

In the article found out advantages and lacks of forecasting financial crisis of the banking institutions and rating methodology CAMELS (methodology NBU), the problems of application of method of CAMELS and possibilities of its adaptation are set in practice of domestic bank institutions for the estimation of financial insolvency.

Financial insolvency, liquidity, total obligations, integral index, coefficient of variation, method of CAMELS.

УДК 336.74.003.12:332.2:631.11(4)

РОЗВИТОК ЕКСПЕРТНОЇ ГРОШОВОЇ ОЦІНКИ ЯК ЦІЛІСНОГО МАЙНОВОГО КОМПЛЕКСУ З УРАХУВАННЯМ ЗАРУБІЖНОГО ДОСВІДУ

О. Б. Жарікова, кандидат економічних наук

Розглянуто розвиток експертної грошової оцінки. Охарактеризовано методичні підходи щодо визначення експертної грошової оцінки як цілісного майнового комплексу з урахуванням зарубіжного досвіду. Представлені економічно обґрунтовані авторські пропозиції щодо вдосконалення оцінки молодих або створюваних фірм.

Експертна, грошова оцінка, метод, підхід, цілісний, майновий, комплекс, зарубіжний, досвід.

З розвитком ринкових відносин оцінка підприємств як цілісних майнових комплексів набуває в Україні дедалі більшого значення. Закон України визначає, що цілісний майновий комплекс – об’єкт, сукупність активів якого забезпечує впровадження окремої господарської діяльності на постійній і регулярній основі. Цілісними майновими комплексами можуть бути структурні підрозділи підприємств (цехи, виробництва, дільниці тощо), які виділяються, в установленому порядку, в самостійні об’єкти і можуть бути зареєстровані як самостійні підприємства [8].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Певний внесок у розроблення методик такої оцінки щодо аграрних підприємств зробили С. І. Кручок [6] та Н. С. Кручок [7]. Однак багато питань, пов’язаних з оцінкою аграрних підприємств як цілісних майнових комплексів, усе ще залишаються невирішеними. З огляду на це, значний інтерес становить зарубіжний досвід, який накопичувався століттями. Серед зарубіжних вчених, які зробили вагомий внесок у теорію і практику оцінювання підприємств (фірм), слід відзначити таких як: Г. Десмонд, Т. Коупленд, С. Керш, Дж. Стонер, Г. Пол [1, 2, 3, 4, 5].

Мета дослідження – обґрунтування застосування методичних підходів визначення експертної грошової оцінки як цілісного майнового комплексу з урахуванням зарубіжного досвіду.

© О. Б. Жарікова, 2014

Виклад основного матеріалу. У високорозвинених країнах існує кілька підходів до оцінки підприємства (фірми) [7]:

1. *Підхід з точки зору вартості залучення капіталу.* Базова модель даного підходу є такою:

$$\text{Вартість фірми} = \frac{FCFF}{WACC - g_n}, \quad (1)$$

де FCFF – вільні грошові потоки фірми (грошові потоки, спрямовані на виплату дивідендів та вимог утримувачів облігацій, характеризують фінансовий потенціал фірми), гр.од./рік;

WACC – середньозважена вартість залучення капіталу, коефіцієнт за рік;
 g_n – темп приросту FCFF, коефіцієнт за рік.

Отже, якщо вільні грошові потоки фірми становили 100 млн дол. США у році, що передував року проведення оцінки, а середньозважена вартість залучення капіталу в тому ж році дорівнювала 8% при сподіваному зростанні вільних грошових потоків на 3% щорічно, тоді вартість фірми буде такою:

$$\text{Вартість фірми} = \frac{100 \text{ млн дол.}}{0,08 - 0,03} = 2000 \text{ млн дол.}$$

Тобто, за моделлю (1) вартість фірми визначається як продисковані FCFF, при цьому дисконтна ставка є прямо пропорційною середньозваженій вартості залучення капіталу та обернено пропорційною сподіваним темпам приросту FCFF. Слід зазначити, що для використання цієї моделі необхідно дотримуватись умов: темпи приросту FCFF мають бути нижчими, ніж середньозважена вартість капіталу WACC; передбачається, що зростання фірми буде стабільним ($g_n = \text{constanta}$). У зв'язку із викладеним вище, загальна версія моделі FCFF буде такою:

$$\text{Вартість фірми} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}. \quad (2)$$

Практичне застосування загальної версії моделі FCFF утворюється у зв'язку з тим, що дисконтування вільних грошових потоків до безмежності неможливе, а тому необхідно знаходити граничний рік t , продисковані

вільні грошові потоки $\frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$ настільки незначні, що ними можна знехтувати. Застосування моделі FCFF пов'язано з трьома проблемами.

