

В.Г. АНДРІЙЧУК,  
д.е.н., професор, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана,  
А.В. БІЛИЧ,  
аспірантка, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

# Вартість аграрного підприємства: методичні підходи та специфіка оцінювання

У статті наведена узагальнена характеристика методичних підходів до визначення вартості підприємства, а також проаналізовані їх переваги та недоліки. Визначені також підходи до оцінювання вартості земельної ділянки як елементу загальної вартості підприємства за умов, якщо земельна ділянка знаходиться у приватній власності або в оренді. Проаналізоване законодавче підґрунтя процесу відчуження земельної ділянки та взаємовідносини, що при цьому виникають між орендарем та орендодавцем.

**Ключові слова:** ставка дисконтування, справедлива вартість, термінальна вартість, право оренди, додатковий дохід.

В статье приведена обобщенная характеристика методических подходов к определению стоимости предприятия, а также проанализированы их преимущества и недостатки. Определены подходы к определению стоимости земельного участка как элемента общей стоимости предприятия при условии, что земельный участок находится в частной собственности или в аренде. Проанализирована законодательная база процесса отчуждения земельного участка и взаимоотношения, которые при этом возникают между арендатором и арендодателем.

**Ключевые слова:** ставка дисконтирования, справедливая стоимость, терминальная стоимость, право аренды, дополнительный доход.

*This paper summarizes the characteristics of methodological approaches to determining the value of the enterprise, and their advantages and disadvantages are analyzed. Specific features of land valuation as a part of the overall value of the company are provided in case when land is privately owned or leased by the company. The legal basis for the process of alienation of land and the relationships that this may arise between the tenant and the landlord are analyzed.*

**Keywords:** discount rate, fair value, terminal value, land lease right, additional income.

**Постановка проблеми.** В сучасних умовах розвитку бізнес-процесів підприємство виступає як об'єкт та суб'єкт ринкових відносин, що виникають у середовищі його функціонування. Так, з одного боку, підприємство виступає активним учасником ринку як покупець матеріально-технічних засобів, постачальник товарів та послуг, контрагент зі здійснення банківських операцій, а з іншого — є об'єктом купівлі-продажу, виступаючи товаром у тому самому ринковому середовищі. Таким чином, за наявності повноцінно

функціонуючого ефективного ринку підприємство може бути купленим або проданим за визначеною ринковим законом попиту та пропозиції ціною. В таких умовах виникає необхідність вибору методик оцінювання вартості підприємства, які б максимально враховували його внутрішнє та зовнішнє середовище, специфіку діяльності, а також економічний стан, перспективи розвитку та подальшого зростання, наявні економічні та інші види ресурсів та ін.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Проблематика даного дослідження лягла в основу багатьох наукових праць видатних вітчизняних та зарубіжних авторів, а саме В.Г. Андрійчука [1], Р.В. Андрійчука [2], А. Дамодарана [4], Т. Коупленда [6], О.Г. Мендрула [7], Т. Огієра [9], Т. Узста [10] та інших.

**Мета статті.** Визначення різних методичних підходів до оцінювання вартості підприємства та їх порівняльна характеристика. Науково-практичне обґрунтування методу дисконтування грошових потоків у визначенні вартості аграрного підприємства та визначення специфіки його оцінювання. Обґрунтування методичних підходів до оцінювання права оренди земельної ділянки.

**Виклад основного матеріалу.** Останнім часом посилюються тенденції щодо купівлі/продажу підприємств, для чого визначається так звана справедлива вартість (fairvalue), яка за МСФО 13 представлена як ціна, яка може бути отримана при продажу активу або виплачена при передачі зобов'язання учасниками ринку на умовах добровільності та наявності організованого ринку [15]. Американською оціночною спілкою справедлива вартість визначена як ціна угоди, що виражена у грошовому еквіваленті, за якою власність може бути передана гіпотетично зацікавленому продавцю в умовах вільного ринку [11]. При цьому ані покупець, ані продавець не знаходяться в умовах, що змушують їх до цієї угоди, та є максимально поінформованими щодо її деталей. У Національному стандарті №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» справедлива вартість визначена як «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 зі сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу» [18]. Але при цьому МСФО 4 зазначає, що вартість виступає конкретною характеристикою конкретного об'єкта на певний момент у часі, а тому не є явищем постійним, адже може змінюватися зал-

Таблиця 1. Класифікація та порівняння основних методичних підходів до визначення вартості підприємства

