

## ОЦІНКА КОНТРОЛЬНИХ І НЕКОНТРОЛЬНИХ ПАКЕТІВ АКЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА

У статті розглянуто основні методи контрольних і неконтрольних пакетів акцій підприємства. Визначено їхні переваги, а також недоліки. Автором наведено відповідні практичні приклади та зроблено висновки. Надано рекомендації щодо проведення оцінки пакетів акцій підприємства.

The article reviews the main methods of controlling and minority shareholdings of the enterprise. Their advantages and disadvantages are defined. The appropriate practical examples and conclusions are provided by author. Recommendations concerning the assessment of shares of the enterprise are given.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** У процесі оцінки досить часто виникає потреба у визначенні ринкової вартості не всього підприємства, не всіх 100% акцій (паїв) підприємства, а лише конкретного пакета (паю). У такому випадку необхідним стає визначення впливу на вартість пакета чинників:

- 1) якою – контрольною чи неконтрольною (міноритарною) – є доля оцінюваного пакета;
- 2) який вплив на цю вартість ступеня ліквідності акцій підприємства та інше.

Оцінювачу при виведенні підсумкової величини вартості необхідно знати: які поправки і в якому обсязі використовувати.

У кожному конкретному випадку це залежить, по-перше, від того, яка частка володіння акціями оцінюється. Вона може бути неконтрольним (міноритарним) або контрольним пакетом.

Ступінь контролю впливає на вартість оцінюваної частки, тому дуже важливо визначити вартість контролю. По-друге, розмір знижки або премії обумовлений методами оцінки.

Для отримання підсумкової величини вартості в процесі оцінки підприємства в залежності від розміру пакета акцій, що купується, враховуються:

- 1) премія за придбання контрольного пакета;
- 2) знижка за меншу частку, або її ще називають знижка за неконтрольний характер;
- 3) знижка за недостатню ліквідність цінних паперів.

**Аналіз досліджень і публікацій останніх років.** До нормативної бази з питань проведення оцінки контрольних і неконтрольних пакетів акцій підприємства відносяться:

- Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [1];
- Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» [2];
- Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» [3];
- Закон України «Про акціонерні товариства» [4], інші.

Грунтовні дослідження з питань оцінки майна та майнових прав в Україні проводилися багатьма вітчизняними вченими [5, с.201-236]. Слід відзначити інноваційний підхід щодо проведення оцінки бізнесу, який було запропоновано С. В. Валдайцевим [6, с.15-69].

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Необхідно мати на увазі, що на практиці дуже часто починають діяти чинники, що обмежують права власників контрольних пакетів і знижують тим самим вартість контролю. Спробуємо їх проаналізувати:

1. Ефект розподілення власності.

Наприклад, всі акції розподілено між трьома акціонерами. Два акціонери володіють рівними великими пакетами, у третього ж пакет акцій невеликий. Але саме він може отримати премію за свій пакет понад частку вартості компанії пропорційно до його частки в капіталі. Це пов'язано з тим, що при голосуванні саме його акції зможуть переважити «чашу ваг» в ту або іншу сторону. Або: всі акції компанії розподілено на декілька рівних великих пакетів. Ці пакети не володіють повним контролем. Тому буде здійснена знижка на неконтрольний характер, але розмір знижки буде меншим, ніж для міноритарного пакета, взагалі не який не здійснює жодного контролю. У результаті сума вартості цих пакетів буде менша від вартості повного контролю, тобто вартості цілого підприємства.

2. Режим голосування.

**Постановка завдання.** Метою статті є дослідження оцінки контрольних та неконтрольних пакетів акцій підприємства та надання відповідних практичних рекомендацій.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Виправлення та обсяг їхнього використання розглядається індивідуально в кожному окремому випадку.

По-перше, від того, яка частка майна оцінюється – вона може бути міноритарним або контрольним пакетом. Під контрольним пакетом розуміється володіння більш, ніж 50% акцій підприємства, що дають власнику право повного контролю над компанією. Але на практиці, якщо акції компанії розпилено, цей відсоток може бути значно меншим. Оскільки ступінь контролю впливає на вартість оцінюваної частки, дуже важливим є визначення вартості контролю.

