

На сучасному етапі очевидна термінологічна невизначеність нововведеного поняття «база оцінки», що створює незручності в роботі.

Якщо база оцінки – те ж саме, що й вид вартості, як трактується в нормативних документах, тоді немає сенсу вводити це поняття, бо навіщо різними термінами називати одне й те ж саме.

Якщо база оцінки – щось відмінне від виду вартості, тоді логічне твердження, що на ринковій базі можуть застосовуватися види вартості, які не вважаються ринковими.

ПРО СПІВВІДНОСНІСТЬ ПОНЯТЬ «БАЗА ОЦІНКИ» ТА «ВИД ВАРТОСТІ»

Юрій ЛЕВЧУК



Розглянемо критерії вибору бази оцінки.

У Національному стандарті № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»* (далі – Стандарт) у визначенні бази оцінки змішані різні критерії:

у пункті 3 мається на увазі характер майбутньої угоди, у зв'язку з якою готується оцінка: «для визначення бази оцінки враховуються мета оцінки та умови використання її результатів». Якщо це розшифрувати, то виходить, що слід враховувати, чи буде очікувана угода типово ринковою або неринковою через якісь специфічні умови та обмеження;

у другому абзаці пункту 11 до мети оцінки як критерію вибору бази додаються особливості майна: «вибір бази оцінки залежить від мети, з якою проводиться оцінка майна, його особливостей, а також нормативних вимог».

Але ж це зовсім різні умови.

Так, під час визначення особливостей майна доводиться враховувати:

специфіку об'єкта в межах ринку (має чи не має активного ринку);

* Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»: Постанова Кабінету Міністрів України, 10 вересня 2003 р. № 1440 // Офіційний вісник України. – 2003. – № 37. – Ст. 1995.

ЛЕВЧУК Юрій Федорович, директор ПП «Ґрунт і Дім» (м. Херсон), оцінювач-практик, член УТО з 1995 р.

✉ 63026, м. Херсон, просп. Ушакова, 85, к. 1

☎ 8 (0552) 42-47-91

e-mail: grunt@selen.net.ua

спеціалізованість об'єкта (можливість його самодостатнього використання або використання лише у складі комплексу);

особливість майна в межах бізнесу (потрібне воно чи надлишкове, спосіб набуття ним «максимальної цінності»);

найбільш ефективне використання об'єкта, аж до розгляду вигоди від його ліквідації порівняно з іншими способами використання.

Очевидно, що змішуючи критерій ринковості угоди з критерієм властивостей майна і його використання, можна дійти до ситуації, коли базу однозначно визначити неможливо.

Так, неясно, на якій базі проводиться оцінка спеціалізованого активу із застосуванням залишкової вартості заміщення за типово ринкових умов продажу, хоча згідно з пунктом 22 Стандарту у цьому разі вартість, що визначається, може «дорівнювати» (краще б сказати – «прирівнюватися до...») ринковій вартості. І все-таки, якою у цьому разі вважається база? Якщо неринковою – то, навіщо результат дорівнює (прирівнюється) ринковій вартості? Якщо ринковою – то, чому не можна прямо сказати, що на ринковій базі можна застосовувати неринкові види вартості, а база оцінки не тотожна виду вартості?

Колізія між критеріями визначення бази оцінки пунктом 22 Стандарту непомітно знімається тільки для одного окремого випадку. Але таких випадків у практиці багато, наприклад, потрібно мати відповіді на такі запитання:

на якій базі визначається вартість ліквідації майна об'єкта, яке продається за типово ринкових умов, найкращим, найбільш ефективним використанням (ННЕВ) якого визнано ліквідацію;

на якій базі визначається вартість комплексу, у складі якого є майно неспеціалізоване, спеці-

лізоване, доцільне до ліквідації, що використовується тільки за пропонуваним способом, тощо;

яку базу оцінки встановлювати під час укладення договору про оцінку, коли особливості майна ще не досліджені, а його ННЕВ ще не визначено.

З послідовних оціночних дій, які потрібно здійснити оцінювачу відповідно до пунктів 50 – 53 Стандарту, видно, що визначення бази оцінки за нормою Стандарту (а не за бажанням оцінювача) має бути апіорним, до укладення договору. Але ж на цей момент мають бути відомі лише умови угоди, для якої проводиться оцінка.

Невже оброблення вихідних даних, ідентифікація об'єкта і визначення його ННЕВ також виносяться на попередній етап?! Тоді, власне, вся суттєва робота як би стає переддоговірною, після договору залишається хіба що надрукувати заготовлений до договору звіт.

На практиці, дотримуючись пункту 22 Стандарту, визнають, що база оцінки ринкова тоді, коли ринковими є умови угоди, навіть якщо продиктований властивостями майна або його використання різновид вартості Стандарту не віднесений до ринкового. У цих випадках набули поширення вирази у звітах: «прирівняна до ринкової» або «сурогатна ринкова» вартість.

Як видно, умови угоди виступають не тільки потрібним, але й достатнім критерієм під час вибору бази оцінки, а особливості майна фактично не працюють як потрібний критерій під час вибору бази, але не виду вартості.

Не можуть бути дієвим критерієм бази оцінки умови, які: нормативно ігноруються пунктами 50 – 53 Стандарту; нормативно обійдені пунктом 22 Стандарту;

не здійсненні на практиці.

На думку автора, «сурогатною» треба вважати невдалу норму, а

вид вартості у відповідних випадках потрібно характеризувати як «вартість така-то (залишкова для спеціалізованого майна, вартість ліквідації тощо), яка застосовується на ринковій базі». Тому правильно не «вид вартості як база оцінки», а «умови угоди як база оцінки».

