

# СУДОВІ ЕКОНОМІЧНА ТА ТОВАРОЗНАВЧА ЕКСПЕРТИЗИ: МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИРІШЕННЯ ЗАВДАНЬ

УДК 343.98

*Р. Б. Каплін*, завідувач лабораторії  
Харківського НДІСЕ,  
*О. В. Аніщенко*, завідувач лабораторії  
Харківського НДІСЕ

## ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ АКЦІЙ ПІДПРИЄМСТВ НА СУЧАСНОМУ ЕТАПІ ПРИ ПРОВЕДЕННІ СУДОВИХ ЕКСПЕРТИЗ

*Розглянуто питання оцінювання вартості акцій підприємств при проведенні судових експертиз після скасування експертної спеціальності 16.1 «Оцінка цілісних майнових комплексів, паїв, цінних паперів».*

*Ключові слова: ринок цінних паперів, акція, ринкова вартість цінних паперів, судовий експерт, судова експертиза, оцінювач, незалежна оцінка, методичні підходи, оціночні процедури, ставка капіталізації, ставка дисконтування.*

Однією зі складових фінансової системи держави є ринок цінних паперів, який відіграє важливу роль у фінансуванні економіки, реалізації державних цінних паперів як найважливіше джерело додаткового й альтернативного фінансування різних галузей економіки поряд з іншими його джерелами (бюджетом, кредитом, власними коштами підприємств).

Вартість акції як цінного паперу – це грошовий еквівалент її певних інвестиційних якостей і управлінських можливостей, що залежить від конкретних цілей та методів оцінювання. Різні види вартості цінних паперів необхідні для проведення різних фінансових операцій.

Визначення ринкової вартості акцій підприємства може здійснюватися шляхом проведення:

— незалежного оцінювання (що ще називають «експертною оцінкою», або «незалежною оцінкою»), яке проводить оцінювач, котрий має відповідне кваліфікаційне свідоцтво (або сертифікат) Фонду державного майна за спеціалізацією 2.1 (оцінка цілісних майнових комплексів, паїв, цінних паперів, майнових прав та нематеріальних активів);

— судової експертизи, яку проводять судові експерти, котрі мають відповідні кваліфікаційні свідоцтва Міністерства юстиції України та внесені до державного Реєстру атестованих судових експертів.

Оцінювачі у своїй роботі керуються Законом України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні»<sup>1</sup>. Діяльність судових експертів, що пов'язана з оцінюванням майна, здійснюється на умовах і в порядку, передбачених Законом України «Про судову експертизу»<sup>2</sup> з урахуванням особливостей, визначених Законом України «Про оцінку майна» щодо методичного регулювання цього процесу. У зв'язку з тим, що інші положення Закону про оцінку майна не поширюються на судових експертів, судовий експерт, який здійснює експертну діяльність, пов'язану з оцінюванням цінних паперів, відповідно до експертної спеціальності на підставі свідоцтва про присвоєння кваліфікації судового експерта не обов'язково повинен бути суб'єктом оціночної діяльності.

Підставою для проведення незалежної оцінки може бути договір із замовником або ухвала суду, у той час як для судової експертизи – тільки ухвала суду або постанова правоохоронних органів.

Згідно з додатком 6 до Положення про експертно-кваліфікаційні комісії та атестацію судових експертів<sup>3</sup> до переліку основних видів судових експертиз та експертних спеціальностей, за якими присвоювалась кваліфікація судового експерта фахівцям науково-дослідних установ судових експертиз Міністерства юстиції України, була включена експертна спеціальність 16.1 «Оцінка цілісних майнових комплексів, паїв, цінних паперів». Однак наказом Міністерства юстиції України від 22.06.2012 № 925/5 «Про затвердження змін до Положення про експертно-кваліфікаційні комісії та атестацію судових експертів»<sup>4</sup> експертна спеціальність 16.1 була скасована. Потреба у визначенні вартості акцій підприємств від цього не відпала, навпаки, кількість звернень щодо проведення таких досліджень збільшилася.

Пунктом 1.2.10 Інструкції про призначення та проведення судових експертиз та експертних досліджень, затвердженої наказом Міністерства юстиції України від 08.10.1998 № 53/5 (зі змінами та доповненнями)<sup>5</sup>, передбачено, що з метою більш повного задоволення потреб слідчої та судової

<sup>1</sup> Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України від 12.07.2001 № 2658-III. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws> (дата звернення: 26.06.2017).

<sup>2</sup> Про судову експертизу: Закон України від 25.02.1994 № 4038-XI. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws> (дата звернення: 26.06.2017).