По-друге, розмір знижки або премії залежить від методів оцінки. При визначенні вартості володіння контрольним пакетом використовується метод дисконтування грошових потоків, метод капіталізації доходів, метод угод, метод вартості чистих активів і ліквідаційної вартості.

Методи дохідного підходу визначають вартість контрольного пакета, оскільки:

- висловлюють ціну, яку інвестор сплатив би за володіння підприємством;
- розрахунок базується на контролі за рішеннями адміністрації відносно господарської діяльності підприємства.

При використанні методів майнового підходу визначається вартість контрольного пакета акцій, тому що тільки власник контрольного пакета може визначати політику в області активів: придбати, використовувати або продавати (ліквідувати).

При використанні методу угод визначається величина на рівні контрольного володіння, оскільки метод засновано на аналізі цін придбання контрольних пакетів акцій східних компаній.

За допомогою методу ринку капіталу визначається вартість володіння неконтрольним (міноритарним) пакетом, а саме вартість вільно реалізованої меншої частки, оскільки метод засновано на інформації про котирування акцій на світових фондових ринках. Якщо оцінювачу потрібно утримати вартість на рівні контрольного пакета, то необхідно до вартості, що отримано методом ринку капіталу, додати премію за контрольний характер. Для отримання вартості міноритарного пакета із вартості контрольного пакета, який отримано методом дохідного майнового підходу, методом угод необхідно вирахувати знижку за неконтрольний характер.

По-третє, у визначенні знижки або премії відіграє роль тип акціонерного товариства. Традиційно в країнах з ринковою економікою функціонують акціонерні товариства двох типів: закриті та відкриті. Обидва типи випускають акції та за рахунок цього формують власний капітал. Різниця між відкритим та закритим акціонерним товариством зводиться до того, що закриті мають право розподіляти акції тільки серед засновників і акції можуть продаватися третьою особою лише за згодою більшості акціонерів. Вільно продавати акції закритого типу заборонено законом. Акції ж відкритих акціонерних товариств мають право

вільно оберталися.

Якщо визначається вартість не проданої меншої частки закритої компанії за допомогою методу дисконтування грошових потоків, капіталізації доходів, вартості чистих активів, ліквідаційної вартості та методу угод, то необхідно вирахувати знижку на неконтрольний характер і обов'язково знижку на недостатню ліквідність. Якщо ж вартість визначається за допомогою методу ринку капіталу, то вираховується тільки знижка на недостатню ліквідність.

Зупинимося на докладній характеристиці знижок та премій.

Премія за контроль – переваги, що мають вартісні висловлювання, пов'язані із володінням контрольним пакетом акцій. Вони відображають додаткові можливості контролю над підприємством (порівняно з меншою часткою, тобто володінням міноритарним пакетом акцій).

Знижка на неконтрольний характер – величина, на яку пропорційно зменшується частка пакета акцій у загальній вартості підприємства з обліком неконтрольного характеру оцінюваного пакета.

Логічно виділити основні елементи, які лежать в основі того факту, що вартість розпорядження володіння контрольним пакетом завжди вище від вартості розпорядження/володіння міноритарним пакетом:

- 1) вибори Ради директорів і призначення менеджерів;
- 2) визначення винагороди менеджерів та їх привілей;
- 3) визначення політики підприємства, зміна стратегії розвитку бізнесу;
- 4) прийняття рішень про поглинання або злиття з іншими компаніями;
- 5) прийняття рішень про ліквідацію, розпорядження майном підприємства;
- 6) прийняття рішень про емісію;
- 7) зміна статутних документів;
- 8) розподілення прибутку за підсумками діяльності підприємства, в тому числі встановлення розміру дивідендів;
- 9) прийняття рішень про продаж або придбання власних акцій компанії.

У світовій практиці використовують кумулятивну та некумулятивну систему голосування при виборі Ради директорів.

Некумулятивна система: тут діє система «1 голос – 1 акція/за 1 директора». Наприклад, акціонер має 500 голосуючих акцій і обирається 5 директорів. Він зобов'язаний використовувати спочатку 500 голосів при голосуванні за першого директора, потім 500 голосів за другого і т.д.