Не база, яка вибирається апіорі, має відповідати виду вартості, який уточнюється апостеріорі, а навпаки: вважаємо, що на ринковій за умовами угоди, заздалегідь відомій і не змінюваній у ході дослідження бази можуть визначатися види вартості, які диктуються особливостями і використанням майна, в тому числі ті, що Стандарту не віднесені до ринкових.

Викладене вище довелося включати до звіту як окрему думку оцінювача, наприклад, за таких обставин.

Оцінювався для продажу на аукціоні об'єкт незавершеного будівництва з відкритими можливостями післяпродажного використання. За умовами угоди, що готувалася, її слід вважати ринковою, відповідно базу оцінки під час укладення договору було визначено як ринкову.

Варіантів ймовірного використання зазначеного об'єкта було багато, в тому числі не можна було виключити ліквідацію як одну з реальних можливостей. Аналіз ефективності використання не обмежений абстрактними міркуваннями в окремому розділі, а інфраструктурно супроводжував розрахункові розділи звіту.

Варіант реалізації матеріалів від розбирання на рівних конкурував з варіантами реконструкції – перефільювання під використання. У конкретному випадку розбирання не виявилось ННЕВ, хоча вигоди від нього відносно ненабагато відстали від показника варіанта-переможця. Розподіл результатів і присвоєння «призу ННЕВ» установлено лише фінальними розрахунками і порівняннями. Фінансовий результат ліквідації не був явно програв-

ним, зокрема, він був краще одного з варіантів реконструкції.

Якби ННЕВ було визнано ліквідацію, що цілком можливо, то підсумково за дослідженням (але ніяк не заздалегідь) була би вартість ліквідації, тобто той вид вартості, який чомусь не вважається ринковим. Виникає запитання, як у цьому випадку охарактеризувати базу оцінки.

З позиції «вид вартості як база оцінки» ця база, немов хамелеон, має до кінця дослідження змінити забарвлення. Проте це неможливо, тому що базу відповідно до Стандарту вибрано заздалегідь і зафіксовано в договорі.

Усе стає на свої місця, якщо визнати, що:

вислів «вид вартості як база оцінки» логічно невдалий;

база оцінки не тотожна виду вартості;

база оцінки має відображати умови угоди і тільки, а вид вартості, крім того, властивості майна і його використання;

на одній базі можуть застосовуватися різні види вартості.

Відповідно визначення результуючого виду вартості, який продиктований особливостями майна або його використанням, але різноименного з базою, не слід вважати відхиленням від установленної бази оцінки, якщо розрахунки і припущення не відхилилися від умов угоди.

Вважаємо також не зовсім логічним ототожнення бази оцінки з інструментарієм оцінювача – підходами, методами, прийомами. У разі визначення ліквідаційної вартості за Галасюками (не за очікуваними з методичною похибкою нормативними коефіцієнтами) практично всі інструменти, що застосовуються, – ринкові: від методів розрахунку ринкової вартості як проміжного результату до ставки дисконту. Але термін експозиції, тобто знову-таки умова угоди, не відповідає ринковому, тому базу ми б тут назвали: не-

ринкова та й годі.

З позицій конструкції «вид вартості як база оцінки» слід було б у такому договорі написати: «база оцінки – ліквідаційна вартість». Вважаємо це невиправданим, оскільки у певному сенсі заздалегідь зв'язуємо собі руки у випадках, наприклад, прискореного продажу спеціалізованого майна або прискореного продажу майна, що вичерпало корисність за первісною функцією.

На жаль, «ліквідаційна вартість», «вартість ліквідації», «залишкова вартість заміщення» штучно прописані як рівнозначні види вартості, хоча між ними існують критеріальні розходження, а не різниця в ме-

жах одного критерію. За нерозвинутої класифікації видів вартості, штучної тотожності бази оцінки і виду вартості кожен має право дати базі своє ім'я.

Методичні суперечності між базою і видом вартості спричиняє не поняття бази як таке, а відсутність розвинутої класифікації-систематизації видів вартості. У пункті 19 Стандарту наведені всі неринкові види вартості як рівнозначні поняття. Розподілення видів вартості відбувається в різних площинах, вони різнопланові і різнокаліберні, проте штучно зігнані в одинірний простір. Проте ця проблема заслуговує на окремий розгляд, який неможливо сумістити з межами цієї статті.

Коротко – факти

- Прийнято нову редакцію Закону України «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків», який визначає правові та економічні засади запровадження та функціонування спеціального режиму інноваційної діяльності технологічних парків «Напівпровідникові технології і матеріали, оптоелектроніка та сенсорна техніка» (м. Київ), «Інститут електрозварювання імені Є. О. Патона» (м. Київ), «Інститут монокристалів» (м. Харків), «Вуглемаш» (м. Донецьк), «Іститут технічної теплофізики» (м. Київ), «Київська політехніка» (м. Київ), «Інтелектуальні інформаційні технології» (м. Київ), «Укрінфотех» (м. Київ), «Агротехнопарк» (м. Київ), «Еко-Україна» (м. Донецьк), «Наукові і навчальні прилади» (м. Суми), «Текстиль» (м. Херсон), «Ресурси Донбасу»

(м. Донецьк), «Український мікробіологічний центр синтезу та новітніх технологій» (УМБЦЕНТ) (м. Одеса), «Яворів» (Львівська область), «Машинобудівні технології» (м. Дніпропетровськ).

*Офіційний вісник України,
2006 р., № 5, ст. 207.*

- Наказом Міністерства фінансів України від 10 жовтня 2005 р. затверджено уніфіковану форму Висновку за результатами експертизи й оцінки дорогоцінних каменів органогенного утворення, напівдорогоцінних і декоративних каменів у сировині та виробках, колекцій мінералів, гірських порід, мінеральних речовин, а також культурних цінностей.