<sup>3</sup> Про затвердження Положення про експертно-кваліфікаційні комісії та атестацію судових експертів: наказ М-ва юстиції України від 09.08.2005 № 86/5. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws> (дата звернення: 26.06.2017).

<sup>4</sup> Про затвердження змін до Положення про експертно-кваліфікаційні комісії та атестацію судових експертів: наказ М-ва юстиції України від 22.06.2012 № 925/5. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws> (дата звернення: 26.06.2017).

<sup>5</sup> Інструкція про призначення та проведення судових експертиз та експертних досліджень: затв. наказом М-ва юстиції України від 08.10.1998 № 53/5. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws> (дата звернення: 26.06.2017).

практики щодо вирішення питань, які потребують застосування наукових, технічних або інших спеціальних знань, експертними установами організовується проведення інших видів експертиз (крім судово-медичної та судово-психіатричної), у тому числі й тих, що перебувають на стадії наукової роботи.

На сьогодні розроблена «Методика комплексних експертних досліджень визначення вартості акцій підприємств» у співавторстві експертів-економістів та експертів з будівельно-технічних досліджень (яким раніше присвоювалася кваліфікація судового експерта за спеціальністю 16.1). Ця методика зареєстрована в Реєстрі методик проведення судових експертиз Міністерства юстиції України.

Головні завдання експертного визначення ринкової вартості акцій підприємств полягають у встановленні:

- дійсної ринкової ціни акції;
- відповідності ціни реалізації та придбання акції на вторинному ринку її ринковій ціні;
- відповідності ціни акції ринковій вартості чистих активів підприємства;
- економічній доцільності придбання акцій за запропонованою договірною вартістю.

Експертне завдання виникає:

- у кримінальному провадженні при досудовому розслідуванні та судовому розгляді фактів спричинення збитків при здійсненні операцій з купівлі-продажу акцій окремими суб'єктами господарювання й фізичними особами – власниками акцій;
- у цивільних і господарських судових справах за майновими претензіями.

На нашу думку, до суб'єктів судово-експертної діяльності з визначення ринкової вартості акцій належать судові експерти, яким присвоєно кваліфікацію судового експерта за спеціальностями:

— 10.10 «Визначення оціночної вартості будівельних об'єктів та споруд»;

— 11.1 «Дослідження документів бухгалтерського, податкового обліку і звітності»;

— 11.2 «Дослідження документів про економічну діяльність підприємств і організацій»,

що визначені в додатку 6 до Положення про експертно-кваліфікаційні комісії та атестацію судових експертів, затвердженого наказом Міністерства юстиції України від 03.03.2015 № 301/5<sup>1</sup>.

У разі, якщо акціонерне товариство володіє значними матеріальними активами, які при оцінюванні вартості підприємства можуть бути виділені в такі складові частини: земля, будівлі, комунікації, фінансові активи, сиро-

---

<sup>1</sup> Про затвердження Положення про експертно-кваліфікаційні комісії та атестацію судових експертів: наказ М-ва юстиції України від 03.03.2015 № 301/5. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws> (дата звернення: 26.06.2017).

вина, матеріали, машини й обладнання, об'єкти інтелектуальної власності, то до проведення експертних досліджень залучаються судові експерти за такими спеціальностями:

- 10.14 «Оцінка земельних ділянок»;
- 12.1 «Визначення вартості машин, обладнання, сировини та споживчих товарів»;
- 12.2 «Визначення вартості колісних транспортних засобів та розміру збитку, завданого власнику транспортного засобу»;
- 13.9 «Економічні дослідження у сфері інтелектуальної власності».

Методичною основою оцінювання акцій виступає комплекс методичних підходів, методів та оціночних процедур. Методичні підходи являють собою загальні способи визначення вартості акцій, що ґрунтуються на принципах оцінювання. Відповідно до чинного законодавства основні методи оцінювання базуються на трьох головних оціночних підходах: порівняльному, дохідному та майновому<sup>1</sup>. Кожний із них передбачає використання різної інформації, отриманої на ринку. Кожна модель має низку недоліків і переваг. Вибір моделі залежить від об'єкта оцінки, особливостей його діяльності та особливостей галузі, у якій він функціонує, обсягу наявної інформації на ринку. Визначення ринкової вартості акцій можливе із застосуванням усіх методичних підходів у разі наявності необхідної інформації.

При проведенні експертних досліджень в основному здійснюється ретроспективне оцінювання акцій, що викликає деякі труднощі в застосуванні порівняльного та майнового підходів.