При некумулятивній системі дрібні акціонери можуть розподіляти голоси на свій розсуд у будь-якій пропорції, тим самим сконцентрувавшись на одній кандидатурі. Ця система голосування вигідна власникам міноритарних пакетів.

У цьому випадку вартість контролю, пов'язана із здатністю обирати директорів, переходить до міноритарних акціонерів. Для визначення кількості акцій, необхідних для вибору одного директора, при кумулятивній системі голосування використовується така формула:

$$\frac{\text{Загальна кількість акцій}}{\text{загальна кількість директорів} + 1} + 1 \quad (1)$$

Наприклад.

Під час обиравання 5 директорів беруть участь 800 акцій. Мінімальна кількість акцій, необхідних для обиравання одного директора, дорівнює:

$$\frac{800 \times 1}{5 + 1} + 1 = 134 \text{ акції} \quad (2)$$

В українській практиці не існує законодавчого обмеження використання кумулятивної системи голосування.

### 3. Контактні обмеження.

Якщо боргові зобов'язання компанії істотні, то це може обмежувати дивідендні виплати і т.д.

У цьому випадку частка вартості премії за контроль втрачається.

### 4. Фінансові умови бізнесу.

Якщо фінансове становище компанії нестійке, то багато прав, пов'язаних із контролем (наприклад, право на придбання контрольних пакетів акцій інших компаній), стають такими, що важко реалізуються.

Отже, в кожному конкретному випадку необхідно провести аналіз елементів контролю і, якщо який-небудь із них відсутній, то вартість контрольного пакета повинна бути зменшена.

І, навпаки, якщо елементи контролю присутні в оцінюваному міноритарному пакеті, то вартість останнього повинна бути збільшена.

Зупинимося на оцінці неконтрольних (міноритарних) пакетів.

Існують три основні підходи.

Перший підхід «Зверху-униз». Пропорційна частка вартості контролю мінус відповідна знижка. Цей підхід включає три основні етапи:

- 1) методом дисконтованих грошових потоків, капіталізації доходів, вартості чистих активів, ліквідаційної вартості, а також методом угод оцінюється вартість всього підприємства;
- 2) розраховується пропорційна неконтрольному пакету частка загальної вартості підприємства. Таким чином, базовою величиною, з якої вираховується знижка на неконтрольний характер пакета, є пропорційна даному пакету частка в загальній вартості підприємства, включаючи всі права контролю;
- 3) визначається, а потім вираховується з пропорційної частки знижка на неконтрольний характер. На цьому ж етапі повинно бути встановлено, на скільки необхідна й яка величина додаткової знижки на недостатню ліквідність.

Другий підхід «Горизонтальний». Пряме порівняння з іншими неконтрольними пакетами. Не обов'язково визначати вартість всього підприємства. Інформацію для оцінки вартості неконтрольного пакета бажано взяти із даних з продажу порівняних неконтрольних пакетів відкритих компаній і методом ринку капіталу вийти на вартість першого. У зв'язку з тим, що дані по цих угодах належать до відкритих компаній, коли йдеться про закриті компанії необхідно вирахувати знижку на недостатню ліквідність визначення вартості неконтрольного пакета.

Третій підхід «Знизу-уверх». У двох попередніх підходах оцінювач починає з певної величини (або вартості всього підприємства або із вартості порівняних неконтрольних пакетів), а потім вираховує з неї необхідні знижки, тобто ніби йде вниз. У проаналізованому підході оцінювач навпаки починає знизу, підсумовуючи всі елементи вартості неконтрольного пакета.

Власник неконтрольного пакета має два джерела фінансування вартості:

- 1) прибуток, який розподілено у формі дивідендів;
- 2) виручка від продажу неконтрольного пакета.

Ці очікувані майбутні виплати розглядаються оцінювачем як дисконтовані майбутні доходи, тобто очікувані, прогнозовані (за строками та підсумками) дивіденди та прогнозована (за строками та підсумками) виручка від продажу в майбутньому міноритарного пакета закладаються в основу грошового потоку.

По відповідній ставці дисконту вони приводяться до поточної вартості й, таким чином, визначається вартість міноритарного пакета. Можна розраховувати інакше: в основу розрахунків закласти прогноз необмеженого в часі потоку дивідендів без обліку залишкової вартості.