*Офіційний вісник України,
2006, № 6, ст. 325.*



Павло БАРАНОВ

Ця стаття є продовженням роботи, пов'язаної з критичним аналізом національних стандартів в оціночній практиці*. У статті аналізується Національний стандарт № 2 «Оцінка нерухомого майна»** (далі – Стандарт). Оціночна діяльність в умовах дії Стандарту вказує на суттєві переваги, які надав оцінювачам цей нормативний документ. Об'єкти нерухомості є найпоширенішими об'єктами оцінки. Проте існує безліч проблем, пов'язаних з оцінкою об'єктів нерухомості, вирішення яких може і має бути здійснено в рамках Стандарту. Певні проблеми позитивно вирішені в Стандарті, однак ряд питань, які мають бути відображені в Стандарті, залишаються не розкритими, деякі положення і дефініції Стандарту, на думку автора, містять суперечності, обговоренню яких присвячено дану статтю.

Автор запрошує колег узяти участь у дискусії, спрямованій на удосконалення дуже важливого нормативного документа в оціночній діяльності.

Нижче в таблиці наведено аналіз деяких дефініцій і положень Стандарту, висловлені зауваження та надані пропозиції щодо їх коректування.

* Див.: Баранов П. Проблемні питання застосування Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» // Держ. інформ. бюл. про приватиз. – 2005. – № 11. – С. 12 – 17.

** Національний стандарт № 2 «Оцінка нерухомого майна»: Постанова Кабінету Міністрів України від 28 жовтня 2004 р. № 1442 // Офіційний вісник України. – 2004. – № 44. – Ст. 2885.

ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ ЗАСТОСУВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО СТАНДАРТУ № 2 «ОЦІНКА НЕРУХОМОГО МАЙНА»

Пункт і абзац Стандарту	Текст зі Стандарту	Зуваження і коментарі	Редакція тексту Стандарту, що пропонується
П. 2, абзац 9	<p>Прибудовані приміщення – приміщення, що прибудовані до основної будівлі та мають з нею хоча б одну спільну стіну</p>	<p>Недостатньо точне визначення, оскільки прибудовані приміщення можуть не мати спільної стіни. Прибудована частина може мати самостійну стіну в безпосередній близькості до основних приміщень. Головною ознакою прибудованих приміщень має бути безпосередня близькість до основних приміщень, що виключає корисне використання простору між основними та прибудованими приміщеннями</p>	<p>Прибудовані приміщення – приміщення, які прибудовані до основного будинку та мають з ним хоча б одну спільну стіну або стіну на такій відстані, за якої корисне використання простору між основним будинком і прибудованими приміщеннями не є можливим</p>
П. 2, абзац 13	<p>Об'єкти незавершеного будівництва – будівлі, споруди або передавальні пристрої, які фактично не експлуатуються внаслідок того, що перебувають у недобудованому стані</p>	<p>Будинки або окремі приміщення можуть експлуатуватися, але не бути прийнятими до експлуатації у встановленому законом порядку. Це можливо і у разі законного будівництва, але не прийнятого до експлуатації об'єкта, або у разі «самобуду», коли об'єкт збудовано без розробленої та затвердженої проектної документації. Навіть якщо будинок у такому випадку експлуатується, він має вважатися незавершеним, оскільки під час прийому до експлуатації та узаконювання можливі додаткові витрати на усунення відхилень від чинних будівельних норм, а також витрати на отримання відповідної документації</p>	<p>Об'єкти незавершеного будівництва – будинки, споруди або передавальні пристрої, які фактично не експлуатуються внаслідок того, що перебувають у недобудованому стані, а також такі, які не прийняті в експлуатацію відповідно до порядку, встановленого законом</p>
П. 2, абзац 24	<p>Відновна вартість для цілей оренди – залишкова вартість відтворення (заміщення) або ринкова вартість земельних поліпшень, що застосовуються та визначаються в порядку, встановленому Національним стандартом № 1 та цим Стандартом</p>	<p>Поняття «відновна вартість для цілей оренди», введене цим Стандартом, вимагає уточнення, оскільки суперечить іншим нормативним актам. Відповідно до статті 284 Цивільного кодексу України «оцінка об'єкта оренди здійснюється за відновною вартістю». Це може свідчити про те, що для оренди має визначатися стандартизована вартість з метою оподаткування. Тоді стане зрозумілим, чому слід приймати відновну вартість (як різновид стандартизованої оцінки), і не буде суперечності з іншими законодавчими та підзаконними актами</p>	<p>Вартість для цілей оренди – базова вартість, що використовується під час визначення орендної плати для цілей оподаткування. Як правило, така оцінка має визначатися на основі залишкової вартості відтворення або залишкової вартості заміщення</p>