Для визначення ринкової вартості активів майновим підходом потрібно провести комплексний аналіз і детальну оцінку (бажано різними способами) ринкової вартості всіх будівель, споруд, передавальних пристроїв, машин і обладнання, незавершеного будівництва, коригування дебіторської заборгованості та запасів станом на дату оцінки акцій, що зазвичай у межах роботи з ретроспективного оцінювання акцій проводити недоцільно, оскільки таке дослідження вимагає невикористано значних витрат часу й ресурсів і не надає об'єктивних результатів у зв'язку з неможливістю встановлення в повному обсязі даних щодо переліку та технічного стану майна підприємства в минулому періоді.

Складність проведення ретроспективного оцінювання порівняльним підходом насамперед полягає в тому, що після спливання тривалого проміжку часу з моменту оцінки до проведення оцінювання іншою особою, дослідження ринку обмежується наявною інформацією, не завжди повно розкритою в лістингах пропозицій. При цьому зробити повний моніторинг ринку на минулу дату, тобто зателефонувати для отримання більш повної інформації та застосувати пошук на інтернет-сайтах, практично вже неможливо та безрезультатно. Характерною особливістю цього виду досліджень для надання остаточного висновку на поставлені перед судовими експерта-

<sup>1</sup> Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів»: постановою Каб. Міністрів України від 29.11.2006 № 1655. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws> (дата звернення: 26.05.2017).

ми питання є те, що зазначені фактори істотно впливають на категоричність загального висновку, тобто відповісти на питання можливо лише з достатнім ступенем імовірності.

Для визначення вартості пакету акцій за допомогою дохідного підходу проводиться аналіз прогнозів доходів і витрат акціонерного товариства. При аналізі враховуються тенденції розвитку підприємства та темпи змінення грошових потоків. Визначаються прогнозні чисті грошові потоки, ставки дисконтування та капіталізації. Розраховується приведена вартість чистих грошових потоків. Цей підхід і метод є найбільш зваженим та обґрунтованим для розрахунку вартості пакета акцій.

З точки зору прийняття інвестиційних рішень дохідний метод оцінювання вважається одним із найбільш доречних, оскільки потенційний інвестор купує не набір реальних активів, майнових цінностей, а потік майбутніх доходів або вільних грошових коштів, що дозволяє йому повернути вкладені кошти та отримати прибуток. Вагомою перевагою використання дохідного підходу є можливість проведення комплексної системної оцінки, коли потрібно оцінити не окремі об'єкти підприємства, а повністю весь майновий комплекс.

На сьогодні склалося судження про те, що визначення вартості акцій із застосуванням дохідного підходу необхідно проводити в межах виключно судової економічної експертизи за спеціальностями 11.1 та 11.2.

При проведенні експертного дослідження акції мають оцінюватися експертом як самостійний об'єкт дослідження. Усе це потребує від експерта застосування в ході дослідження значного обсягу спеціальних знань про емісію й обіг таких цінних паперів, а також про особливості бухгалтерського обліку та оподаткування, здійснюваних із ними операцій. Особливістю досліджень операцій із цінними паперами є необхідність комплексного розгляду питань, пов'язаних із їх обігом, що є складовим предметом як судової економічної експертизи, так і судової оціночної експертизи.

У межах дохідного підходу виокремлюють два основні методи:

- дисконтування грошових потоків;
- визначення капіталізованої вартості доходів.

*Метод капіталізації чистого доходу* визначає потік доходу й перетворює його в поточну вартість шляхом застосування норми капіталізації. Основна перевага цього методу – простота розрахунків. Метод капіталізації доходу є найбільш уживаним в умовах стабільної економічної ситуації, у якій очікується, що підприємство протягом тривалого строку буде одержувати приблизно однакові величини прибутку (або темпи її росту будуть постійними). На відміну від оцінювання нерухомості в оцінюванні бізнесу цей метод застосовується досить рідко через значні коливання величин прибутків або грошових потоків за роками, характерних для більшості оцінюваних підприємств.

*Метод дисконтування грошового потоку* найбільш широко застосовується в межах дохідного підходу. Він використовується, коли очікується, що майбутні рівні грошових потоків істотно відрізняються від поточ-

них, прогнозовані майбутні грошові потоки є позитивними величинами для більшості прогнозних років, очікується, що грошовий потік в останній рік прогнозного періоду буде значною позитивною величиною. Цей метод дозволяє більш реально оцінити майбутній потенціал підприємства.