Недолік ліквідності в неконтрольних пакетах у закритих компаніях може бути враховано двома способами:

- через збільшення ставки дисконту;
- окремо через розрахунок знижки на недостатню ліквідність.

Необхідно врахувати, що при оцінці контрольного пакета, якщо відсутні будь-які окремі елементи контролю, величини премії за контроль повинні бути зменшені на вартість, що припадає на дані елементи. Навпаки, якщо неконтрольному пакетові акцій властиві будь-які окремі властивості елементів контролю, то це повинно бути відображено в його вартості.

Премія за контроль. У закордонній практиці премії за контроль публікуються у щорічному видавничому статистичному огляді злиття компаній. У нас таких видань, де б простежувалися середні показники премій за контроль по роках і галузях нема, тому ми змушені або користуватися й орієнтуватися на дані закордонних довідників, хоча це й не зовсім коректно, або розраховувати самостійно.

Зверху ринкової мети премія розглядається як відсоток перевищення викупною ціною ринкової ціни акцій продавця за 5 (робочих) днів до офіційного оголошення про злиття. Інакше кажучи, це різниця в меті, яка виражена у відсотках, від ціни міноритарного неконтрольного пакета. Але практика показує, що напередодні злиттів курс акцій починає рости раніше, ніж за 5 днів до офіційного оголошення про угоду. Це веде до спотворення, точніше до зниження премії за контроль. Але деякі оцінювачі вважають розумним починати відслідковувати курс за півроку й закінчувати за два тижні. Знижка за неконтрольний характер є похідна від премії за контроль. Ця тенденція заснована на емпіричних даних. Знижка на неконтрольний характер (міноритарну частку) у відсотках розраховується за такою формулою:

$$1 - \frac{1}{1 + \text{премія за контроль}} \quad (3)$$

Середня контрольна премія коливається в межах 30-40%, а знижка із вартістю за меншу частку коливається навколо 23%. Хоча ми й орієнтуємося на ці дані, в цілому оцінювач повинен прийняти до уваги й проаналізувати всі чинники, що впливають на величину премій і знижок в кожному конкретному випадку.

Знижка на недостатню ліквідність. Ліквідність – це спосіб цінного паперу бути швидко проданим і перетвореним у грошові кошти без істотних втрат для власників. Виходячи з цього знижка на недостатню ліквідність визначається як величина або частка у відсотках, на яку зменшується вартість власного капіталу, щоб відобразити недостатню ліквідність. Висока ліквідність збільшує вартість цінного паперу, а низька ліквідність знижує – порівняно із вартістю аналогічних, але легко реалізуємих паперів.

Базовою величиною, з якої вираховується знижка на недостатню ліквідність, є вартість високоліквідного порівнянного пакета. Знижка за неконтрольний характер є похідною від премії за контроль. Ця тенденція заснована на емпіричних даних. Знижка на неконтрольний характер (міноритарну частку) у відсотках розраховується за такою формулою:

$$1 - \frac{1}{1 + \text{премія за контроль}} \quad (4)$$

Середня контрольна премія коливається в межах 30-40%, а знижка із вартості за меншу частку коливається на рівні 23%. Хоча потрібно орієнтуємося на ці дані, в цілому оцінювач повинен взяти до уваги й проаналізувати всі чинники, що впливають на величину премій та знижок в кожному конкретному випадку.

Знижка на недостатню ліквідність.

Ліквідність – це спосіб цінного паперу бути швидко проданим і перетвореним у грошові кошти без істотних втрат для власників. Виходячи з цього знижка на недостатню ліквідність визначається як величина або частка у відсотках, на яку зменшується вартість власного капіталу, щоб відобразити недостатню ліквідність. Висока ліквідність збільшує

вартість цінного паперу, а низька ліквідність знижує порівняно із вартістю аналогічних, але легко реалізованих паперів.

Необхідно проаналізувати чинники які збільшують або зменшують розмір знижки.

До першої групи чинників належить низькі дивіденди або неможливість їх виплати, несприятливі перспективи продажу акцій компанії або її самої, обмеження на операції (наприклад, законодавчі заборони вільного продажу акцій закритих компаній).