Продовження

Пункт і абзац Стандарту	Текст зі Стандарту	Зауваження і коментарі	Редакція тексту Стандарту, що пропонується
П. 2, абзац 26	Об'єкт порівняння – подібне майно, що відібране для застосування порівняльного підходу	Об'єктом порівняння може бути не тільки подібне майно, але й таке, що відповідно до Національного стандарту № 1 таким не є	Об'єкт порівняння – майно, що відібране для застосування порівняльного підходу
П. 3	Об'єкти оцінки поділяються на земельні ділянки (їх частини), що не містять земельних поліпшень, земельні ділянки (їх частини), що містять земельні поліпшення, і земельні поліпшення. У певних випадках під час проведення оцінки земельна ділянка (її частина), що містить земельні поліпшення, може розглядатися як умовно вільна від земельних поліпшень	Доцільно зазначити, що вартість земельних ділянок, вільних від забудови, або вартість земельних ділянок, що є предметом цивільно-правових актів, визначається на підставі законодавства України про оцінку землі	Об'єкти оцінки поділяються на земельні ділянки (їх частини), що не містять земельні поліпшення, земельні ділянки (їх частини), що містять земельні поліпшення, та земельні поліпшення. У деяких випадках під час проведення оцінки земельна ділянка (її частина), що містить земельні поліпшення, може розглядатися як умовно вільна від земельних поліпшень. Вартість земельних ділянок, вільних від забудови, або таких, що є предметом цивільно-правових актів, визначається на основі законодавства України про оцінку землі
П. 4, абзац 1	Оцінка об'єкта, що нерозривно пов'язане із земельними поліпшеннями і відокремлення якого призведе до зменшення ринкової вартості земельних поліпшень, проводиться у складі таких земельних поліпшень, якщо інше не передбачено законодавством або договором	Недостатньо коректно обмежувати віднесення об'єкта до земельних поліпшень, тобто до об'єкта нерухомого майна, у зв'язку з тим, що відокремлення його призведе до зменшення ринкової вартості земельних поліпшень. Обладнання, яке технічно й технологічно пов'язане із земельною ділянкою, та його демонтаж, що вимагає певних витрат, згідно з цим пунктом не слід відносити до земельних поліпшень, хоча перенесення його в інше місце може бути економічно доцільним	Оцінка обладнання, яке нерозривно пов'язане із земельними поліпшеннями або відокремлення якого призведе до зменшення ринкової вартості земельних поліпшень, проводиться у складі таких земельних поліпшень, якщо інше не передбачено законодавством або договором
П. 4, абзац 2	Оцінка обладнання, формування цін на яке відбувається за системою ціноутворення у будівництві, проводиться з урахуванням вимог цього Стандарту	Поширення вимог Стандарту щодо обладнання за ознакою того, що формування ціни здійснюється за системою ціноутворення в будівництві, не є чітким, оскільки за системою ціноутворення в будівництві може формуватися ціна обладнання.	Цей абзац слід виключити зі Стандарту або дати більш чітке визначення, в тому числі дати визначення поняття «система ціноутворення в будівництві»

П. 6, абзаци 1	Витратний підхід доцільно застосовувати для проведення оцінки нерухомого майна, ринок купівлі-продажу або оренди якого є обмеженим, спеціалізованого нерухомого майна, у тому числі нерухомих пам'яток культурної спадщини, споруд, передавальних пристроїв тощо. Для визначення ринкової вартості інших об'єктів оцінки витратний підхід застосовується в разі, коли їх заміщення або відтворення фізично можливе та (або) економічно доцільне	що очевидно не належить до об'єктів нерухомості. Крім того, відсутній або, як правило, невідомий більшості оцінювачів перелік об'єктів, вартість якого визначається за системою ціноутворення в будівництві	Витратний підхід доцільно застосовувати для проведення оцінки нерухомого майна, ринок купівлі-продажу або оренди якого є обмеженим, спеціалізованого нерухомого майна, в тому числі нерухомих пам'яток культурної спадщини, споруд, передавальних пристроїв тощо. Для визначення ринкової вартості інших об'єктів оцінки витратний підхід застосовується у випадку, якщо розумно альтернативою об'єкту, що оцінюється, може стати будівництво нового подібного об'єкта (коли будівництво нового подібного об'єкта фізично можливе та економічно доцільне)
П. 6, абзаци 2, 3	Під час застосування витратного підходу інформація, що використовується для проведення оціночних процедур, повинна відповідати ринковим даним про витрати на створення цього нерухомого майна або подібного нерухомого майна в сучасних умовах з урахуванням доходу підрядника. Застосування витратного підходу для проведення оцінки земельних ділянок, що містять земельні поліпшення, та земельних поліпшень полягає у визначенні залишкової вартості заміщення (відтворення) об'єкта оцінки. Залишкова вартість заміщення (відтворення) складається із залишкової вартості заміщення (відтворення)	Потрібно додати, що в разі відсутності будь-яких документів, що встановлюють право на земельну ділянку, слід враховувати ринкову вартість права користування земельною ділянкою за вирахуванням витрат на оформлення таких прав у межах чинного законодавства	У разі застосування витратного підходу інформація, яка використовується для проведення оціночних процедур, має відповідати ринковим даним про витрати на створення цього нерухомого майна або подібного нерухомого майна в сучасних умовах з урахуванням доходу підрядника та інвестора (забудовника), а також відобразити типову мотивацію покупки на прояви усіх видів знецінювання (зносів) . Застосування витратного підходу для проведення оцінки земельних ділянок, що містять земельні поліпшення, та земельних поліпшень полягає у визначенні залишкової вартості заміщення (відтворення) об'єкта оцінки. Залишкова вартість заміщення (відтворення) складається із залишкової вартості заміщення