Перша з них полягає у тому, чи слід приймати до розрахунку FCFF у повному обсязі, чи обмежитися лише тією їх частиною, яка спрямовується (або буде спрямовуватися) на виплату дивідендів? *Друга* проблема: чи збільшення нерозподіленого прибутку за рахунок зменшення дивідендів, а отже, і FCFF, насправді призводить до зменшення вартості фірми. *Третя* проблема полягає у достовірності прогнозування FCFF та WACC на майбутнє. До того, як оцінювач у процесі визначення оцінки фірми розв'яже зазначені проблеми і належним чином обґрунтує їх розв'язання, він повинен з'ясувати, у який саме спосіб має обчислюватися середня вартість залучення капіталу. На перший погляд, це питання вирішене (і більшість науковців та оцінювачів так вважають), а саме: ваги при обчисленні середньозваженої

вартості залучення капіталу визначаються на основі ринкової вартості джерел капіталу. Проте проблема полягає у тому, що поточна вартість джерел капіталу може не збігатися з їх вартістю в майбутньому. Тому замість ринкової вартості може використовуватися так звана розрахункова вартість, яка враховує можливі майбутні зміни. Розраховані у даний спосіб результати порівнюються, що дає змогу оцінювачу зробити обґрунтовані висновки. Іншим поширеним підходом до оцінки фірми є *підхід на основі скорегованої приведеної вартості*.

2. *Підхід на основі скорегованої приведеної вартості (APV) застосовується для оцінки фірм, що не мають боргів.* У разі появи боргів досліджується їх чистий вплив на вартість фірми шляхом зіставлення доходів запозичень та вартості останніх. Отже, перший крок, згідно з даним підходом, полягає в оцінці фірми без боргів за такою моделлю (3):

$$\frac{FCPF}{\rho_\mu - g}$$

$$\text{Вартість фірми без боргів} = \frac{FCPF}{\rho_\mu - g}, \quad (3)$$

де CPF – сподівані операційні грошові потоки фірми, гр.од./рік;

μ – вартість залучення власного капіталу без урахування боргу, коефіцієнт за рік;

g – сподівані темпи приросту операційних грошових потоків, коефіцієнт за рік.

Якщо сподівані грошові потоки фірми становитимуть 120 млн дол. США, вартість залучення власного капіталу дорівнюватиме 7% при сподіваному зростанні операційних грошових потоків на 3% щороку, вартість фірми обчислюється так:

$$\text{Вартість фірми без боргів} = \frac{120 \text{ млн дол. США}}{0,07 - 0,03} = 3000 \text{ млн дол. США.}$$

3. *Оцінка збиткових і низькорентабельних фірм.* Збиткову фірму (далі –фірму з від’ємним прибутком), а також фірму з незначним прибутком оцінити значно важче, ніж прибуткову. Фірми, які втрачають кошти, створюють кілька проблем для оцінювачів:

1. При проведенні оцінки неможливо оцінити або використати темпи приросту прибутку. Перша і найбільш очевидна проблема полягає в тому, що оцінювач не може оцінювати сподівані темпи приросту доходів і застосовувати такі оцінки до поточного прибутку, щоб оцінити майбутній прибуток. Коли фірма збиткова, використання темпів приросту (у даному разі збитку) зробить її ще збитковішою. Отже, оцінка темпів приросту прибутку перетворюється на суперечливу процедуру, незалежно від того, використовує оцінювач історичний приріст, аналітичний прогноз, чи якісь інші підходи до оцінки.

2. Прогноз податків ускладнюється. Стандартний підхід до оцінки податків полягає в застосуванні граничної ставки податку на операційний дохід для розрахунку суми цього доходу після сплати податків: Операційний дохід після сплати податків = операційний дохід до сплати податків (1 – ставка податку). Під час цих обчислень передбачається, що прибуток спричинює податкові зобов’язання у поточному періоді. Фірми,

що втрачають кошти, можуть перенести ці втрати в часі, зменшуючи на відповідну суму майбутні прибутки. Отже, збиткові фірми повинні слідкувати за чистими операційними збитками цих фірм і використовувати відповідну інформацію з метою захисту майбутніх прибутків від податків.