До другої ж групи чинників належить:

- можливість вільного продажу акцій або самої компанії;
- високі виплати по дивідендах.

Розмір пакета належить до чинника, який може як збільшувати, так і знижувати знижку на недостатню ліквідність. Виходимо на проблему: ступінь контролю – ступінь ліквідності. Контрольний пакет акцій потребує меншої знижки на недостатню ліквідність, ніж міноритарний.

Відносно міноритарних пакетів акцій закритих компаній потрібно зазначити, що вони менш ліквідні, ніж міноритарні пакети відкритих. Це пов'язано, по-перше, із правом першої відмови, при якій акціонер міноритарного пакета у випадку продажу своїх акцій зобов'язаний запропонувати їх компанії; по-друге, за відсутністю права на розділення, тобто відсутністю права на участь у продажу. Власники міноритарних пакетів при продажу акцій не можуть отримати в обмін на акцію таку ж ціну, як і власник контрольного пакета. Як правило, ця ціна значно нижча.

Отже, потрібно завжди пам'ятати, що коли оцінюється міноритарний пакет акцій у закритих компаніях, то застосовується і знижка на неконтрольний характер і знижка на недостатню ліквідність. Враховуючи, що 70-80% цінних паперів в Росії належить до закритих акціонерних товариств, ризик ліквідності – один із розповсюджених на російському ринку. Аналіз ліквідності припускає також розглядання проблеми ієрархії цінних паперів за інвестиційними якостями, тобто з точки зору привабливості для інвесторів. Облігації, привілейовані акції, звичайні акції розрізняються послідовністю відшкодування грошових коштів (якщо підприємство ліквідне, то насамперед погашається заборгованість по облігаціях, потім по привілейованих акціях і тільки в кінці чергу, якщо залишиться майно, то й заборгованість перед власниками простих акцій) і ступенем гарантованих виплат. Відсотки по облігаціях виплачуються незалежно від того, отримало підприємство прибуток чи не отримало.

Якщо немає прибутку, то відсотки повинні виплачуватися із резервного фонду. Привілейовані акції дають гарантоване право на дивіденди, але в тому випадку, якщо компанія має фінансові кошти для виплат. Звичайні акції не мають гарантованих прав на виплату дивідендів. Платою за зростання ризику, зниження гарантії виплат і відшкодування грошових ресурсів у випадку банкрутства є використання різних знижок на недостатню ліквідність.

Найменша знижка – по облігаціях.

У привілейованих акціях знижка на недостатню ліквідність більша, ніж по облігаціях, але менша, ніж по звичайних акціях.

Базовою величиною, з якої вираховується знижка на недостатню ліквідність, є вартість високоліквідного пакета. Існує декілька методів визначення знижки за недостатню ліквідність. Відмітимо два найбільш цікаві:

1. Показник «ціна компанії/прибуток» для закритої компанії порівнюється із таким ж показником для зіставлення акцій на фондових ринках.
2. Оцінюється вартість реєстрації акцій і брокерських комісійних, що стягуються за просування акцій компанії на фондовий ринок. Беруться дані витрат у відсотковому співвідношенні до вартості випускаючих акцій, до чого ж у випадку закритих.

Для компаній ці витрати гіпотетичні: якими би стали витрати, якщо б відбулася емісія. Цим способом можна розрахувати знижку на недостатню ліквідність тільки для

контрольних пакетів, оскільки власник міноритарного пакета не має права прийняття рішення про емісію.

Висновок підсумкової величини.

Оцінка вартості майна підприємства декількома методами окреслює межі обґрунтованої ринкової ціни, при цьому оцінювач не зобов'язаний користуватися всіма існуючими методами, а може обмежитися лише тими, які більше відповідають ситуації. Головне грамотно обґрунтувати вибір використаних методів. Для цього існують певні прийоми обмеження переліку методів, що використовуються для оцінки вартості майна в кожному конкретному випадку. На першому етапі вибору методів повинні бути чітко визначені вимоги, що запропоновані до завдання по оцінці:

- по-перше, повинна бути визначена мета, заради якої проводиться оцінка;
- по-друге, необхідно обґрунтувати використаний стандарт вартості, який залежить від цілей оцінки й врешті визначається вибір методів оцінки (наприклад, інвестора цікавить насамперед інвестиційна вартість і він відповідно віддасть перевагу дохідному підходу);
- по-третє, повинна бути визначена частка власності, яка оцінюється: одні методи оцінки переважніше використовувати при оцінці контрольного пакета, а інші – при оцінці міноритарних пакетів;
- по-четверте, повинен бути визначеним обсяг доступної інформації: якщо оцінювач не має достатньої кількості даних по зіставлених компаніях, то він не може використовувати ринковий підхід, якщо ж не має інформації про грошові потоки, то, відповідно, не можна використовувати дохідний підхід.