Продовження

Пункт і абзац Стандарту	Текст зі Стандарту	Зауваження і коментарі	Редакція тексту Стандарту, що пропонується
	<p>ня) земельних поліпшень та ринкової вартості земельної ділянки (прав, пов'язаних із земельною ділянкою) під час її існуючого використання</p>		<p>(відтворення) земельних поліпшень та ринкової вартості земельної ділянки (прав, пов'язаних із земельною ділянкою) під час її існуючого використання. У разі відсутності правових документів на земельну ділянку слід враховувати ринкову вартість прав користування земельною ділянкою з урахуванням витрат на оформлення таких прав у межах чинного законодавства</p>
П. 7, абзац 6	<p>Ринкова вартість земельної ділянки (прав, пов'язаних із земельною ділянкою) під час її існуючого використання визначається згідно з вимогами цього Стандарту</p>	<p>Визначенню ринкової вартості земельних ділянок присвячені п. 22 – 26 цього Стандарту. Потрібно погодити положення цих статей з чинним законодавством про оцінку землі</p>	<p>Ринкова вартість земельної ділянки (прав, пов'язаних із земельною ділянкою) під час її існуючого використання визначається згідно з вимогами цього Стандарту і чинного законодавства про оцінку землі</p>
П. 9	<p>Метод прямого відтворення, як правило, застосовується для проведення оцінки об'єкта, заміщення якого неможливе, а також у разі відповідності існуючого використання об'єкта оцінки його найбільш ефективному використанню</p>	<p>У разі наявності інформації про об'єкт, що оцінюється (проектно-кошторисної та іншої документації), метод прямого відтворення є найбільш прийнятним. І лише якщо така інформація про об'єкт, що оцінюється, відсутня, слід визначати вартість заміщення</p>	<p>Метод прямого відтворення, як правило, застосовується для проведення оцінки об'єкта у разі відповідності існуючого використання об'єкта оцінки його найбільш ефективному використанню і за наявності інформації (або доступності її залучення) про витрати на відтворення (проектно-кошторисна та інша інформація). У разі відсутності такої інформації визначається вартість заміщення</p>
П. 11, абзац 3	<p>Величина фізичного зносу розраховується за кожним конструктивним елементом окремо або шляхом узагальненої оцінки виходячи з фактичного фізичного (технічного) стану земельних поліпшень в цілому на дату оцінки. Фізичний знос може визна-</p>	<p>По-перше, потрібно наголосити, що витрати мають бути ринковими, по-друге, витрати мають бути потрібними (а не надмірними), тобто відобразити реакцію типового покупця на прояви фізичного зносу</p>	<p>Величина фізичного зносу розраховується за кожним конструктивним елементом або шляхом узагальненої оцінки виходячи з фактичного фізичного (технічного) стану земельних поліпшень у цілому на дату оцінки. Фізичний знос може визначатися шляхом розрахунку потрібних витрат на усунення (створення, за-</p>

ЗАСТОСУВАННЯ МЕТОДУ РИНКОВОЇ ЕКСТРАКЦІЇ ДЛЯ РОЗРАХУНКУ СТАВКИ ДИСКОНТУ І ВИБОРУ ГОРИЗОНТУ ПРОГНОЗУВАННЯ



Олег УСТИМЕНКО

У рамках розрахунку вартості бізнесу господарюючих суб'єктів та /або пакета їх корпоративних прав дохідним методом виникають три завдання, які вимагають коректного вирішення в процесі обґрунтування вартості:

- розрахунок ставки дисконту для грошових потоків;
- вибір горизонту прогнозування вартості;
- розрахунок вартості реверсії.

Темою цієї статті будуть перші два завдання, які мають бути коректно описані та обґрунтовані оцінювачем у процесі практичної оцінки.

Найбільш поширеним методом до складання (калькуляції) ставки дисконту є метод кумулятивної побудови. Згідно з цим підходом (методом) до величини безризикової ставки доходу додаються премії за різні види ризику, пов'язані з інвестуванням у конкретний об'єкт оцінки,

$$\sum r = R_f + \sum G_i \quad (1)$$

де r – ставка дисконту; R_f – іпрібутковість безризикових активів; n – кількість премій за ризик; G_i – премія (надбавка) за ризик з номером i . Приклади ризиків, які враховуються, і найбільш типові розміри премій за ризик наведені в таблиці.

Наведені значення видів ризиків, які враховуються, і розміри (діапазон) премій узагальнені автором у процесі рецензування великої кількості звітів оцінювачів. Безумовно, наведений перелік видів ризиків, які враховуються, є далеко невичерпним.

Основна проблема полягає у виборі чисельного значення G_i із зазначених діапазонів. Якщо оцінити максимальне значення суми

премій і мінімальне значення суми премій за видами ризиків, які враховуються у ставці дисконту, то

$$\sum_{i=1}^8 G_{imax} = 26 \%;$$

$$\sum_{i=1}^8 G_{imin} = 2 \%.$$

Як бачимо, різниця між максимальною сумою і мінімальною становить 24 %, що є досить великим значенням, яке значно впливає на чисельне значення вартості. Розрахунок показника D, що характеризує відхилення максимального набору премій від мінімального, розраховується в такий спосіб:

$$D = (26 - 2) / 2 = 12, \text{ або } 1\ 200 \%. \quad (3)$$

Чисельне значення $D = 1\ 200 \%$ характеризує досить значне статистичне відхилення можливих наборів премій за ризик інвестування, особливо з урахуванням того факту, що остаточне значення вартості пакета корпоративних прав додатково коригується знижками (надбавками) на весь розмір пакета.

Суттєвим моментом при цьому є не тільки значна різниця між сукупними преміями за ризик, але й відсутність єдиного експертного погляду на розрахунок чисельного значення кожного з видів премій (компенсацій) за ризик.

Інакше кажучи, спостерігається ситуація, за якої розміри премій аж ніяк не пов'язані з реальною економічною дійсністю. Очевидно, що сукуп-

Вид ризиків, які враховуються у ставці дисконту (за винятком безризикової ставки)	Діапазон премій (надбавок) за ризик G_i , %
Компенсація ризику зміни базової безризикової ставки	0 – 2
Компенсація різниці ліквідності вкладень	0 – 4
Компенсація за якість управління	1 – 4
Компенсація різниці окупності інвестицій	0 – 3
Надбавка за диверсифікованість за споживачами товарів (послуг)	0 – 3
Компенсація за місце розташування об'єкта оцінки	0 – 2
Премія за фінансову структуру	0 – 5
Компенсація великої залежності об'єкта оцінки від зміни законодавства	1 – 3

* Capital Asset Pricing Model.

** Модильяни Ф., Міллер М. Скільки стоїть фірма? Теорема MM / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 45-46.

