

УДК 339.9.033.15

Євдокимов Ф. І., Розумна Н. В.

**ТЕОРЕТИЧНІ ТА МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ Й ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

В даний час в Україні здійснюється новий етап управління власністю, завдання якого – зростання ефективності бізнесу, посилення ринкових позицій підприємств в умовах конкуренції. При цьому угоди злиття і поглинання використовуються як спосіб швидкого та найбільш відчутного зростання розвитку підприємства на основі його реструктуризації шляхом здійснення зовнішніх інвестицій. Таким чином, злиття та поглинання можуть розглядатися як спосіб стратегічного управління вартістю підприємств.

Тому необхідно винаходити, розробляти і впроваджувати принципово нові і радикально більш ефективні технології і методики управління бізнесом, які дозволять радикально підвищити конкурентоспроможність, прибутковість, стійкість, вартість та ефективність діяльності вітчизняних виробників.

Питаннями оцінки вартості підприємств займалися такі провідні зарубіжні і вітчизняні вчені, як: П. Дойль, О. Кравченко, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррина, В. Новак, Н. Рудик, Е Семенова, Ф. Штерн і ін. [1–5] В вказаних роботах відзначено, що низька ефективність операцій пояснюється тим, що в більшості випадків ефект від угоди не може бути прорахований через відсутність достатньої методичної бази для оцінки вартості компаній в угодах злиття та поглинання.

Метою статті є обговорення методичних аспектів щодо оцінки вартості підприємства, порівняння різних методів і аналіз факторів, що обумовлюють формування вартості підприємства.

Протягом 2010 року органами Антимонопольного комітету України розглянуто 65 заяв про надання дозволу на узгоджені дії суб'єктів господарювання, що на 10,2 відсотка більше, ніж за попередній рік (59 заяв). За результатами їх розгляду у 50 випадках на здійснення заявлених узгоджених дій надано дозвіл. Суб'єктам господарювання протягом 2010 року надано 75 попередніх висновків з питань необхідності одержання дозволу на концентрацію та узгоджені дії суб'єктів господарювання та можливості його одержання [6].

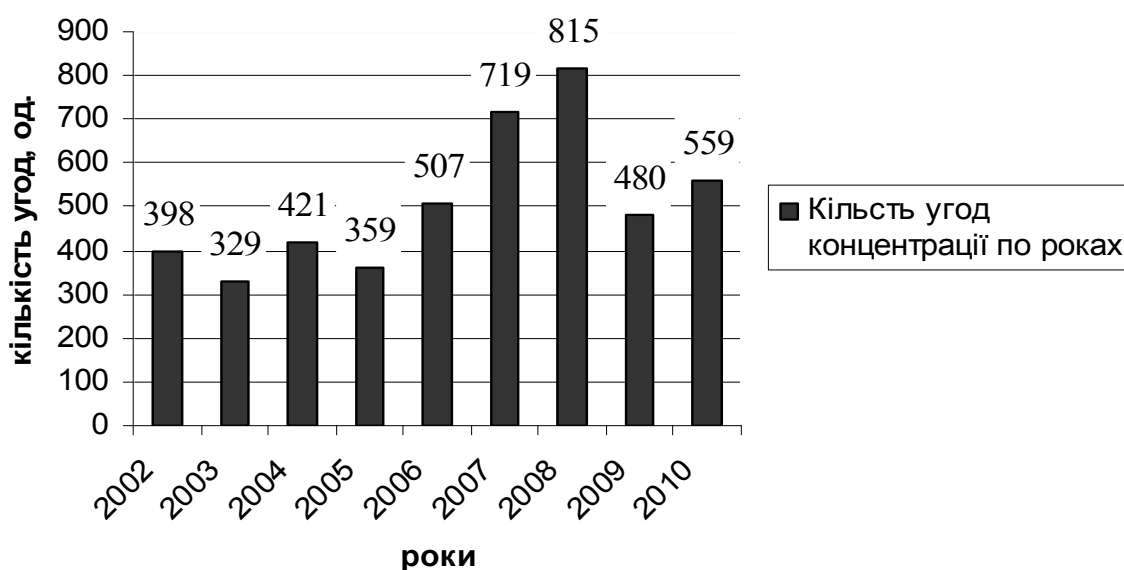


Рис. 1. Кількість угод концентрації в Україні за період 2002–2010 рр.

Однією з основних проблем інтенсивно ринку злиттів і поглинань є проблема низької ефективності угод. У більшості випадків кінцевою метою злиттів і поглинань є зростання вартості підприємства. Проте за даними агентства KPMG в результаті здійснення угод у сфері злиттів і поглинань 28 % угод зменшили вартість компанії, 31 % угод збільшили її, 43 % угод не дали жодного результату [7].