На другому етапі вибору методів оцінки найбільш важливий аналіз як галузевих чинників, так і чинників на рівні компанії. Галузеві чинники аналізуються за такими параметрами: перспектива розвитку галузі, попередня та очікувана дохідність у галузі, ступінь галузевого ризику. Чинники на рівні підприємства повинні відображати темпи росту доходів оцінюваного підприємства, динаміку його фінансових показників, залежність від покупців і постачальників. Вибір методів оцінки переважно залежить від характеристик оцінюваного підприємства, а не від галузевих чинників.

На третьому етапі вибору методів оцінки вартості майна підприємства оцінювачу необхідно визначити, які використовувати методи: засновані на аналізі активів (метод вартості чистих активів, метод ліквідаційної вартості) або ж методи засновані на аналізі доходів (метод дисконтованих грошових потоків, метод капіталізації доходів, метод надлишкових прибутків або оцінювані мультиплікатори ціни, прибуток, ціна/грошовий потік, ціна/дивідендні виплати. Першу групу методів доцільно використовувати, коли доходи підприємства не піддаються точному прогнозу, коли підприємство має значні матеріальні та фінансові активи, ліквідні цінні вогнища, інвестиції та майно), або коли підприємство залежить від угод чи відсутня постійна передбачувана клієнтура.

Другу групу методів доцільно використовувати, коли поточні та майбутні доходи підприємства можуть бути вірогідно визначені, або коли активи підприємства складаються із машин, обладнання, готової продукції, або коли підприємство має стійкий попит на свою продукцію.

На четвертому етапі оцінювач визначає достатність і якість інформації по зіставлених компаніях. Якщо оцінювач знаходить необхідну кількість зіставлених компаній, то він розглядає мультиплікатори та застосовує їх у методі ринку капіталу й методі угод. Якщо оцінювач не може знайти такої групи підприємств, то оцінка проводиться при використанні методів, заснованих на аналізі доходів, порівняльний підхід не використовується, а оцінка проводиться методами капіталізації доходів, надлишкових прибутків або дисконтованих грошових потоків. На п'ятому етапі вибору методів оцінки оцінювач повинен визначити динаміку майбутніх доходів й порівняти її із поточними доходами. Якщо майбутні доходи підприємства будуть істотно відрізнятися від поточних, то доцільно використовувати метод дисконтованих грошових потоків, в іншому випадку можна використовувати метод капіталізації доходів, а в окремих випадках метод надлишкових прибутків.

На шостому етапі вибору методів оцінки (якщо використовуються методи, які засновані на аналізі активів) оцінювач повинен визначити, чи є підприємство діючим, або ж воно стоїть на порозі ліквідації.

У першому випадку використовується метод вартості чистих активів, у другому – метод ліквідаційної вартості.

На основі вищевикладеного можна зробити такий висновок. Метод капіталізації доходів використовується за умови, що:

- по-перше, майбутні доходи будуть дорівнювати поточним, або ж темпи їх росту будуть помірними та передбачуваними;
- по-друге, доходи є достатньо значними позитивними величинами, інакше кажучи, бізнес буде стабільно функціонувати.

Метод дисконтованих грошових потоків доцільно використовувати, коли:

- майбутні грошові потоки будуть істотно відрізнятися від поточних у зв'язку з дією таких чинників, як очікувані зміни в економічних умовах, зміни у структурі бізнесу;
- прогнозні грошові потоки підприємства є значними позитивними та їх обґрунтовано можна оцінювати;
- чистий грошовий потік підприємства в останній рік прогнозного періоду буде значною позитивною величиною.