на ставка дисконту для реальних операцій купівлі/продажу українських підприємств, особливо періоду 2000 – 2002 рр., має бути досить високою. Це пов'язано насамперед з особливостями ставлення держави до власників підприємств, становленням державної економічної політики тощо. Але з погляду практичної роботи оцінювача важливим є не сам факт великих чисельних значень ставки дисконту, а міри обґрунтованості вибору саме таких чисельних значень, тобто максимального зниження впливу суб'єктивного чинника, який найчастіше і є предметом вивчення контролюючих органів.

Методами, які максимальною мірою нівелюють суб'єктивний чинник оцінювача, є підходи, які засновані на аналізі ринку капіталів CAPM*, і методи порівняльного аналізу, або ринкової екстракції. Метою цієї статті буде аналіз реальних можливостей методу ринкової екстракції у процесі оцінки українських підприємств.

Логіка методу ринкової екстракції така: аналізується велика кількість реальних угод, усі об'єкти зводяться до порівнянного виду та розраховується середня норма прибутку за середнім об'єктом, яка і буде ставкою дисконту. Основною теоретичною базою методу ринкових екстракцій є відома теорема Мертона – Міллера (теорема MM), згідно з якою «ринкова вартість фірми не залежить від структури її капіталу і визначається нормою капіталізації очікуваного у фірмах її класу»**. Важливим є поняття «один клас фірм». У контексті теореми MM однаковий клас фірм – це схожість (порівнянність) основних компонентів ризику, іманентно властивих фірмам, які можуть належати до різних галузей промисловості. Наприклад, набір ризиків, які складають ставку дисконту на очікувані грошові потоки фірми – роздрібного торговця, будуть схожі з набором ризиків фірми, яка займається ремонтом автомобілів на станції технічного обслуговування. Доказом тому є схожий пуассонівський процес появи клієнтів як для однієї фірми – роздрібного торговця, так і для іншої – що ремонтує автомобілі, хоча ці фірми, звичайно, належать до різних галузей економіки.

Як доказ можливості використання методу ринкової екстракції автор у цій статті наводить приклад практичного розрахунку ставки дисконту (без урахування знижок, надбавок до остаточного значення пакета акцій) реального підприємства.

Вихідні дані. Компанія «Вім-Білл-Данн Продукт» придбала 73,05 % пакета акцій ВАТ «Харківський молочний комбінат» у середині 2002 р. за 4 500 тис. дол. США. У середині 2003 р. 100 % акцій ВАТ «Кременчуцький мискомлокозавод «Кремез» були продані майже за 5 000 тис. дол. США. Покупцями були російські компанії. Вихідні дані отримані з відкритих ділових видань.

Наявні дані дають змогу оцінювачу припустити, що ці підприємства (які генерують грошові потоки до моменту їх продажу) оцінювалися як покупцем, так і продавцем саме з погляду генерування цими підприємствами грошових потоків. Таким чином, розрахувавши вільний грошовий потік для цих підприємств за моделлю McKinsey*, знаючи суму угоди, можна математично розрахувати **імовірну** ставку дисконту, яка могла бути визначена покупцями для укладення угоди.

Такий підхід найбільш обґрунтований унаслідок:

мінімізації суб'єктивного чинника з боку оцінювача;

відповідності розрахованої ставки дисконту **реальним** угодам купівлі-продажу;

визначення ставки дисконту за допомогою математичного розрахунку, що дає змогу оцінити **реальний** горизонт прогнозування, який, імовірно, був урахований покупцями цих підприємств.

Припущення й обмеження цього підходу такі:

наведений розрахунок можливий у припущенні про те, що підприємства придбавалися **виключно** з погляду генерування ними додатних грошових потоків;

оцінювач припускає, що як для ВАТ «Харківський молочний комбінат», так і для ВАТ «Кременчуцький міськмолочозавод «Креме́з» покупці не враховували вартість реверсії, оскільки не мали можливості передбачити перспективу розвитку підприємства на тривалий період, що досить характерно для ринку України періоду 2002 – 2003 рр.;

оцінювач робить припущення, що покупці розраховували вільні грошові потоки саме за моделлю McKinsey. Аргументом на користь такого припущення є той факт, що зазначена вище компанія веде досить успішну консалтингову діяльність саме на території Російської Федерації, а покупцями цих двох підприємств були саме російські компанії;

оцінювач робить припущення, що до загальної вартості пакета акцій зазначених підприємств не застосовувалися додаткові знижки (надбавки), тобто ставка дисконту, які аналізується, відображає лише сукупні ризики бізнесу підприємств, що продаються;

обмеженням є невелика кількість угод купівлі-продажу пакетів корпоративних прав підприємств, що аналізуються.

Теоретичним підтвердженням обґрунтованості запропонованої оцінювачем гіпотези розрахунку ставки дисконтування є однакова галузева озна-

ка придбаних підприємств і відповідно схожий набір сукупних ризиків.

На основі моделі розрахунку вільного грошового потоку за моделлю McKinsey автор виконав розрахунок таких потоків для ВАТ «Харківський молочний комбінат» і ВАТ «Кременчуцький міськмолочозавод «Креме́з» на відповідні періоди. Інформаційними джерелами таких розрахунків були офіційні бухгалтерські звітні документи зазначених підприємств, які публікуються відповідно до Закону України «Про цінні папери і фондову біржу».

