^{-\eta \times T} \times N(d_2),$$

$$d_1 = \frac{\ln \frac{V}{I} + (r_f + 0.5\delta^2)T}{\delta \times \sqrt{T}},$$

$$d_2 = d_1 - \delta \times \sqrt{T},$$

де C – вартість опціону, V – поточна вартість активу, $N(d_1)$, $N(d_2)$ – кумулятивна вірогідність у відповідності з нормальним розподілом, $e^{-r_f T}$ – база логарифму (константа), r_f – безризикова відсоткова ставка, δ – стандартне відхилення вірогідності, δ^2 – дисперсія, T – строк дії опціону, I – встановлена на момент покупки ціна придбання активу в майбутньому.

Слід зауважити, що опціонний підхід доцільно використовувати у випадках, коли для підприємства настають скрутні часи або існує велика вірогідність банкрутства, коли підприємство має обмежену кількість непогашених боргових випусків, або дисперсія вартості активів може бути отримана з припустимою точністю [35].

3. Модель «економічного прибутку». В основу даної моделі покладено те, що учасники ринку можуть оцінювати вартість підприємства, одночасно приймаючи до уваги і потенціал майбутніх чистих доходів, і цінність майна, що використовується в процесі ведення фінансово-господарської діяльності підприємства, тобто сумістити елементи як дохідного, так і витратного підходу до оцінки вартості [27]:

$$K = \Sigma Akt + \text{поточна вартість очікуваних економічних прибутків},$$

де ΣAkt – загальна ринкова вартість всіх активів, що використовуються на підприємстві.

Поточна вартість очікуваних економічних прибутків може розраховуватися двома шляхами:

- перший метод передбачає розрахунок величини різниці між очікуваними чистими операційними грошовими потоками та мінімально необхідною віддачею з ринкової вартості активів підприємства:

$$P_{ек} = \text{Чистий операційний грошовий потік} - \sum Akt \times WACC,$$

$$P_{ек} = NOPLAT - \sum Akt \times WACC,$$

де $WACC$ – середньозважена вартість капіталу, $NOPLAT$ – чистий операційний дохід за винятком податкових платежів.

Поточна вартість очікуваних «економічних прибутків» розраховується за допомогою методу капіталізації середніх очікуваних чистих операційних грошових потоків зменшених на величину мінімально необхідної віддачі з коштів, інвестованих в активи підприємства [27];

- другий метод розрахунку «економічних прибутків» акцентує увагу на показниках якісно розроблених бізнес-планів підприємства, які за результатами виконання та з урахуванням кон'юнктури мають постійно коригуватися. Зазначений метод базується на оцінці ринкової вартості інвестованого капіталу з урахуванням того, наскільки рентабельність майбутніх (згідно з бізнес-планом) інвестицій в основний та обіговий капітал ($ROIC$) перевищить майбутню середньозважену вартість капіталу, який використовується для цих інвестицій ($WACC$):

$$P_{ек} = I \times (ROIC - WACC),$$

де I – необхідна та плануєма величина нових інвестицій в основний та обіговий капітал підприємства, $ROIC$ – середня величина рентабельності майбутніх інвестицій, що визначається в межах горизонту надійного прогнозування прибутку в бізнес-плані, $WACC$ – середньозважена вартість того капіталу, що залучений для фінансування майбутніх інвестицій (I).

Однак варто зазначити, що найбільш перспективним є застосування комбінації двох розглянутих підходів при розрахунку «економічних прибутків»: спочатку розраховується вартість інвестованого капіталу без урахування рентабельності майбутніх нових інвестицій в основний та обіговий капітал, а потім з урахуванням бізнес-плану підприємства та прогнозу рентабельності майбутніх інвестицій має розраховуватися уточнена вартість інвестованого капіталу [27].

Отже, у цілому модель «економічного прибутку» передбачає більш широкий, ніж це характерно для класичних підходів до оцінки вартості підприємства (дохідний та витратний), погляд на оцінку вартості підприємства та може бути рекомендований як спосіб синергетичного аналізу в оцінці [27].