Підхід	Стислий опис	Назва методу	Шляхи використання	Сутність методу
Дохідний підхід	Підхід, що базується на врахуванні дохідності всіх бізнес-процесів та майбутніх результатів діяльності бізнесу, його економічних вигід; визначається теперішня вартість всіх очікуваних грошових потоків, величина яких дисконтується на фактор часу	Дисконтування грошових потоків <sup>1</sup>	$V_t = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_{t+1}}{(1+WACC)^{t+1}} - r$	Являє собою суму теперішньої вартості майбутніх грошових потоків за ставкою приведення (WACC – альтернативна дохідність для потенційних інвесторів). Передбачає аналіз та прогноз макро- та мікротенденцій середовища функціонування підприємства – об'єкта оцінки
		Метод капіталізації доходів <sup>2</sup>	$V_t = \text{Net profit} / \text{Capitalization rate}$	Використовується в умовах, коли не очікуються значні зміни в величині отриманих доходів; передбачає переведення отриманих доходів у вартість шляхом коригування їх на ставку капіталізації
		Метод надлишкових прибутків	Є різновидом методу дисконтування грошових потоків, проте замість величини вільного грошового потоку приймається величина чистого надлишкового прибутку	Передбачає, що підприємство отримає додатковий прибуток за рахунок використання певних нематеріальних активів, що містяться в структурі його активів
Витратний підхід	Сукупність методів оцінки, що базуються на визначенні необхідних витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з урахуванням величини його зносу [16]; використовується в умовах, коли підприємство не отримує стабільних доходів або взагалі працює збитково протягом певного історичного періоду, що унеможливорює прогнозування дохідної частини діяльності підприємства	Метод відновної вартості <sup>3</sup>	$V_t = PB * K_t$	Передбачає визначення величини витрат на відновлення майна з урахуванням його первісної вартості та індексу інфляції
		Метод ліквідаційної вартості	$V_t$ = скоригована вартість всіх активів – витрати на ліквідацію – поточні зобов'язання	Застосовується при загрозі банкрутства або систематичній неприбутковості бізнесу, генеруванні негативних грошових потоків, що загрожує подальшій роботі підприємства, нищівним чином впливає на його економіку та унеможливорює інтерес інвесторів до бізнесу як до реально діючого та ефективного. Можливе застосування спеціального коефіцієнту коректування на вимушений продаж активу
		Метод чистих активів	$V_t$ = скоригована вартість активів – ринкова вартість зобов'язань	Передбачає аналіз даних бухгалтерської звітності на дату оцінки (в тому числі облікової політики підприємства, проведення інвентаризації та ін.); оцінка ринкової (справедливої) по елементній оцінці активів та поточної вартості боргових зобов'язань
Порівняльний підхід	Підхід, за якого вартість бізнесу є ціною придбання об'єкта купівлі-продажу на активному організованому; передбачає порівняння вартостей аналогічних оцінюваних предметів; наявність відкритих даних щодо діяльності компаній з метою проведення бенчмаркінгового аналізу	Метод угод	Вартість об'єкта – скоригована вартість підприємства-аналога	Використовується при оцінці або контрольного пакету акцій, або цілого бізнесу. Дозволяє встановити взаємозв'язок між ціною угоди по аналогічній компанії та показником фінансової або операційно-господарської ефективності об'єкта-оцінки
		Метод галузевих мультиплікаторів <sup>4</sup>	– інтервальні мультиплікатори (ціна/прибуток, ціна/виручка від реалізації, ціна/дивіденди); – одномоментні (ціна/балансова вартість активів, ціна/чиста вартість активів)	Передбачає вибір адекватного умовам оцінки мультиплікатору, вибір аналогічного підприємства на основі бенчмаркінг-аналізу та нормалізацію історичних даних підприємств (у тому числі, і об'єкта оцінки). Факторами, що визначають ідентичність компаній: географічна належність, розмір та виробничий тип, спеціалізація та життєвий цикл продукту; оцінка прибутковості та можливого її зростання
		Метод ринку капіталів	$V_t$ = сумарна вартість акцій, придбаних на ринку (їх ринкова ціна)	Оцінка неконтрольних пакетів акцій, придбання яких здійснюється на сформованому та діючому ринку капіталів. Дозволяє встановити взаємозв'язок між ціною корпоративного портфелю аналогічного підприємства та фінансовими показниками об'єкта-оцінки (наприклад, P/E ratio)
Стохастичні підходи	Є синтетичними, оскільки їх не можна прямо віднести до жодного з існуючих традиційних методів оцінки вартості бізнесу, а крім того, синтезують в собі їх переваги	Модель Ольсона <sup>5</sup>	$V_t = NA_t + \sum ((ROE_t - r_e) * NA_t - 1) / (1 + r_e)^t$	Є комбінацією методів чистих активів та моделі надлишкових прибутків, через що даному методу віддається особлива перевага у виборі методів оцінки вартості бізнесу
		Модель Блека – Шоулза	Ціна активу = поточна вартість оцінюваної компанії Вартість виконання опціону <sup>6</sup> = номінальна вартість боргу	Базується на теорії опціонів – продаж підприємством права викупити назад свої акції/активи за ціною боргу. Має п'ять перемінних – строк боргу, вартість активів та зобов'язань, безризикова ставка дохідності, середньоквадратичні відхилення вартості активів
		Модель Гордона <sup>7</sup>	$FV_t = FCF_{t+1} / WACC - g$	Модель довгострокового росту доходів та постійних реінвестицій економічного прибутку, характеризує ріст вільних грошових потоків у постпрогнозний період з урахуванням темпу довгострокового зростання (g). Модель базується на прогнозі отримання стабільних доходів у постпрогнозний період, а величини амортизації та капітальних інвестицій еквівалентні
		Модель EVA <sup>8</sup>	$V_t = NOPAT - IC * WACC$ , або $V_t = (ROI - WACC) * IC$	Бізнес вважається ефективним тільки у тому випадку, коли отриманий прибуток є вищим за вартість інвестованого для його отримання капіталу. В іншому випадку підприємство не створює вартості для своїх акціонерів

<sup>1</sup>  $V_t$  – вартість підприємства, гр. од.;  $FCF_t$  – вільні грошові потоки у періоді t, гр. од.; r – темп зростання у постпрогнозний період t+1, %; WACC – ставка дисконтування, %

<sup>2</sup> Netprofit – чистий прибуток, гр. од.; Capitalizationrate – ставка капіталізації (як різниця між WACC та r), %.

<sup>3</sup> PB – первісна вартість активу, гр. од.; K – коефіцієнт індексації

<sup>4</sup> P – прибуток, гр. од.; Revenue – виручка від реалізації, гр. од.; BV – балансова вартість, гр. од.; Capacity – потужність підприємства, S – площа сільськогосподарських угідь.

<sup>5</sup>  $NA_t$  та  $NA_{t+1}$  – чисті активи відповідно у прогностичний період та постпрогнозний періоди, гр. од.; ROE – рентабельність власного акціонерного капіталу, %;  $r_e$  – середньогалузева рентабельність власного акціонерного капіталу, %;

<sup>6</sup> Під вартістю виконання опціону розуміється можлива вартість ліквідації компанії з погашенням всієї наявної заборгованості за рахунок активів. Таким чином, суть опціону в даному випадку заключається в тому, що компанія «умовно» продає свої активи кредиторам, маючи при цьому право їх викупу по вартості боргу через зазначений період. Вартість такого опціону і є вартістю бізнесу.