Станом на кінець 2002 р. для ВАТ «Харківський молочний комбінат» вільний грошовий потік становив 9 446 838 грн., для ВАТ «Кременчуцький міськмолочозавод «Креме́з» – 10 068 730 грн. Автор виконав розрахунки (з використанням пакета комп'ютерних програм MathCAD-2000) для ставки дисконту ВАТ «Харківський молочний комбінат» за таким рівнянням:

$$23\,625\,000 \text{ грн.} \cdot \sum_{i=1}^N 9\,446\,838 / (1+r)^t = 0, \quad (4)$$

де 23 625 000 грн. – сума, сплачена компанією «Вім-Білл-Данн Продукт» за 73,05 % пакета акцій ВАТ; N – невідомий горизонт прогнозування; r – шукана ставка дисконту; t – час виміру, років. Розв'язання такого роду рівнянь, де невідома величина знаходиться під знаком суми, а, крім того, є ще й невідома величина N , можливе лише з використанням ще одного рівняння. У цьому випадку було складено аналогічне рівняння і для ВАТ «Кременчуцький міськмолочозавод «Креме́з»:

$$26\,250\,000 \text{ грн.} \cdot \sum_{i=1}^N 10\,068\,730 / (1+r)^t = 0, \quad (5)$$

де 26 250 000 грн. – сума, сплачена покупцем за 100 % пакета акцій ВАТ.

Розв'язання рівнянь (4) і (5) щодо змінних N і r найбільш ефективно в пакеті комп'ютерних програм MathCAD-2000. Чисельне розв'язання в цьому пакеті здійснюється методом підбору (метод ітерацій) і дає такі значення:

для ВАТ «Харківський молочний комбінат»:

$$r = \begin{vmatrix} -1,645 - 0,433 i \\ -1,645 + 0,433 i \\ -0,823 - 0,810 i \\ -0,823 + 0,810 i \\ 0,603 \end{vmatrix}$$

для ВАТ «Кременчуцький міськмолочозавод «Креме́з»:

$$r = \begin{vmatrix} -1,6392 - 0,428 i \\ -1,6392 + 0,428 i \\ -0,826 - 0,8035 i \\ -0,826 + 0,8035 i \\ 0,553 \end{vmatrix}$$

Слід зазначити, що тільки при $N = 5$ і вище розв'язання цих двох рівнянь, крім чотирьох комплексних розв'язків, дає дійсний розв'язок (не

* Розрахунок вільних грошових потоків за моделлю консалтингової компанії «McKinsey» не є предметом цієї статті.

комплексний).

Таким чином, при $N = 5$ ставка дисконту r для ВАТ «Харківський молочний комбінат» становить 0,603, для ВАТ «Кременчуцький міськмолкозавод «Креме́з» – 0,553. Комп'ютерне моделювання горизонту прогнозування N у пакеті комп'ютерних програм MathCAD-2000 показало, що лише при $N = 5$ є дійсний розв'язок щодо ставки дисконту r , тобто $N = 5$ – це найближчий горизонт прогнозування, де математично існують дійсні, не комплексні розв'язки.

Розглянемо відхилення мінімального значення ставки дисконту D для ВАТ «Кременчуцький міськмолкозавод «Креме́з», яке дорівнює 0,553, від максимального значення ставки дисконту r для ВАТ «Харківський молочний комбінат»:

$$D = (0,603 - 0,553) / 0,553 = 0,0904, \text{ або } 9,04\%.$$

В оціночній практиці емпірично встановлено, що відхилення менш як 10 % є незначущими, що дає змогу використовувати різні механізми усереднення, статистичного оброблення отриманих

значень для використання в розрахунку ставки дисконту порівнянних класів фірм (підприємств) щодо зазначеного періоду – 2002 – 2003 рр.

Наведений практичний приклад показує застосовність методу ринкових екстракцій не лише до розрахунку ставки дисконту, але й для обґрунтування горизонту прогнозування. Зі збільшенням кількості підприємств, що придбаються, розширенням інформаційного поля щодо угод, які укладаються, припущення і обмеження, що накладаються, характерні для цього методу, будуть тільки знижуватися, надаючи оцінювачу можливість обґрунтовано й об'єктивно розраховувати вартість підприємств у межах дохідного методу.

Порівнянність розрахунків ставки дисконту за методом ринкових екстракцій і, наприклад, за методом ринку капіталів CAPM, дає змогу не тільки виробити єдині методичні підходи до розрахунків чисельних значень знижок (надбавок) до вартості пакета корпоративних прав, що реалізується, але й досліджувати впливи різних ризикових факторів на сукупні значення ставок дисконту.

Коротко – факти

● З метою поліпшення інвестиційної привабливості України, створення економічних, правових та організаційних умов для діяльності іноземних інвесторів Кабінет Міністрів України затвердив постановою від 2 серпня 2005 р. № 666 Положення про Український центр сприяння іноземному інвестуванню. Це Положення регламентує утворення і діяльність Українського центру сприяння іноземному інвестуванню (далі – Центр).

Центр відповідно до покладених на нього завдань:

готує довідково-інформаційні та рекламні матеріали щодо інвестиційного іміджу України, поширює їх у встановленому законодавством порядку, в тому числі з використанням Інтернет;

проводить семінари, конференції тощо з питань реалізації єдиної державної інвестиційної політики та залучення іноземних інвестицій в економіку України;

готує та розміщує відповідно до своєї компетенції в засобах масової інформації матеріали щодо інвестиційного клімату та

умов інвестиційної діяльності в Україні;

проводить моніторинг ефективності реалізації інвестиційних проектів іноземних інвесторів в установленому порядку та поширює відповідні узагальнені статистичні дані;

проводить опитування і дослідження з питань залучення іноземних інвестицій;

взаємодіє з місцевими органами виконавчої влади та органами місцевого самоврядування у проведеному спільних заходів з активізації інвестиційної діяльності та сприяння реалізації інвестиційних проектів іноземних інвесторів;

організує навчання з питань інвестиційної діяльності;

надає відповідно до законодавства інформаційні послуги іноземним інвесторам з питань започаткування діяльності в Україні, надає інформацію щодо потенційних об'єктів інвестування, в тому числі щодо інвестиційних потреб окремих регіонів;

взаємодіє в установленому порядку з об'єднаннями підприєм-

ств, міжнародними інвестиційними організаціями, фондами, окремими компаніями – потенційними інвесторами;

підтримує зв'язки з Міжнародною асоціацією агентств сприяння інвестиціям;

сприяє захисту законних прав та інтересів іноземних інвесторів у їх відносинах з державними органами під час підготовки та реалізації пріоритетних інвестиційних проектів;

проводить іншу діяльність.