3. Припущення про те, що фірма функціонуватиме у майбутньому, може виявитися хибним. Остання проблема пов'язана з оцінюванням фірми, яка з часом може збанкрутувати.

Ці проблеми постають, хоча й не так гостро, у процесі оцінки низькорентабельних фірм. Якщо такі фірми оцінювати за тими ж методиками, які застосовуються до прибуткових фірм, отримані результати можуть виявитися дуже незначними. Зарубіжні фахівці називають кілька причин збитковості або низькорентабельності фірм. Одні з цих причин є тимчасовими, інші мають довгостроковий характер, але є й такі причини, що пов'язані з перебуванням фірм на певній фазі її життєвого циклу. До тимчасових причин відносять страйки, відмову від замовлення, судові процеси з іншими фірмами. Хоча ці причини призводять до зменшення прибутку, вони є одноразовими і не впливають на майбутній прибуток.

Причини секторального (галузевого) характеру пов'язані з падінням цін у певні періоди. Так, виробники зерна мають відносно високу рентабельність у роки, коли попит на зерно суттєво перевищує його пропозицію. І, навпаки, у разі перевищення пропозиції над попитом зерна виробництво стає низькорентабельним, а на багатьох підприємствах – збитковим. Часто причиною падіння прибутку є значне зростання цін на ресурси (пально-мастильні матеріали, мінеральні добрива тощо). Причини, зумовлені «циклічністю» фірм, пов'язані з падінням попиту на пропозицію фірм під час несприятливих економічних фаз. Наприклад, рецесія і викликані нею зростання безробіття та падіння реальної заробітної плати працюючих можуть призводити до скорочення попиту на окремі види продукції (дорогі м'ясо- та рибопродукти тощо). Ситуація виправляється, якщо економіка входить у фазу пожвавлення. Усі названі вище причини є тимчасовими. Але крім них, як було зазначено, є причини довгострокового характеру. Вибір способу оцінки збиткових фірм залежить, насамперед, від причини збитковості. Якщо збиток зумовлений тимчасовими причинами, є сподівання, що прибуток з'явиться у найближчому майбутньому, фірма оцінюється на основі сподіваних прибутків у способи, викладені вище (моделі 1 та 3). Якщо причини збитковості зумовлені специфікою фірми (належністю до того чи іншого сектору економіки), вони також можуть бути тимчасовими (зміна кон'юнктури ринку тощо). У разі оцінки «циклічних» фірм проблема полягає ще й у необхідності. Для фірм із тривалими причинами збитковості може виявитися прийнятною її оцінка за утилізаційною вартістю.

4. *Оцінка молодих або створюваних фірм.* Специфічною є оцінка молодих або створюваних фірм. Серед оцінювачів розвинених в економічному відношенні країн існують дві точки зору щодо можливостей такої оцінки. Перша точка зору полягає у неможливості оцінки цих фірм, оскільки у них відсутня історія, а деякі з них взагалі ще не продукують

товари чи послуги на продаж. Прихильники іншої точки зору вважають, що такі фірми оцінювати можна на основі приведеної вартості сподіваних грошових потоків від її діяльності (тобто на загальних засадах), але при цьому прогнозування майбутніх грошових потоків ґрунтується на дещо інших джерелах інформації порівняно з фірмами, які функціонують упродовж тривалого періоду. У процесі оцінки функціонуючої фірми оцінювач отримує інформацію з трьох джерел – поточних фінансових звітів; історії фірми, представленій у вигляді доходів фірми і ринкових цін на ресурси та продукцію; доступної інформації про конкурентів фірми, що дає змогу порівнювати фірму з її подібними та оцінити ключові фактори ризику. Стосовно новостворених фірм, особливо у нових секторах економіки, інформації недостатньо. Як було зазначено, на цій підставі частина оцінювачів стверджує про неможливість оцінки таких фірм, інші оцінювачі вважають, що причина полягає не стільки у «молодості» фірм, а в неприйнятності для їх оцінки моделей, а тому вони розробили спеціальні моделі оцінки, які враховують обмеженість доступної інформації.

Оскільки новостворені фірми перебувають на початковій стадії свого життєвого циклу, необхідно дослідити його. Фази життєвого циклу фірм (див. рисунок) різняться між собою за суттєвими ознаками. Так, початкова фаза характеризується не відсутністю операційної історії, подібних фірм, а джерелом вартості є виключно майбутнє зростання. Для фази швидкої експансії властиві: зростання виручки (але прибуток при цьому незначний або відсутній), обмеженість операційної історії та наявності подібних фірм, і джерелом вартості є, в основному, майбутнє зростання.