Варто зазначити, що кожний з розглянутих методів оцінки вартості підприємства в межах того чи іншого підходу характеризується певними перевагами та недоліками, що мають суттєвий вплив на вибір доцільного в зазначених умовах методу оцінки вартості підприємства. При дослідженні та аналізі методологічних засад оцінки вартості підприємства [16, 18, 25, 36, 6, 30, 1, 38, 37] було виявлено та узагальнено базові переваги та недоліки окремих методів оцінки вартості підприємства (табл. 7).

З огляду на табл. 7 можна зробити висновок, що жоден із запропонованих методів не є взаємовиключаючим, навпаки – кожен метод доповнює один одного. Тому недоліки одного методу можна подолати шляхом комплексного використання різних методів оцінки вартості підприємства, що в кінцевому випадку дасть можливість отримати достовірний результат.

Література

1. Єрофєєва Т. А. Підходи до оцінки вартості бізнесу: проблеми їх використання // <http://www.nbu.gov.ua>
2. Ожегов С. И., Шведова Н. Ю. Толковый словарь русского языка. – 4-е изд. – М.: ИТИ Технологии, 2003. – 944 с.
3. Акулич М. В. Оценка стоимости бизнеса. – СПб.: Питер, 2009. – 272 с.
4. Оценка бизнеса / Под ред. Грязновой А. Г., Федотовой М. А. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 625 с.
5. Щербаков В. А., Щербакова К. Л. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – М.: Омега-Л, 2006. – 288 с.
6. Есипов В. Е., Маховникова Г. А., Терехова В. В. Оценка бизнеса. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2006. – 464 с.
7. Новиков А. В. Классификация субъектов и объектов оценки стоимости бизнеса // <http://www.old.appraiser.ru>

Таблиця 7

Переваги та недоліки методів оцінки вартості підприємства

Підхід до оцінки вартості	Метод оцінки вартості	Переваги	Недоліки
1	2	3	4
Витратний підхід	Метод ліквідації	<ol style="list-style-type: none"> 1. Визначає ціну підприємства при прискореній ліквідації або в екстремальних умовах. 2. Враховує рівень розвитку технологій з урахуванням майна, яке було сформоване за рахунок власних коштів 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не враховує вартості нематеріальних активів. 2. Не відображає потенційного прибутку. 3. Не визначає обґрунтовану ринкову вартість. 4. Трудомісткий у розрахунку
	Метод чистих активів	<ol style="list-style-type: none"> 1. Враховує вплив виробничо-господарських факторів на зміну вартості активів. 2. Обґрунтованість результатів оцінки 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не враховує особливості функціонування підприємства як цілісного майнового комплексу, розглядає його як сукупність окремих об'єктів. 2. Має статичний характер. 3. Не відображає ринкову ситуацію на дату оцінки. 4. Не відображає потенційні прибутки. 5. Трудомісткий у розрахунку
	Метод заміщення	<ol style="list-style-type: none"> 1. Визначає поточну ринкову оцінку вартості витрат на відтворення підприємства 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не відображає потенційного прибутку. 2. Не враховує вартості нематеріальних активів
	Метод прямого відтворення	<ol style="list-style-type: none"> 1. Базується на реально існуючих активах. 2. Простий у застосуванні 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Результат залежить від достовірності фінансової та бухгалтерської звітності. 2. Не відображає потенційного прибутку. 3. Результати оцінки швидко втрачають актуальність при високих темпах інфляції
	Метод надлишкового прибутку	<ol style="list-style-type: none"> 1. Дає можливість поділити вартість підприємства на вартість матеріальних активів та нематеріальних активів 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не є універсальним методом при розрахунку вартості нематеріальних активів
Доходний підхід	Метод капіталізації доходів	<ol style="list-style-type: none"> 1. Враховує ризики бізнесу за допомогою ставки капіталізації. 2. Враховує майбутні доходи. 3. Відображає ринкову кон'юнктуру 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не застосовується для підприємств, грошові потоки яких не є стабільними у часі. 2. Не передбачає обліку вартості матеріальних та нематеріальних активів. 3. Можливість помилок у прогнозах. 4. Не застосовується для підприємств, що не приносять дохід. 5. Трудомісткість отримання та збору інформації
	Метод дисконтування доходів	<ol style="list-style-type: none"> 1. Враховує рівень ризику бізнесу за допомогою ставки дисконту. 2. Враховує фактор часу. 3. Розглядає конкретний період та динаміку зміни доходів. 4. Враховує інтереси власника та інвестора. 5. Дозволяє проводити варіантні розрахунки розвитку підприємства та його реконструкції 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Висока чутливість результатів розрахунку до зовнішніх та внутрішніх змін. 2. Можливість помилки у прогнозах та виборі ставки дисконтування. 3. Не застосовується для підприємств, що не приносять дохід. 4. Трудомісткість отримання та збору інформації. 5. Недостовірність даних щодо майбутніх грошових потоків