У складі Центру утворюється Бюро апеляцій та сприяння судовому вирішенню спорів між іноземними інвесторами та державними органами.

Центр є неприбутковою організацією, надає послуги на безоплатній основі. Перелік окремих послуг, що можуть надаватися на платній основі, а також тарифи на ці послуги затверджуються в установленому порядку Міністром економіки.

Офіційний вісник України, 2005, № 31 (частина 2), ст. 1865.

До Фонду державного майна України надходять численні запити юридичних та фізичних осіб стосовно можливості визначення збитків суб'єктами оціночної діяльності – суб'єктами господарювання, зокрема нанесених власнику транспортного засобу внаслідок дорожньо-транспортної пригоди.

За роз'ясненнями ми звернулися до директора Департаменту оцінки майна та оціночної діяльності **Валерія ГАЙДУКА**

Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» (далі – Закон) визначає правові засади здійснення оцінки майна, майнових прав та професійної оціночної діяльності в Україні, її державного та громадського регулювання, забезпечення створення системи незалежної оцінки майна з метою захисту законних інтересів держави та інших суб'єктів правовідносин у питаннях оцінки майна, майнових прав та використання її результатів. Вищезазначений Закон має широкий спектр застосування, тоді як закони України «Про судову експертизу» та «Про страхування» визначають відповідно правові, організаційні і фінансові основи судово-експертної діяльності з метою забезпечення правосуддя України незалежною, кваліфікованою і об'єктивною експертизою та регулюють відносини у сфері страхування і створюють ринок страхових послуг.

Відповідно до вимог ст. 19 Закону та Положення про порядок видачі сертифікатів суб'єктів оціночної діяльності від 14.03.02 № 479 ФДМУ видає суб'єктам господарювання сертифікати суб'єктів оціночної діяльності. Зазначені сертифікати надають право суб'єктам господарювання здійснювати практичну діяльність з оцінки майна за двома напрямками оцінки та 9 спеціалізаціями в межах цих напрямів. Термін дії сертифіката – 3 роки з дати видачі.

Згідно зі ст. 15 та 17 Закону оцінювачі (заявлені у довідці про оцінювачів, які є у штатному розписі суб'єк-

тів господарювання) реєструються у Державному реєстрі оцінювачів за відповідними напрямками оцінки майна та спеціалізаціями в межах цих напрямів, а також раз на два роки підвищують свою кваліфікацію згідно із зазначеними напрямками та спеціалізаціями.

Відповідно до частини 3 статті 7 вищезазначеного Закону проведення незалежної оцінки майна є обов'язковим у випадках застави державного та комунального майна, відчуження державного та комунального майна способами, що не передбачають конкуренцію покупців у процесі продажу, або в разі продажу одному покупцю, визначення збитків або розміру відшкодування, під час вирішення спорів та в інших випадках, визначених законодавством або за згодою сторін.

З огляду на вищезазначене суб'єкти господарювання – суб'єкти оціночної діяльності, які зареєстровані в Державному реєстрі суб'єктів оціночної діяльності за напрямом І «Оцінка об'єктів у матеріальній формі» та спеціалізацією 1.3 «Оцінка дорожніх транспортних засобів», та оцінювачі, які є штатному розписі суб'єкта господарювання і зареєстровані в Державному реєстрі оцінювачів за відповідним напрямком та спеціалізацією, мають право оцінювати дорожні транспортні засоби (ДТЗ) (зокрема визначати розмір відшкодування або матеріальний збиток, завданий власнику ДТЗ внаслідок дорожньо-транспортної пригоди).

Водночас інформуємо, що відповідно до ст. 1 Закону України «Про судову експертизу» судова експертиза –

це дослідження експертом на основі спеціальних знань матеріальних об'єктів, явищ і процесів, які містять інформацію про обставини справи, що перебуває у провадженні органів дізнання, досудового та судового слідства. Ст. 7 цього Закону передбачено, що для проведення деяких видів експертиз за рішенням особи або органу, що призначили судову експертизу, можуть залучатися крім судових експертів також інші фахівці відповідних галузей знань.

Згідно зі ст. 57 Цивільного процесуального кодексу України експертиза може бути проведена експертами відповідних установ або іншими фахівцями, призначеними судом. При цьому експертом може бути призначена будь-яка особа, яка володіє необхідними знаннями для надання висновку.

Відповідно до ст. 8 Закону України «Про судову експертизу» та ст. 9 Закону розроблено Методику товарознавчої експертизи та оцінки дорожніх транспортних засобів (затверджена спільним наказом Міністерства юстиції України і Фонду державного майна України від 24.11.03 № 142/5/2092 та зареєстрована Міністерством юстиції України 24.11.03 за № 1074/8395). Вимоги Методики є обов'язковими під час проведення товарознавчих досліджень судовими експертами науково-дослідних експертно-криміналістичних центрів Міністерства внутрішніх справ України, суб'єктами господарювання, до компетенції яких уходить проведення судових автотоварознавчих експертиз, а також всіма суб'єктами оціночної діяльності під час оцінки ДТЗ, у тому числі з метою визначення матеріальних збитків, завданих власнику в разі пошкодження ДТЗ.

Реєстр атестованих судових експертів, які мають право здійснювати зазначену експертизу, веде Міністерство юстиції України.