При цьому в угодах злиття та поглинання важливо визначати величину як ринкової, так і інвестиційної вартості підприємства. Застосування інвестиційної вартості для оцінки вартості компанії в угодах злиття та поглинання дозволяє оцінити стратегічні вигоди угоди, а також врахувати індивідуальні переваги інвестора.

Всі фактори вартості умовно можна розділити на 4 групи показників: показники, які відображають стратегічну ефективність підприємства, ефективність операційної діяльності, інвестиційної діяльності та фінансової діяльності.

Одна з проблем, що виникає при впровадженні вартісного управління в компаніях, – неможливість використання самої вартості для оперативного управління бізнесом. Справа в тому, що сама вартість не завжди відображає винятково результат роботи менеджерів: на неї впливають зовнішні фактори (наприклад, прогноз розвитку ринку або поведінка інвесторів).

Необхідно визначити, для яких цілей може проводитися оцінка бізнесу, а потім з'ясувати причини такої відмінності. Класифікація існуючих цілей оцінки бізнесу з боку різних суб'єктів, приведена в табл. 1.

Таблиця 1

Взаємозв'язок цілей оцінки вартості підприємства в залежності від різних суб'єктів оцінки

Суб'єкт оцінки	Цілі оцінки
Підприємство як юридична особа	Забезпечення економічної безпеки
	Розробка планів розвитку підприємства
	Випуск акцій
	Оцінка ефективності менеджменту
Власник	Вибір варіанту розпорядження власністю
	Складання об'єднаних і розділових балансів при реструктуризації
	Обґрунтування ціни купівлі-продажу підприємства або його частки
	Встановлення розміру виручки при впорядкованій ліквідації підприємства
Кредитні установи	Перевірка фінансової дієздатності позичальника
	Визначення розміру позики, що видається під заставу
	Перевірка обґрунтованості котирувань цінних паперів
Інвестори	Перевірка доцільності інвестиційних вкладень
	Визначення можливої ціни купівлі підприємства з метою включення його до інвестиційного проекту
Державні органи	Підготовка підприємства до приватизації
	Визначення оподаткованої бази для різних видів податків
	Визначення виручки від примусової ліквідації через процедуру банкрутства. Оцінка для судових цілей

Так як різні цілі оцінки припускають пошук різного виду вартості. Для вибору адекватного стандарту вартості бізнесу такий основна ознака – джерело формування доходу. Всього виділяється два джерела формування доходу при використанні підприємства: 1) дохід від діяльності підприємства; 2) дохід від розпродажу активів підприємства.

Відповідно до цього виділяється два види вартості:

– *вартість діючого підприємства*. Це вартість, яка відображає перше джерело доходу, передбачає, що підприємство продовжує діяти і приносити прибуток.

– *вартість підприємства за активами*. Це вартість, яка відображає друге джерело доходу, передбачає, що підприємство буде розпущено або ліквідовано, тобто підприємство оцінюється поелементно.

Найбільш часто вживані види (стандарти) вартості відображають джерела формування доходу:

1) справедлива ринкова вартість (fair market value) – тобто вартість, приймаються державними органами, однаково вигідна і дрібним, і великим акціонерам і близька до середньої ринкової вартості аналогічних об'єктів;

2) інвестиційна вартість (investment value) – тобто вартість даного підприємства для цього інвестора з усіма його планами, уподобаннями, податковими особливостями, можливою синергетикою і обмеженнями;

3) внутрішня або фундаментальна вартість (intrinsic, fundamental value), визначається як оцінка, отримана в результаті уважного і узгодженого вивчення всіх характеристик підприємства і ринкових факторів;

4) вартість тривалого бізнесу (going concern value), при отриманні якої оцінювач вважає, що фірма буде продовжувати працювати безмежно довго;

5) ліквідаційна вартість (liquidation value);

6) балансова вартість бухгалтерська (book value) отримана на основі бухгалтерських документів про активи фірми і її зобов'язання;

7) реальна ринкова вартість (market value), тобто ціна, за яку в розумні терміни можна продати підприємство на фактичну наявність в даний час ринку.

В теорії і практиці оцінки бізнесу за аналогією з оцінкою нерухомості традиційно існує класифікація підходів до оцінки бізнесу, табл. 2.

Таблиця 2

## Підходи до оцінки бізнесу і нерухомості

Оцінка бізнесу	Оцінка нерухомості
Ринковий підхід	Ринковий підхід
Дохідний підхід	Дохідний підхід
Підхід на основі активів	Витратний підхід

1. Ринковий підхід – загальний спосіб визначення вартості підприємства та/або його власного капіталу, в рамках якого використовується один або більше методів, заснованих на порівнянні даного підприємства з аналогічними вже проданими капіталовкладеннями.