<sup>7</sup>  $FV_t$  – очікувані вартість у підприємства у постпрогнозний період, гр. од.; g – темп довгострокового зростання економіки підприємства, %;  $FCF_{t+1}$  – вільний грошовий потікпостпрогнозного періоду, гр. од.

<sup>8</sup> NOPAT – чистий операційний прибуток після оподаткування, гр. од.; IC – балансова вартість інвестованого капіталу, гр. од.; ROI – рентабельність інвестованого капіталу (NOPAT/IC), гр. од.

Таблиця 2. Порівняння та оцінка різних методичних підходів оцінки вартості підприємства

Методичний підхід	Оцінка методів	
	переваги	недоліки
Дохідний підхід	<ul style="list-style-type: none"> <li>Не потребує детальної інформації щодо структури активів, їх елементів, а лише оцінюється їх здатність в майбутньому генерувати позитивні грошові потоки.</li> <li>Оцінює альтернативну дохідність капіталу та відображає інвестиційні мотиви акціонерів щодо їх дохідності.</li> <li>Поєднує ретроспективний аналіз із стратегічним в контексті концепції вартості грошей у часі (майбутня вартість грошових потоків дисконтується з метою приведення до теперішньої вартості).</li> <li>Враховує дію систематичних та специфічних ризиків, що впливає на вартість капіталу та всього бізнесу.</li> <li>Результати методу можуть слугувати базою для прийняття важливих управлінських стратегічних рішень, що базуються на вартісно орієнтованих засадах</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Вимога щодо значного масиву ретроспективних даних, відсутність яких унеможливить правильність прогнозів показників операційно-господарської, фінансової та інших видів діяльності підприємства.</li> <li>Нестабільність розвитку підприємств, а відповідно і отриманих грошових потоків, ітерація періодів «зростання» та «занепаду», що також унеможливить використання даного підходу.</li> <li>Складнощі оцінки ринкових ризиків та малопронизованих показників діяльності підприємства – капітальних інвестицій, грошового та негрошового оборотного капіталу.</li> <li>Відсутність ефективного організованого ринку капіталів, що ускладнює процес оцінки вартості власного капіталу, середньозваженої вартості капіталу</li> </ul>
Витратний підхід	<ul style="list-style-type: none"> <li>Можливість використання цього методу для мало-ефективних та неприбуткових підприємств, адже враховується балансова або переоцінена вартість активів, а не можливість створення додаткової вартості ними.</li> <li>Доступність та повнота статистичної інформації, що використовується методом</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Умовами П(с)БО 7 не передбачена обов'язкова періодична переоцінка.</li> <li>Процес переоцінки, що здійснюється в рамках внутрішньої політики підприємства, відрізняється хаотичністю та непослідовністю.</li> <li>Не враховується вартість нематеріальних активів, не відображаються на балансі підприємства, а також право оренди землі (для агропромислових підприємств).</li> <li>Не враховуються майбутні економічні вигоди підприємства, що свідчить про відсутність постпрогнозу дії витратного підходу</li> </ul>
Порівняльний підхід	<ul style="list-style-type: none"> <li>Простий у застосуванні метод, що оцінює вартість підприємства за фактичними цінами, що склалися на ринку купівлі/продажу такого специфічного товару як підприємство.</li> <li>Підхід визначає вартість на момент оцінки та відображає ставлення ринку до даного активу (шляхом ціноутворення на його акції).</li> <li>Немає необхідності в прогнозі даних, що позбавляє результат об'єктивності</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Використання методу можливе за умови ефективно працюючого ринку капіталу, прозорості його функціонування.</li> <li>Відкритість та публічність компаній.</li> <li>Труднощі у виборі адекватного мультиплікатора та пошуку підприємства-аналога (бенчмаркінг)</li> </ul>
Стохастичний підхід	Є синтезом декількох методів, використовуючи переваги та недоліки кожного з них	<ul style="list-style-type: none"> <li>Використання лише скоригованих даних щодо вартості активів підприємства.</li> <li>Обов'язковість ведення бухгалтерського обліку та фінансової звітності за міжнародними стандартами (GAAP та МСФЗ), що не отримало ще достатнього розповсюдження у вітчизняній практиці</li> </ul>

ежно від методики обрахунку та періоду часу, в який здійснюється така оцінка [15].

З метою оцінки справедливої вартості за МСФО 13 прийнято три основні методичні підходи [15], вибір між якими пов'язаний із цілями проведення оцінки, вхідними умовами та наявністю достатньої інформації тощо. Так, наприклад, якщо компанія придбавається з метою розпродажу її активів або у випадку її ліквідації, визначається ліквідаційна вартість (затратний метод). Якщо ж наміри купити підприємство має стратегічний інвестор, використовується дохідний підхід, а саме метод дисконтування очікуваних грошових потоків, що пов'язано з тим, що метод передбачає прогноз найбільш можливого варіанту та перспектив економічного розвитку підприємства. У разі якщо підприємство є публічним та функціонує в умовах активного ринку капіталів, його вартість визначається за ринковим методом шляхом застос-

ування методів бенчмаркінгу та галузевого аналізу. В деяких випадках доцільним є використання декількох методів, при цьому найбільш прийнятним кінцевим варіантом оцінки має бути таке значення в діапазоні справедливої вартості, яке найбільше відповідає очікуванням акціонерів та власників щодо ціни активу [15].

Отже, у вітчизняній та зарубіжній практиці оцінювання підприємства прийнято виділяти такі методичні підходи (табл. 1).