1	2	3	4
Ринковий підхід	Метод ринку капіталів	1. Відображає досягнуті результати діяльності підприємства. 2. Базується на реальних ринкових даних. 3. Враховує кон'юнктуру ринку	1. Не враховуються майбутні очікування інвесторів. 2. Недостатньо враховує особливості підприємства. 3. Базується тільки на ретроспективній інформації. 4. Результат залежить від можливості знайти підприємство-аналог. 5. Трудомісткість отримання та збору інформації
	Метод угод	1. Враховує вплив галузевих факторів на ціну акцій підприємства.	1. Високий ризик використання недостовірної інформації. 2. Трудомісткість розрахунку та збору інформації
	Метод галузевих коефіцієнтів	1. Відображає кон'юнктуру ринку. 2. Простий у розрахунку	1. Базується на ретроспективній інформації. 2. Трудність у визначенні впливу інфляції
Синтетичні моделі	Методи опціону	1. Враховує майбутні можливості підприємства. 2. Застосовується для підприємств, що знаходяться на стадії банкрутства	1. Труднощі при здійсненні попереднього аналізу очікуваних грошових потоків. 2. Трудомісткість розрахунків. 3. При оцінці підприємств з високими борговими зобов'язаннями перебільшується вартість підприємства
	Модель Ольсона	1. Відображає процес створення багатства акціонерів, а не його розподіл. 2. Відображає вартість підприємства, що обумовлена реальними активами та гудвілом	1. Трудність в отриманні інформації внаслідок нерозвинутості фондового ринку
	Метод економічного прибутку	1. Дозволяє оцінити майбутній потенціал підприємства. 2. Дозволяє оцінити доцільність сумісного використання сукупності активів, власного та позикового капіталу	1. Можливість помилок у розрахунку. 2. Неможливість прогнозування майбутніх прибутків в умовах високих темпів інфляції. 3. Обмеження при оцінці збиткових компаній. 4. Трудомісткість розрахунків