2. Дохідний підхід (income approach) – загальний спосіб визначення вартості підприємства та/або його власного капіталу, в рамках якого використовується один або більше методів, заснованих на перерахунку очікуваних доходів.

3. Підхід на основі активів (asset based approach) – загальний спосіб визначення вартості підприємства та/або його власного капіталу, в рамках якого використовується один або більше методів, заснованих безпосередньо на численні вартості активів підприємства за вирахуванням зобов'язань.

Ринкова вартість будь-якого активу є та ціна, яку інвестор (покупець) готовий заплатити за цей актив. Інвестора, який розглядає можливість його придбання, цікавить, що дасть використання активу в майбутньому, який грошовий потік генерується активом, як він розподілений в часі і яка волатильність цього грошового потоку. Використання двох основних фінансових концепцій: тимчасової вартості грошей і зв'язку ризику з прибутковістю, дозволяє визначити очікування інвестора як дисконтований вільний грошовий потік, створюваний даними активом в майбутньому:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+i)^t}, \quad (1)$$

де  $FCF$  – значення вільного (free) грошового потоку (cash flow) у прогностному періоді;

$i$  – ставка дисконтування;

$t$  – інтервал періоду прогнозування (експлуатації активу).

Дана формула може застосовуватися для оцінки будь-якого активу і підприємства в цілому.

Перед оцінювачем або інвестором, що проводить оцінку активу або компанії, завжди стоять дві основні проблеми - як правильно здійснити прогноз вільного кеш-фло і як врахувати всі можливі ризики, супутні використанню активу або функціонуванню компанії (і відображені в ставці дисконтування) на всьому прогностному періоді.

Оскільки тривалість періоду прогнозування носить невизначений характер, формулу (1) представляють у вигляді (2), що передбачає розподіл періоду прогнозування на 2 відрізка – перший має фіксовану тривалість (горизонт), наприклад, 5–7 років, протягом яких можливий прогноз обсягів продажів підприємства, стану її макроекономічного середовища та інших факторів, від яких залежить кеш-фло і ставка дисконтування, і другий – для якого приймаються постійні значення річного кеш-фло і ставка дисконтування, характерні для останнього року фіксованого періоду прогнозування. Відповідно вартість підприємства складається з вартості на фіксованому горизонті прогнозування і вартості на всьому подальшому що залишився періоді її функціонування (залишкової вартості) і визначається за формулою (2):

$$V = V(T) + PV(V(T+1, \infty)), \quad (2)$$

де  $V(T)$  – вартість підприємства за фіксований період його функціонування  $T$ ;

$V(T+1)$  – залишкова вартість підприємства за наступний невизначений період його функціонування (terminal value).

Проведення оцінки вартості з використанням дохідного підходу складається з наступних кроків, рис. 2.

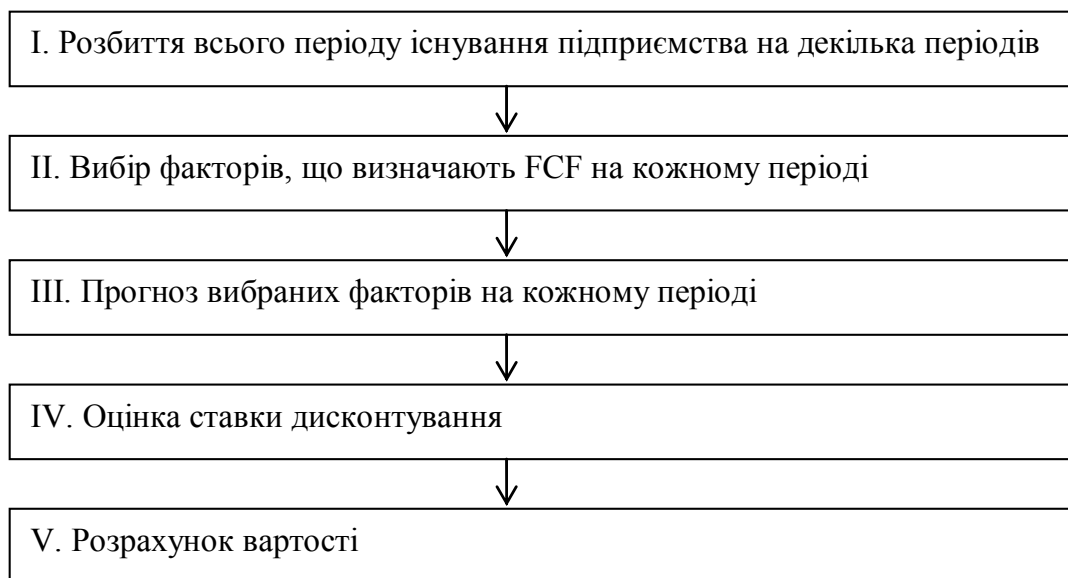


Рис. 2. Етапи проведення оцінки вартості підприємства

Найпоширеніший підхід до реалізації перших трьох кроків при проведенні оцінки наступний: вартість компанії розбивається на два періоди, прогнозний і постпрогнозний. У прогнозному періоді будуватися постатейний прогноз балансу і звіту про прибутки та збитки на основі наявних планів і припущень для кожної статті. Для оцінки грошових потоків на построзгновному періоді використовується припущення про фіксовану швидкість росту FCF протягом всього періоду.