При виборі тих чи інших методичних підходів до уваги беруться також ті переваги та недоліки, які їм притаманні, та які, крім іншого, визначають даний вибір для конкретного підприємства відповідно до цілей та принципів такої оцінки (табл. 2).

Одним із найбільш розповсюджених у практиці корпоративної оцінки є метод дисконтування грошових потоків (DCF – discounted cash flow), що пов'язано з його комплексністю,

стратегічною спрямованістю, ретроспективним та перспективним аналізом економічного стану та діяльності підприємства, що задовольняє вимоги як реальних, так і потенційних інвесторів. Метод DCF базується на двох основоположних концепціях – теорія вартості грошей у часі та чистої приведеної вартості (NPV – net present value), відповідно до яких вираховується теперішня вартість існуючого підприємства у майбутніх періодах (через ставку капіталізації), а також визначається виправданість інвестиційних вкладень (відповідно до фінансової вигоди інвестора).

Таким чином, оцінка підприємства або окремої інвестиції за методом DCF становитиме вартість очікуваних чистих грошових потоків, які генеруватиме дане підприємство в результаті операційно-господарської, фінансової та інших видів діяльності з урахуванням чиннику часу (період дисконтування) та дії систематичних та специфічних ризиків, притаманних бізнесу та ринку, що враховується у ставці дисконтування (WACC):

$$\text{Value of firm} = \sum FCFF_t / (1 + WACC)^t,$$

де  $FCFF_t$  – величина прогнозованих вільних грошових потоків компанії у періоді  $t$ , гр. од.;  $WACC$  – середньозважена вартість капіталу, %;  $t$  – період прогнозування.

При прогнозуванні величини вільних грошових потоків враховуються результати операційно-господарської, фінансової та інвестиційної діяльності відповідно до ретроспективних даних самого підприємства та його бізнес-стратегії на період прогнозування.

$$FCFF = EBIT * (1 - T) + Depreciation - CAPEX + / - \Delta NCWC,$$

де  $EBIT$  – величина доходу до сплати відсотків та податку на прибуток, гр.од.;  $T$  – ставка податку, %;  $Depreciation$  – величина нарахованої амортизації, гр.од.;  $CAPEX$  – капітальні інвестиції, гр.од.;  $\Delta NCWC$  – зміна величини негрошового оборотного капіталу, гр.од.

Важливим елементом розрахунку вартості за методом DCF є величина середньозваженої вартості капіталу ( $WACC$ ), яка є фактором дисконтування вільних грошових потоків на період прогнозування, виконуючи функцію варто-

сті грошей у часі, а також відображає ризик інвестування у конкретне підприємство.

Таким чином, ставка  $WACC$  фактично відображає сукупну альтернативну дохідність, яку можуть очікувати інвестори, і складається з кількох аргументів – структури капіталу та вартості позикового й власного акціонерного капіталу.

$$WACC = K_e * W_e + K_d * W_d * (1 - T),$$

де  $K_e$  та  $K_d$  – відповідно ринкова вартість власного акціонерного (equity) та позикового (debt) капіталу, %;  $W_e$  і  $W_d$  – частка у структурі акціонерного капіталу відповідно власного та позикового, %.

І якщо визначення вартості позикового капіталу не викликає труднощів, становлячи середньоринкову вартість боргу для підприємства відповідної галузевої приналежності, то вартість власного акціонерного капіталу ускладнюється необхідністю врахування дії систематичних та специфічних ризиків, що потребує ретельного аналізу ринку капіталів та аналізу підприємств галузі (бенчмаркінг).

$$CARM = R_f + \beta_e * (R_m - R_f),$$

де  $R_f$  – безризикова ставка дохідності, %;  $\beta_e$  – коефіцієнт систематичного ризику – бета;  $R_m$  – ринкова дохідність інвестиційного портфелю компанії, %;  $(R_m - R_f)$  – премія за ризик інвестування в цінні папери компанії, %.

Після визначення прогнозних обсягів вільних грошових потоків та середньозваженої вартості капіталу, що слугує ставкою приведення вартості цих грошових потоків до теперішнього часу, необхідно пролонгувати таку оцінку на постпрогнозний період, який виходитиме за рамки періоду дисконтування та характеризуватиме перспективи стратегічного розвитку підприємства (рис. 1).

Для оцінювання вартості підприємства у постпрогнозний період визначається термінальна вартість (TV – terminal value), яка є теперішньою вартістю майбутнього згенерованих грошових потоків у постпрогнозний період з урахуванням ставки довгострокового зростання ( $g$  – growthrate), яка не повинна перевищувати середній прогнозний довгостроковий темп росту галузі або розвитку економіки підприємства.