Використання методу вартості чистих активів дає кращі результати при оцінці підприємства:

- по-перше, має значні матеріальні та фінансові активи;
- по-друге, у випадку неможливості достатньо точного визначення прибутку або грошового потоку підприємства в майбутньому;
- по-третє, даний метод можна використовувати для оцінки діючих підприємств, а також для оцінки створеного підприємства, якщо не має ретроспективних даних про прибутки, або для оцінки холдингової чи інвестиційної компанії.

Метод ліквідаційної вартості слід використовувати при оцінці підприємства, якому загрожує банкрутство й, відповідно, існують великі сумніви у спроможності його залишатися діючим, на це вказує інформація про низькі або, навіть, негативні доходи на активи, що є показником економічного старіння даного бізнесу.

У цьому випадку бізнес повинен бути ліквідований, а активи реалізовані по їх ринковій вартості.

Метод ринку капіталу та метод угод можна використовувати, якщо:

- 1) є достатня кількість зіставлених компаній і більш того існує достатня фінансова інформація по них, фінансовий аналіз та прогнозування даних є базою для розрахунку оціночних мультиплікаторів;
- 2) в мультиплікаторах знаменник є достатньо позитивною величиною.

При виборі методу обов'язково враховуються переваги та недоліки кожного з них, тобто сильні та слабкі сторони. Метод дисконтованого грошового потоку має такі переваги:

- цей метод оцінки майна підприємства засновано на очікуваних майбутніх витратах, а також на майбутніх очікуваних витратах капітальних вкладеннях тощо;
- враховує ситуацію на ринку через ставку дисконту, а також дозволяє врахувати ризик інвестицій, пов'язаний із досягненням прогнозних результатів;
- дозволяє врахувати економічне старіння підприємства у випадку перевищення величини ринкової вартості, що отримана методом вартості чистих активів над величиною ринкової вартості, яку отримано методом дисконтування грошових потоків.

У світовій практиці цей метод використовується найчастіше, він точніше визначає ринкову ціну підприємства, що найбільше цікавить інвестора, оскільки за допомогою цього методу оцінювач виходить на ту суму, яку інвестор буде готовий сплатити з розрахунком майбутніх очікувань від бізнесу, а також з обліком потрібної інвестору ставки доходу на інвестиції у цей бізнес. Але використання цього методу ускладнюється достатньо точним прогнозуванням.



**Висновки і перспективи подальших розробок.** В Україні метод дисконтованого грошового потоку використовується не так широко, ніж у світовій практиці. У нас найбільш розповсюджено методи, які засновані на аналізі активів, й в майбутньому ці методи будуть домінувати. Методи ринку капіталу та угод мало застосовуються через відсутність достатньої інформації по зіставлених підприємствах. До переваг методів, заснованих на аналізі активів, можна віднести такі:

- засновані на існуючих активах, що усуває значну частку умоглядності, властивої іншим методам;
- особливо придатні для оцінки знов виниклих підприємств, холдингових та інвестиційних компаній.

Однак, ці методи не враховують майбутній прибуток, а також рівень віддачі на існуючі активи, тобто не враховують перспективи бізнесу.

Метод ринку капіталу та метод угод базуються в основному на ринкових даних – це належить до беззаперечних переваг даних методів.

До недоліків слід віднести необхідність низки виправлень для застосування даних по зіставлених підприємствах, а також те, що:

1. При математичному зважуванні оцінювач привласнює вагу у відсотках кожної вартості, отриманої тим чи іншим методом, до чого ж у сукупності відсотки дорівнюють 100. Наведемо приклад математичного зважування (табл. 1).

Таблиця 1

Приклад математичного зважування.