Фази життєвого циклу фірм*

*Розроблено автором.

Стадія швидкого зростання пов'язана зі значним збільшенням виручки та операційного доходу. Фірма вже має певну операційну історію; існує значна кількість подібних фірм (винятком є фірма, яка швидко зростає, якщо її спеціалізація унікальна). Джерелами вартості є активи фірми, але переважають інвестиції. На стадії зрілого зростання фірма характеризується такими ознаками: ріст виручки сповільнюється, але

операційний дохід все ще зростає; операційна історія достатня для використання при оцінюванні фірми; існує значна кількість подібних фірм, що перебувають на різних стадіях життєвого циклу; джерелом вартості є переважно активи фірми. Стадії спаду властиве скорочення виручки та операційного доходу, операційна історія фірми, значна кількість подібних фірм скорочується, а джерелом вартості є лише існуючі активи. Слід зазначити, що оцінка фірм на різних стадіях їх життєвого циклу базується на одних і тих самих принципах. Значні труднощі виникають на ранніх стадіях розвитку фірми, нестача інформації може призводити до серйозних помилок.

5. *Оцінка приватних фірм.* Усе зазначене вище стосується публічних фірм, тобто таких, чиї акції вільно котируються на фондових ринках. Але існує чимало фірм, що належать до сфери приватного бізнесу. За своїми розмірами приватні фірми дуже різняться, починаючи від малих сімейних підприємств і закінчуючи великими компаніями, які успішно конкурують з публічними фірмами. Принципи оцінки приватних фірм ті самі, що й публічних, але в процесі оцінювання виникають проблеми, властиві лише приватним фірмам. Поряд зі спільними рисами, притаманними як публічним, так і приватним фірмам, є чотири ознаки, за якими ці фірми суттєво відрізняються: публічні фірми керуються загальними стандартами бухгалтерського обліку, що не лише дозволяє ідентифікувати кожну статтю фінансової звітності, а й порівнювати між собою доходи різних публічних фірм; приватні фірми, особливо, якщо вони не є акціонерними товариствами, можуть користуватися бухгалтерськими стандартами, відмінними від загальних, що, у свою чергу, зумовлюють значні відмінності в обліку тих чи інших статей.

Переважна більшість зарубіжних оцінювачів вважає, що вартість приватної фірми є приведеною вартістю сподіваних грошових потоків. Відмінність між публічними і приватними фірмами полягає у тому, як оцінюються вхідні дані для моделі дисконтування грошових потоків. Власний капітал приватної фірми оцінюється за ставкою, яку він може принести у разі його розміщення на фінансовому ринку. Вартість залучення капіталу – це ставка, за якою приватна фірма може позичати гроші. Темпи росту приватної фірми оцінюються шляхом вивчення минулого (історичного росту) або шляхом прогнозування значень змінних факторів, що визначатимуть майбутні вільні грошові потоки фірми. Зазначені вище фактори називають ще фундаментальними змінними.

6. *Особливості оцінки аграрних підприємств.* Викладене вище стосується, повною мірою, аграрних підприємств, оскільки серед них є прибуткові, збиткові та низькорентабельні; одні з таких підприємств мають тривалу історію, інші є молодшими або створюваними; нарешті, аграрні підприємства є публічними або приватними. Проте аграрні формування, насамперед сільськогосподарські, мають дуже суттєві особливості оцінки.

У першу чергу, слід назвати такі:

1. Вплив змінних кліматичних факторів на результати діяльності аграрних підприємств (сільськогосподарських і промислових).

2. Використання сільськогосподарськими підприємствами землі як основного засобу виробництва.