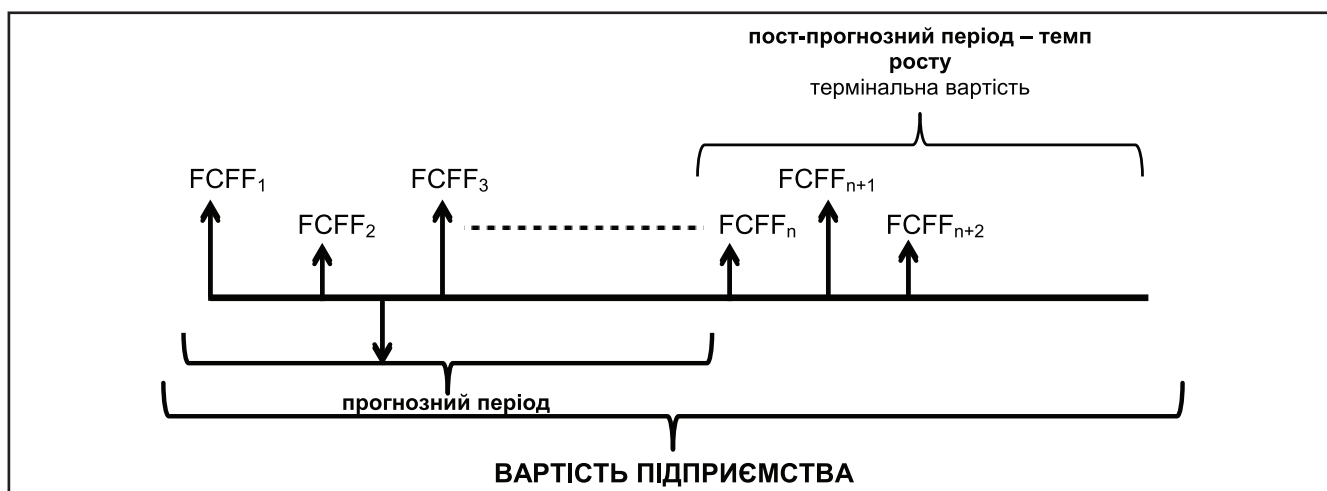


Рисунок 1. Прогнозний та постпрогнозний періоди оцінки вартості підприємства

Розроблено автором.

$$TV_n = \sum FCFF_n / (WACC - g),$$

де  $TV_n$  – поточне значення термінальної вартості, гр.од.;  $FCFF_n$  – вільні грошові потоки підприємства у період останнього прогнозного року –  $n$ , гр.од.

Таким чином, вартість підприємства за методом DCF складатиметься з поточної вартості вільних грошових потоків у прогнозний та постпрогнозний періоди, останній з яких враховуватиме експертні припущення щодо довгострокового рівня зростання економіки підприємства.

$$V_{firm} = \sum FCFF_t / (1+WACC)^t + TV.$$

Що ж стосується вартості аграрного підприємства, то у цілому процедура її визначення за методом DCF набуває модифікованого вигляду (рис. 2), що зумовлено провідною роллю землі як основного засобу виробництва в сільському господарстві. Цей ресурс може використовуватися аграрними підприємствами на правах приватної власності або на правах оренди, залежно від чого різнитимуться і підходи до

визначення вартості такого ресурсу у складі загальної вартості аграрного підприємства.

Якщо земельна ділянка знаходиться у приватній власності аграрного підприємства, обґрунтованою є методика оцінки вартості такої земельної ділянки як капіталізованої ціни землі з урахуванням так званого фактору землі, який визначений на рівні 40% у дохідності підприємства [8, с. 13–14]. Фактор землі виникає у зв'язку з тим, що у структурі активів аграрних підприємств земельний капітал може займати до 40%, що відповідно визначає і його частку у вартості акумульованих грошових потоків. Таким чином, вартість земельної ділянки, що знаходиться у приватній власності, як елемент загальної вартості аграрного підприємства, визначається як добуток ціни землі, визначеної відношенням орендної плати до дисконтної ставки для землі, та коефіцієнту вкладу земельного фактору у формуванні грошового потоку аграрного підприємства.