Метод	Ринкова	Вага	Середньозважене
Методи дисконтованих грошових потоків	1500000	25	375000
Метод вартості чистих активів	1100000	60	660000
Метод ринку капіталу	1620000	15	243000
		100	1278000

2. При суб'єктивному зважуванні мета така ж як і при методі математичного зважування – вийти на єдину оціночну вартість, але при цьому підході не використовується відсоткове зважування. Оціночний висновок базується на аналізі переваг та недоліків кожного методу, а також на аналізі кількості та якості даних для обґрунтування кожного методу. В основі цього, безперечно, стоїть професійний досвід судження оцінювача. Для визначення питомої ваги кожного оцінюваного методу необхідно враховувати нижче перераховані чинники:

- характер бізнесу та її активів, наприклад, при оцінці холдингової та інвестиційної компанії перевагу буде надано методу вартості чистих активів;
- мета оцінки та запропоноване її використання;
- застосований стандарт вартості. Якщо визначається величина ліквідної вартості, то безглуздо використовувати метод дисконтованих грошових потоків, метод ринку капіталу або метод угод;
- кількість та якість даних, які підкріплюють даний метод;
- рівень ліквідності;
- рівень контролю.

Зупинимося, на впливі на оцінку пакетів наявності привілейованих акцій.

Істотний вплив на оцінку має, як вже зазначалося, практика розрідження голосуючих акцій не голосуючими (привілейованими) цінними паперами.

Оцінювач повинен враховувати цей чинник так: якщо виплати (дивіденди) по привілейованим цінних паперах склали 4 млн. грн. із 10, а голосуючі акції розподілені так – 20 тис. шт. – контрольний пакет, 10 тис. шт. – міноритарний, то пропорційно розподіляється тільки частка виділених дивідендів, а саме  $10 - (4 \cdot 2) = 2$  млн. грн. Чому тільки 2 із 10? Справа в тому, що реальний власник, який виступає від імені 20 тис. голосуючих акцій, не може рахувати втрати в 4 млн. руб. (виплати по привілейованих цінних паперах) своїми втратами. Він буде, використовуючи свої пріоритети, прагнути віднести їх на рахунок

рядових акціонерів. І він це обов'язково здійснить, якщо в законодавстві або статуті акціонерного товариства немає жодних положень, що утримують це природне прагнення «контролера».

Тому, якщо частка акцій представлена неголосуючими цінними паперами, то діє правило: чим вище частка привілейованих цінних паперів у складі 100-відсоткової вартості підприємства, тим вища різниця між дохідністю акцій із контрольного й неконтрольного пакетів.

У нашому випадку вартість об'єкта може бути визначена за допомогою відомої формули, де вона зворотно пропорційна величині банківського відсотка та прямо пропорційна співвідношенню між величиною дивіденду акціонерного товариства й банківським відсотком, інакше кажучи, якщо згадувана сума виплат дивідендів склала 15 відсотків річних при 10 відсотках банківських, то ціна 100-відсоткової вартості об'єкта дорівнює:

$$10 \text{ млн. грн.} : 10 \% \times \frac{15}{10} = 150 \text{ млн. грн.}$$

Пропорційна вартість голосуючих акцій:

$$(10 \text{ млн. грн.} - 4 \times 2) = 2 \text{ млн. грн.} : 10\% \times \frac{15}{10} = 30 \text{ млн. грн.}$$

Додаткова вартість акцій із контрольного пакету:

$$4 : 10\% \times \frac{15}{10} = 60 \text{ млн. грн.}$$

Загальна вартість контрольного пакету:

$$(30 \times \frac{15}{30}) + 0 = 10 \text{ млн. грн.}$$

Загальна вартість міноритарного пакету:

$$(30 \times \frac{15}{30}) + 0 = 10 \text{ млн. грн.}$$

У розрахунку на 1 акцію:

ціна акції із контрольного пакету:

$$\frac{80 \text{ млн. грн.}}{20 \text{ тис. шт.}} = 4000 \text{ грн.}$$

ціна акції міноритарного пакету:

$$\frac{10 \text{ млн. грн.}}{10 \text{ тис. шт.}} = 1000 \text{ грн.}$$

### Список використаної літератури

1. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні». – Офіц. вид. – № 2658-III від 12.07.2001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>.
2. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав». – Офіц. вид. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>.
3. Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». – Офіц. вид. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>.
4. Закон України «Про акціонерні товариства» № 514-VI, від 17.09.2008 р. – Офіц. вид. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>.
5. Оцінка майна та майнових прав в Україні: [Вид. 2]. – К., 2003. – 732 с.
6. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и инновации / С. В. Валдайцев. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997. – 336 с.

Прийнято до друку 06.05.2011