Як дохід, що дисконтується, використовується або чистий дохід, або грошовий потік. При цьому грошовий потік за роками визначається як баланс між припливом коштів (чистого доходу плюс амортизація) та їх відтоком (приріст чистого оборотного капіталу й капітальних вкладень). Річний чистий оборотний капітал визначається як різниця між поточними активами й поточними пасивами. Особливістю методу дисконтування грошових потоків і його головною перевагою є те, що він дозволяє врахувати несистематичні зміни потоку доходів, які не можна описати якою-небудь математичною моделлю. Ще одним аргументом, що виступає на користь застосування методу дисконтування грошового потоку, є наявність інформації, яка дозволяє обґрунтувати модель доходів (фінансова звітність підприємства, ретроспективний аналіз оцінюваного підприємства, дані маркетингового дослідження ринку, плани розвитку компанії).

Застосування дохідного підходу передбачає здійснення поглибленого аналізу фінансової звітності підприємства. Навіть для оцінювання однієї акції підприємства, у разі відсутності даних про операції з продажу акцій підприємства за останній час, необхідно спочатку оцінити все підприємство, вивчити цілком його фінансово-економічний стан, інформацію про його господарську діяльність та ін. Тобто експерти, які проводять експертизи з визначення ринкової вартості акцій, повинні мати експертну спеціальність 11.2 «Дослідження документів про економічну діяльність підприємств і організацій».

Що стосується експертів з будівельно-технічних досліджень, то одним із етапів здійснення оцінювання дохідним підходом є визначення ставки капіталізації або ставки дисконтування. Природа й методика визначення ставки капіталізації в цілому є тією самою, що й ставки дисконтування. Слід зазначити, що до програми підготовки за спеціальністю 10.10 «Визначення оціночної вартості будівельних об'єктів та споруд» уключено тему з визначення ставки капіталізації та дисконту, де вивчаються процеси дисконтування грошових потоків, які, у свою чергу, засновані на шести функціях грошової одиниці. Схожі прийоми з дисконтування та визначення ставки дисконту застосовуються при визначенні вартості акцій, оскільки теорія вартості грошей у часі однакова для всіх процесів.

Беручи до уваги зазначене, можна зробити висновок, що визначення ринкової вартості акцій підприємства є комплексним видом експертного дослідження, який на сучасному етапі потребує наявності в експертів щонайменше підготовки за експертними спеціальностями 10.10 «Визначення оціночної вартості будівельних об'єктів та споруд», 11.1 «Дослідження документів бухгалтерського, податкового обліку і звітності», 11.2 «Дослідження документів про економічну діяльність підприємств і організацій».

## **ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ СУДЕБНЫХ ЭКСПЕРТИЗ**

**Каплин Р. Б., Анищенко О. В.**

*Рассмотрены вопросы оценивания стоимости акций предприятий при проведении судебных экспертиз после отмены экспертной специальности 16.1 «Оценка целостных имущественных комплексов, паев, ценных бумаг».*

*Ключевые слова: рынок ценных бумаг, акция, рыночная стоимость ценных бумаг, судебный эксперт, судебная экспертиза, оценщик, независимая оценка, методические подходы, оценочные процедуры, ставка капитализации, ставка дисконтирования.*

## **EVALUATION OF ENTERPRISES SHARES VALUES AT THE MODERN STAGE WHEN CARRYING OUT FORENSIC EXAMINATIONS**

**Kaplin R. B., Anishchenko O. V.**

*Share value as a security is a money equivalent of its definite investment qualities and management possibilities which depends on concrete goals and methods of evaluation. Determination of the market value of enterprise shares may be realized by estimation which is carried out by an estimator who has the corresponding qualification certificate of the State Property Fund, or by carrying out forensic examination which is fulfilled by forensic experts having corresponding qualification certificates of the Ministry of Justice of Ukraine and entered in the Register of certified forensic experts. After abolition of an expert speciality 16.1 «Estimation of integral property complexes, equities, securities» by the order the Ministry of Justice of Ukraine in June, 2016 the demand in expert researches on determination of the value of enterprises stocks has not disappeared, on the contrary, the quantity of appeals on performing such researches has increased. At the present time «The technique of comprehensive expert studies of determination of the enterprises shares value» in the co-authorship of experts-economists and experts on building and technical researches (to whom qualification of the forensic expert on speciality 16.1 was earlier conferred) is developed. This technique is registered in the Register of techniques on performing forensic examinations of the Ministry of Justice of Ukraine. The complex of methodical approaches, methods and evaluation procedures serve as the methodical basis for stocks evaluation. All these demands from the expert of application during the research of considerable extent of special knowledge on the issue and circulation of such securities, as well as about the features of business accounting, taxation and the operations, realized with them. The particularity of researching of the operations with securities is the necessity of comprehensive consideration of the problems related with circulation that makes up the subject both forensic economic examination and forensic evaluative examination.*

*Keywords: securities market, share, market value of securities, forensic expert, forensic examination, appraiser, independent evaluation, methodical approaches, evaluative procedures, capitalization rate, discounting rate.*