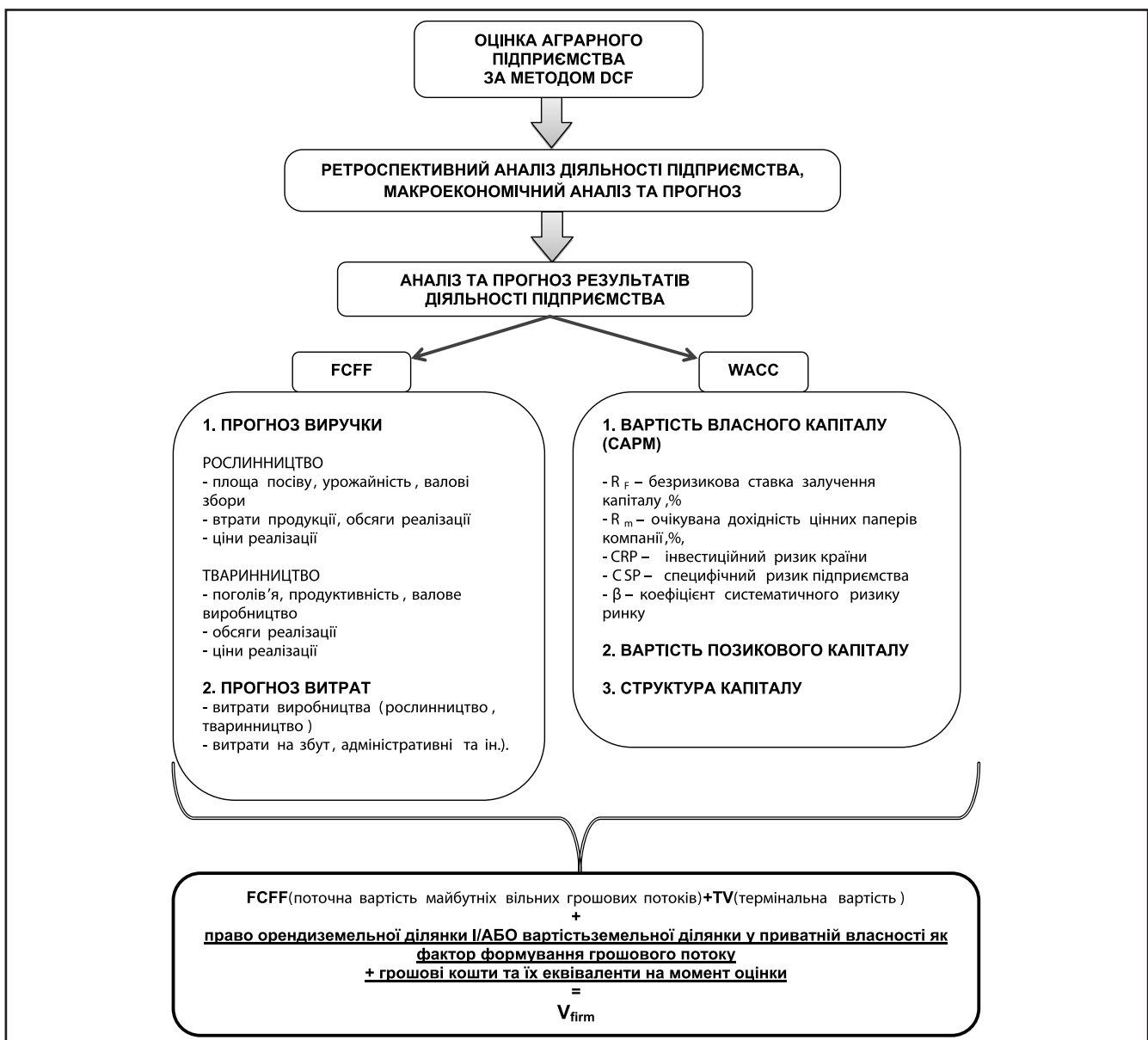


Рисунок 2. Визначення вартості аграрного підприємства за методом DCF



Оскільки на сьогодні абсолютна більшість аграрних підприємств, насамперед великих, орендує землі, що сформувало масштабний ринок оренди сільськогосподарських земель, важливою складовою вартості аграрного підприємства стає саме право оренди земельної ділянки, що може істотно збільшувати вартість такого аграрного підприємства.

МСФО та ПсБО 8 «Нематеріальні активи» визначають право оренди землі як нематеріальний актив, але на сучасному етапі лише незначна кількість аграрних підприємств включає право оренди до свого балансу. Зазначимо, що на сьогодні в умовах відсутності повноцінного ринку землі унеможливорюється об'єктивне визначення вартості такого нематеріального активу, як право оренди землі, яке, крім того, не має реального фінансового джерела, відображаючись у розділі «Власний капітал» як «Додатковий капітал». Усі ці та інші обставини змушують говорити про вартість права оренди землі як певну величину фіктивного капіталу, який фактично збільшує вартість підприємства, але ця збільшена вартість не має реального наповнення, перетворюючись у реальний капітал при продажу підприємства.

Методика оцінювання вартості права оренди земельної ділянки або права користування нею на умовах емфітевзису чи суперфіцію для орендаря згідно із Постановою Кабінету Міністрів від 16 листопада 2011 р. №1248 «Про внесення зміни до Методики експертної грошової оцінки земельних ділянок» передбачає три основні методи, одним з яких є волюнтаристський (або зіставлення цін продажу), який ґрунтується виключно на суб'єктивній інформації щодо «бажаного», а не об'єктивного рівня цін, що мають відображати вартість права оренди земельної ділянки для орендаря. Детально розглянемо дві інші методики оцінки права оренди для орендаря, які передбачають більший ступінь наукової об'єктивності та обґрунтованості [21] (табл. 3).

Відповідно до першої методики, що передбачає визначення права оренди земельної ділянки через непряму капіталізацію, додатковий дохід орендаря визначається як різниця між рівнем чистого операційного доходу (рентний дохід) та чистим операційним доходом від надходження плати, визначеної договором оренди земельної ділянки. При цьому очікуваний ринковий рівень чистого операційного доходу власника земельної ділянки визначається з виразу [5, с. 144].

$$NO_{lm} = LP_m - OC,$$

де  $LP_m$  – ринкова орендна плата, гр. од.;  $OC$  – операційні витрати, що включають у себе земельний податок, реєстрацію договорів оренди, гр. од.

Звідси додатковий дохід визначатиметься як

$$+/- D_{O_i} = NO_{lm} - NO_{Io},$$

де  $NO_{Io}$  – чистий операційний дохід власника ділянки від плати за неї згідно з договором (фактично одержуваний чистий операційний дохід власником земельної ділянки).

Як видно із наведеної формули, вартість права оренди земельної ділянки для орендаря може приймати від'ємне значення у випадку, коли фактичний рівень орендної плати (орендна плата, визначена договором оренди) буде більшим за ринковий рівень чистого операційного доходу [21]. Така обставина не узгоджується з першим підходом визначення вартості права оренди (зіставлення цін продажу), яка завжди є додатною величиною, а також суперечить логіці визначення вартості підприємства як сумарної величини його вільних грошових потоків та вартості права оренди. Більше того, можемо стверджувати, що в українських реаліях вартість права оренди за другим підходом майже завжди прийматиме від'ємне значення. Це пов'язано з тим, що фактичний рівень орендної плати, який виплачують орендарі власнику земельної ділянки, перевищує її ринковий рівень через високий ризик конкуренції в даному сегменті та підвищення ставок такої плати у відповідь на її зростання.

Щодо іншого підходу, що ґрунтується на визначенні права оренди земельної ділянки на основі чистого операційного доходу власника, то він є достатньо методично обґрунтованим та може бути практично використаний, хоча і має певні недоліки. Так, наприклад, у сучасних умовах досить складно об'єктивно оцінити можливі витрати, що пов'язані з одержанням орендної плати, а тому суб'єктивно прийматимемо їх на рівні до 15% від величини орендної плати. Виходячи з цього інтерес власника ( $V_{O_i}$ ) кількісно визначається з виразу [5, с. 152]

$$V_{O_i} = \sum NO_{li} / (1+r)^t + V^n,$$

де  $NO_{li}$  – чистий операційний дохід власника від визначеної договором плати за землю, що визначається як різниця між орендною платою, яку одержує власник (фактична орендна плата), і можливими витратами, що пов'язані із та-

Таблиця 3. Оцінка права оренди земельної ділянки для орендаря

Метод	Математична формалізація	Пояснення
На основі додаткового доходу орендаря (непряма капіталізація)	$C_n = \sum D_{O_i} / (1+C_k)^t$	де $C_n$ – вартість права оренди земельної ділянки, визначена шляхом непрямої капіталізації, грн.; $D_{O_i}$ – додатковий дохід орендаря за $i$ -й рік строку оренди, грн.; $C_k$ – ставка капіталізації <sup>9</sup> , %; $n$ – кількість періодів, що залишилися до кінця строку оренди земельної ділянки (у роках); $t$ – певний період (рік) у межах строку оренди земельної ділянки (строк прогнозування)
На основі чистого операційного доходу власника	$V_{li} = V_{lm} - V_{O_i}$	де $V_{li}$ – вартість права оренди (інтерес орендаря) у ринковій вартості земельної ділянки, гр. од.; $V_{lm}$ – ринкова вартість земельної ділянки, гр. од.; $V_{O_i}$ – інтерес власника (вартість його прав) у ринковій вартості ділянки, що передається в оренду, гр. од.