- Постанова Кабінету міністрів України від 10.09.03 р. №1440 «Про затвердження національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна та майнових прав» // <http://www.zakon.rada.gov.ua>
- Федеральные стандарты оценки // <http://www.old.appraiser.ru>
- Закон України № 2658-III від 12 липня 2001 року «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» // <http://www.zakon.rada.gov.ua>
- Федеральный Закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // <http://www.old.appraiser.ru>
- Басовский Л. Е., Басовская Е. И. Комплексный анализ хозяйственной деятельности.– М.: ИНФРА-М, 2004.– 366 с.
- Смирнова Н. В. Теория и практика оценочной деятельности.– Иванов. гос. хим-технол. ун-т: учебн. пособие.– Иваново, 2007.– 164 с.
- Оценка имущества и имущественных прав / Под общ. ред. С. Скрынько.– К.: ООО «УКЦЭксперт-Л», 2007.– 746 с.
- Сычева Г. И., Колбачев Е. Б., Сычев В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Серия «Высшее образование».– Ростов н/Д: «Феникс», 2004.– 384 с.
- Хаустова В. Е., Курочкина И. Г. Оцінка вартості бізнесу суб'єктів господарювання (на прикладі металургійної галузі України): Монографія.– Х.: ВД «НЖЕК», 2009.– 268 с.
- Косорукова И. В. Основы оценочной деятельности: Учебное пособие.– М.: Московская финансово-промышленная академия, 2005.– 198 с.
- Царьов В. В. Оценка стоимости бизнеса: Теория и методология.– М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.– 575 с.
- Брюховецька Н. Ю. Підходи до визначення капіталізації підприємств // Наукові праці ДонНТУ. Серія: економічна, 2007.– № 31-1.– С. 224 – 229.
- Костирко Р. О., Тертична Н. В., Шевчук В. О. Комплексна оцінка вартості підприємства: Монографія / За заг. ред. д. е. н., академіка НАН України М. Г. Чумаченка.– 2-ге вид., перероб. і доп.– Х.: Фактор, 2008.– 278 с.
- Божко В. П., Синько Г. С. Использование методики планирования экспериментов для оценки рыночной стоимости предприятия как бизнеса // Економіка та управління підприємства машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики.– 2008.– № 1(1).– С. 5 – 25.

22. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств: Монографія.– К.: КНЕУ, 2002.– 272 с.
23. Румянцева Е. Е. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования.– М.: Дело, 1998.– 238 с.
24. Панков В. В. Анализ и оценка состояния бизнеса: Методология и практика.– М.: Финансы и статистика, 2003.– 206 с.
25. Момот Т. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології.– Х.: Фактор, 2007.– 224 с.
26. Гранникова Л. Ф. Оценка стоимости предприятия.– Тверь: ТГТУ, 2007.– 140 с.
27. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса: Учеб.– 2-е изд.– М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004.– 360 с.
28. Гонтарева И. В., Кнохина А. А. Структуризация подходов к оценке предприятия // Економіка розвитку.– 2006.– № 4.– С. 73 – 75.
29. Головач А. Л. Методичні засади оцінки вартості бізнесу // <http://www.nbv.gov.ua>
30. Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса: Учебное пособие.– М.: Маросейка, 2007.– 448 с.
31. Клейнер Г. Б. Стратегии бизнеса: аналитический справочник.– М.: КОНСЭКО, 1998.– 448 с.
32. Беляева А. В. Воронцовский А. В. Арбитражная теория ценообразования (на примере фондового рынка Великобритании) // Вестник СПбГУ. Сер.5, 1998.– № 4 (26).– С. 73 – 82.
33. Рутьгайзер В. М., Егоров О. В. Модели Ольсона и Блэка – Шоулза и российская практика оценки стоимости бизнеса // Российское предпринимательство.– 2004.– № 2.– С. 26 – 30.
34. Меладзе В. З. Стохастические методы в оценке стоимости бизнеса // www.hi-audi.ru
35. Козырь Ю. В. Применение теории опционов для оценки компаний. Часть 2 .Опционная оценка акций (собственного капитала компаний) // Рынок ценных бумаг.– 2000.– № 13.– С. 6 – 9.
36. Попков В. П., Евстафьева Е. В. Оценка бизнеса. Схемы и таблицы.– Учебное пособие.– СПб: Питер, 2007.– 240 с.
37. Дмитрук Е. В. Методи оцінки репутації підприємства // <http://www.nbv.gov.ua>
38. Стрельцова Т. В. Основы оценки бизнеса.– Барнаул: Изд-во АГАУ, 2007.– 57 с.
39. Американские стандарты оценки // <http://www.old.appraiser.ru>
40. Европейские стандарты оценки // <http://www.old.appraiser.ru>
41. Международные стандарты оценки // Г. И. Микерин, М. И. Недужий и др.– Кн. 2.– М.: ОАО «Типография «НОВОСТИ», 2000.– 360 с.