Дуже важливим фактором, що впливає на оцінку сільськогосподарських підприємств, є використання ними сільськогосподарських угідь як основного засобу виробництва. Ця обставина потребує, перш за все, поділу доходу підприємства на прибуток і земельну ренту. При цьому слід мати на увазі, що земельна рента не завжди відповідає фактичній орендній платі. Так, у сучасних умовах, як показують дослідження співвідношення між рентою й орендною платою, становить у середньому близько 1:0,5, тобто орендна плата приблизно вдвічі нижча від земельної ренти.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Отже, використання сучасних методів наукового дослідження розкривають природу експертної грошової оцінки нерухомого майна, а також виявляють особливості оцінки аграрних підприємств. На основі узагальнення теоретичних і практичних напрацювань вітчизняних і зарубіжних фахівців визначено основні підходи до оцінки підприємств залежно від мети оцінювання та об'єктів оцінки. Особливості проведення оцінки аграрних підприємств як цілісних майнових комплексів, серед яких визначено такі: вплив змінних кліматичних факторів на результати діяльності аграрних підприємств, а також використання сільськогосподарськими підприємствами землі як основного засобу виробництва встановлено, що в процесі оцінки аграрних підприємств з метою залучення кредитних ресурсів, значну увагу слід приділяти експертній грошовій оцінці земельних ділянок сільськогосподарського призначення, а також права оренди таких угідь.

Список літератури

1. Десмонд Г. Руководство по оценке бизнеса. / Г. Десмонд, Р. Келли / – М. : Российское общество оценщиков, 1995.
2. Дж. Стонер. Вступ в бізнес / Дж. Стонер / [пер. з англ]. – К., 1999. – 750 с.
3. Диксон Дж. Совершенствуйте свой бизнес : пособие / Дж. Диксон / – Женева : Междунар. бюро труда, 1992. – 222 с.
4. Голден Пол. Використання в Україні нерухомого майна в якості забезпечення: проблеми та варіанти вирішення. / Пол Голден. – К. : Представництво Світового банку, 2002. – 22 с.
5. Керш Стівен Р. Дорожня карта бізнес-інвестора: Як підвищити вартість компанії за рахунок ефективних інвестицій. Керівництво менеджера / Керш Стівен Р. [пер з англ. за наук. ред. Є. Є Козлова]. – Дніпропетровськ : Баланс Бізнес Букс, 2006. – 240 с.
6. Іпотека в Україні: стан та перспективи розвитку : монографія / Н. С. Кручок. – К. : НІЧЛАВА, 2010. – 298 с.
7. Кручок С. І. Іпотечне кредитування: Європейська практика та перспективи розвитку в Україні / С. І. Кручок. – К. : Урожай, – 2003. – 206 с.
8. Офіційний веб-сайт Державної іпотечної установи // <http://ipoteka.gov.ua>

Рассмотрено развитие экспертной денежной оценки. Охарактеризованы методические подходы к определению экспертной денежной оценки как целостного имущественного комплекса с учетом

зарубежного опыта. Представлены экономически обоснованные авторские предложения по совершенствованию оценки молодых или создаваемых фирм.

Экспертная, денежная оценка, метод, подход, целостный, имущественный, комплекс, зарубежный опыт.

The article deals with the development of expert monetary value. Characterized methodological approaches to the definition of the monetary expert evaluation as an integral property complex, taking into account international experience. Presented economically justified Copyright suggestions for improvement or evaluation created by young firms.

Expert, monetary valuation method, approach, holistic, property, complex, foreign experience.

УДК 334.724.4:63:658.562

КОНЦЕНТРАЦІЯ ТА СПЕЦІАЛІЗАЦІЯ СІЛЬСЬКОГОСПОДАРСЬКОГО ВИРОБНИЦТВА – РЕГІОНАЛЬНИЙ АСПЕКТ

О. В. Жемойда, кандидат економічних наук

Висвітлено основні методологічні підходи щодо визначення регіонального рівня концентрації сільськогосподарського виробництва й спеціалізації країни на регіональному ринку агропродовольчої продукції. Наведено висновки щодо конкурентоспроможності України на ринках окремих видів агропродовольчої продукції, позиціонування вітчизняної галузі на регіональному та глобальному сегментах ринку продовольства. Обґрунтовано рекомендації щодо вдосконалення аграрної політики держави.

Конкурентоспроможність, концентрація, спеціалізація, агропродовольчі ринки, регіональний та глобальний рівень.

Однією з основних проблем, що стоять перед усіма країнами – виробниками продовольства, є необхідність формування внутрішнього виробництва, виходячи з існуючих конкурентних переваг, рівня розвитку галузі, концентрації виробництва. Сукупність зазначених чинників повною мірою відображується у показнику спеціалізації сільськогосподарського виробництва. Така спеціалізація може надати додаткові переваги у зв'язку з диференціацією ринків, на які орієнтуються виробники. У цій частині нашої роботи ми спробуємо визначити джерела конкурентних переваг сільського господарства в країнах Центральної та Східної Європи, у тому числі в Україні та Російській Федерації.