<sup>9</sup> Ставка капіталізації визначається на рівні ставки по довгостроковим кредитам у національній валюті (станом на 2012 рік за даними НБУ вона становила 14,5%), а також із урахування додаткових ризиків, а саме: можливі зміни банківської ставки, незаходження орендаря та ін., що у сучасних умовах досить складно об'єктивно прогнозувати.

ким одержанням, гр. од.;  $V^n$  – поточна вартість реверсії, що являє собою вартість грошей, що репрезентують ціну ділянки, приведену до часу її повернення власникові, гр. од.

За існуючих методичних підходів залежно від наявності достовірної інформації та можливостей отримання обґрунтованих даних необхідно визначати вартість земельної ділянки (якщо вона знаходиться у приватній власності) та права оренди на неї (для орендованих земельних ділянок) як елемент загальної вартості підприємства. Оскільки право оренди землі набуває всіх рис фіктивного капіталу, відповідно підвищується і вартість всього підприємства.

Формула розрахунку вартості підприємства за методом DCFз урахуванням вартості права оренди землі матиме такий вигляд:

$$V_{firm} = \sum (FCFF_t / (1+WACC)^t) + \sum (FCFF_n / (WACC - g)^n) + V_{lm} - (V_{oi} + V^n) + \text{грошові кошти}$$

На завершення статті звернемо увагу на таку архіважливу обставину: для того щоб право оренди землі набуло статусу нематеріального активу і отже було включене до складу вартості аграрного підприємства, потрібна на це згода орендодавця – власника земельної ділянки. Адже право оренди засноване на договорі, а тому воно є лише зобов'язальним і щоб стати предметом відчуження від орендаря необхідна така згода. Про неї йдеться в Законі України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо сприяння іпотечному кредитуванню» [22], що набув чинності 5 липня 2012 року. Зробимо акцент на такому аспекті цього закону: на відміну від Закону України «Про оренду землі» в даному законі відчуження права оренди від орендаря розглядається ширше і включає в себе не лише передачу його в заставу і внесення до статутного капіталу, а й продаж цього права іншим особам. Отже, агропромислові компанії, інші орендарі тепер одержують можливість продавати право оренди і на якусь частину свого земельного банку та отримувати гроші з повітря, оскільки це право, як уже зазначалося, не має ніякого матеріального наповнення. Ця обставина спонукатиме компанії до продажу і перепродажу бізнесу як цілісного майнового комплексу і (або) частини орендованих земель.

Більше того, зазначений закон спрямований проти орендодавця і в тому сенсі, що в разі його відмови давати згоду на відчуження права оренди землі він (закон) зобов'язує орендодавця надати вмотивовану відмову у місячний строк з моменту одержання заяви від орендаря про намір відчужувати право оренди земельних ділянок. Що саме може бути мотивом відмови – закон не передбачає, проте прописує, що в разі не надання орендодавцем згоди і вмотивованої відмови протягом зазначеного терміну застосовується принцип «мовчазної згоди» орендодавця, тобто орендар набуває право відчужувати право оренди орендованої ним землі.

І тут постає таке принципової ваги питання: а що отримує взамін орендодавець в разі надання згоди на відчуження права оренди земельної ділянки? Спочатку зазначимо, що строк договору відчуження прав оренди землі (на жаль, ти-

пового договору відчуження до цих пір не розроблено) не може перевищувати терміну первісного договору оренди. Крім того, в разі припинення останнього втрачає свою чинність і договір відчуження. Зберігаються й інші умови первісного договору оренди. Отже, з формального погляду для орендодавця нічого не змінюється. Проте реально для нього виникає загроза неповного дотримання умов первісного договору оренди новим орендарем, до якого перейшло право оренди земельної ділянки. Причому орендодавець у даному випадку зовсім відсторонений від вибору нового орендаря, і ситуація може скластися так, що він ніколи б не уклав із новим орендарем договору оренди за умови збереження за ним права такого вибору.

Отже, за сучасної законодавчої бази орендодавцям немає ніякого сенсу надавати дозвіл орендарям на відчуження прав оренди у будь-якій формі. Причому доцільно вилучити із Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо сприяння іпотечному кредитуванню» від 05.07.2012 норму про надання орендодавцем вмотивованої відмови орендарю щодо відчуження ним права оренди як таку, що зазіхає на право приватної власності громадян України на землю. Але ми вже знаємо, що за відсутності такого дозволу орендарі позбавляться можливості брати на баланс право оренди земельних ділянок в якості нематеріального активу. Це, безумовно, звужуватиме їхні можливості, насамперед щодо залучення підприємствами кредитних ресурсів, і знижуватиме вартість підприємства. Тому і пропонується такий компромісний варіант.

Орендодавці можуть надавати дозвіл на відчуження права оренди земельних ділянок за умови надання їм первісним орендарем певних економічних преференцій за ризик імовірних негативних наслідків від зміни землекористувача (нового орендаря). Так, за продаж орендарем права оренди землі іншим суб'єктам господарювання незалежно від того, чи у складі цілісного майнового комплексу, чи частиною земельного банку такою преференцією може бути обґрунтований відсоток від суми такого продажу, який отримуватимуть орендодавці; за надання орендарем права оренди землі в заставу і внесення його в статутний капітал – певний відсоток підвищення орендної плати від нормативної грошової оцінки землі. Залишається відкритим питання щодо розподілу вартості права оренди землі як нематеріального активу за продажу бізнесу як цілісного майнового комплексу. Для обмеження спекулятивних операцій продажу і перепродажу агробізнесу зі складовою в балансі підприємств права оренди землі варто було б ввести державне мито на вартість такого права, диференціюючи його залежно від часового проміжку здійснення таких операцій.

## Висновки

Оцінка вартості підприємства будь-якої галузевої приналежності потребує ретельного науково обґрунтованого підходу до вибору методу оцінки, а також якісного фінансово-економічного аналізу діяльності підприємства, що має передувати

ти процесові такої оцінки. У практиці міжнародної та вітчизняної корпоративної оцінки прийнято виділяти три основні методичні підходи – дохідний, витратний та порівняльний, які мають низку переваг та недоліків, та можуть використовуватися як окремо, так і комплексно, з урахуванням цілей оцінювання вартості підприємства, специфіки його функціонування, наявної вихідної інформації тощо. Серед найбільш поширених у практиці оцінювання вартості підприємства виділяють метод дисконтування грошових потоків (DCF). Він має низку переваг перед іншими методами, що пов'язано із необхідністю ретельного ретроспективного аналізу даних, комплексністю операційно-господарських та фінансово-економічних показників ефективності, на основі яких отримуються дані прогностичного та постпрогностичного періодів. Специфікою оцінювання вартості аграрного підприємства за методом DCF є необхідність визначення вартості земельної ділянки, яка може знаходитися у приватній власності або в оренді аграрного підприємства. З метою урахування даних обставин була наведена методика визначення вартості земельної ділянки, що знаходиться у приватній власності підприємства, як капіталізованої ціни землі із врахуванням фактору земельного капіталу. Оскільки в переважній більшості аграрні підприємства орендують земельні ділянки, що сформувало масштабний ринок оренди землі, виникає потреба у визначенні права оренди земельних ділянок, що відбувається на основі одного з методів: або із врахуванням середньогалузевих ринкових значень на основі зіставлення цін за аналогічними компаніями, або на основі капіталізації додаткового доходу орендаря, або капіталізації ринкової вартості інтересу власника та ринкової вартості земельної ділянки. Останній з методів, на наш погляд, є більш науково обґрунтованим, що дає підстави його використовувати з метою визначення вартості права оренди земельної ділянки для орендаря з наступним включенням отриманого результату у загальну вартість оцінюваного аграрного підприємства. Крім того, оскільки продаж підприємства відбувається разом із відчуженням права оренди земельної ділянки, особливу увагу слід приділяти правам, які при цьому зберігаються за орендодавцем, а також розробці системи відповідних економічних преференцій для орендодавця, оскільки, виходячи із сучасної законодавчої бази, орендодавцям немає ніякого сенсу надавати дозвіл орендарям на відчуження прав оренди у будь якій формі. Таким чином, потребує особливо ретельного законодавчого регулювання питання не лише оцінки права оренди земельної ділянки для орендаря у складі вартості аграрного підприємства, а й умов відчуження такої

земельної ділянки та врегулювання відносин, що при цьому виникають між орендарем та орендодавцем.

## Список використаних джерел

1. Андрійчук В.Г., Андрійчук Р.В. Аналіз методології визначення вартості підприємства в межах дохідного підходу // Економіка АПК. – 2012. – №9. – С. 40–47.
2. Андрійчук В.Г. Ефективність діяльності аграрних підприємств: теорія, методика, аналіз: Монографія. – К.: КНЕУ, 2005. – 292 с.
3. Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. Економіка / Сапачук Ю., №124/125, 2011 р. – С. 94–97.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ.; 4-е изд. – М.: АльпинаБизнес Букс, 2007. – 1340 с.
5. Заяць В.М. Розвиток ринку сільськогосподарських земель: Монографія / Заяць В.М. – К.: ННЦ ІАЕ, 2011. – 390 с.
6. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурун; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 576 с.
7. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: Монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
8. Облікове забезпечення інвестиційної привабливості та безпеки підприємства й аграрної галузі: практичне керівництво / В.М. Жук, Б.В. Мельничук, Ю.С. Бездушна та ін.; За ред. В.М. Жука. – К.: ТОВ «Всеукраїнський інститут права і оцінки», 2013. – 88 с.
9. Огієр Т., Рагман Дж., Спайсер Л. Справжня вартість капіталу: Практичний посібник з прийняття фінансових рішень / Пер. з англ.; За наук. ред. О.Б. Ватченко. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2007. – 288 с.
10. Узст Т., Джонс Д. Пособие по оценке бизнеса / Перевод с англ. – М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003. – С. 650.
11. <http://www.agnc.com/>
12. [http://www.cgapdnet.org/Non\\_VerifiableProducts/Article-Publication/ValuationOfABusiness/ValuationOfABusiness\\_p1.pdf](http://www.cgapdnet.org/Non_VerifiableProducts/Article-Publication/ValuationOfABusiness/ValuationOfABusiness_p1.pdf)
13. [http://www.cfin.ru/press/afa/97\\_2\\_005-080.pdf](http://www.cfin.ru/press/afa/97_2_005-080.pdf)
14. [http://dpo-group.ru/real\\_estate/report4.asp](http://dpo-group.ru/real_estate/report4.asp)
15. <http://www.ifrs.org.ua/mezhdunarodny-e-standarty-financej-otchyotnosti/>
16. <http://rudocs.exdat.com/docs/index-383025.html?page=3>
17. <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>
18. <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>
19. <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1248-2011-%D0%BF>
20. <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1442-2004-%D0%BF>
21. <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1531-2002-%D0%BF>
22. <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5059-17>