Так само використовуються інші підходи. Наприклад, період існування підприємства розбивається на три періоди. Сума тривалостей перших двох періодів дорівнює періоду «конкурентної переваги» компанії. Відміну від попереднього підходу полягає в тому, що додається другий період, на якому кількість статей балансу і звіту про прибутки та збитки зменшується і прогноз складається менш детально, зазвичай на основі фіксованих значень фінансових коефіцієнтів.

Будь-яка модель оцінки вартості підприємства, яка базується на методі дисконтування доходів, повинна описувати спосіб виконання кожного з п'яти кроків, описаних вище.

Для визначення вартості підприємства даним методом використовуються такі коефіцієнти:

- 1) Вартість/Виручка.
- 2) Вартість/Прибуток.
- 3) Вартість/Активи.
- 4) Вартість/Внеобігові активи.
- 5) Вартість/Власний капітал.

Для створення належної та ефективної вартісної моделі бізнесу в цілому необхідно:

- складати прогноз грошових надходжень підприємства (зазвичай – прогноз доходів від продажів, що їм генеруються);
- складати прогноз витрат, безпосередньо пов'язаних з даними підприємством (це вимагає розробки і реалізації високоефективної системи обліку й розподілу витрат);
- оцінити значення дисконтної ставки, яка визначається ризиками того, що реальні чисті грошові потоки, створені даними підприємством, виявляться нижче очікуваних.

При цьому найбільшу складність становить саме оцінка значення дисконтної ставки, особливо для різних елементів підприємства (продукту, торгової марки і ін.), що часто є одним з істотних перешкод на шляху впровадження вартісного підходу до управління підприємством або окремими його елементами.

Тим не менш, оцінка значення дисконтної ставки є не тільки можливою (що досить переконливо довів досвід роботи відділів корпоративних фінансів інвестиційних банків всього світу), але і необхідною, оскільки ця робота дозволяє формалізувати і оптимізувати систему контролю за ризиками (ризик-менеджменту), абсолютно необхідну для успішного і сталого функціонування і розвитку будь-якого бізнесу (з точки зору створення вартості підприємства).

Необхідність високоефективної системи ризик-менеджменту безпосередньо впливає з формул оцінки вартості і розрахунку економічного прибутку в методі дисконтованих грошових потоків. У кожній складовій формули оцінки вартості в чисельнику має місце різниця доходів і витрат бізнесу (включаючи інвестиції в основні та оборотні кошти, необхідні для успішного функціонування і розвитку бізнесу), а в знаменнику –  $1 +$  дисконтна ставка відповідного ступеня. Отже, ризики бізнесу (відображенням яких і є дисконтна ставка) роблять значний вплив на вартість бізнесу і тому ними необхідно ретельно керувати.

При цьому необхідно постійно пам'ятати, що ефективна система управління ризиками вимагає оптимізації, а не мінімізації ризиків. Це пов'язано з тим, що, як правило, в певному діапазоні існує чітка кореляція між ризиками та очікуваної прибутковістю. Тому необхідно визначити і реалізувати не мінімальне значення ризику (якому зазвичай відповідає і мінімальна очікувана прибутковість), а те оптимальне співвідношення ризику і прибутковості, якому відповідає максимальне значення вартості підприємства та його економічного прибутку.

З іншого боку, заходи з управління ризиками завжди пов'язані з певними витратами. Тому зменшувати ризики доцільно до того рівня, коли ефект у зростанні вартості підприємства від подальшого зниження ризиків стає менше витрат, необхідних для реалізації цього зменшення ризиків.

## ВИСНОВКИ

Управління вартістю – це управління майбутнім підприємства, отже, це невід'ємна складова стратегії і бізнес-плану його розвитку. Наскільки близький фондовий і весь фінансовий ринок країни до поняття ефективного, настільки об'єктивними будуть результати оцінки вартості підприємства та його ринкова ціна. Використання попередньо-сценарного підходу підвищує надійність оцінок.

Для прогнозування грошових потоків підприємства, крім використання ретроспективної інформації і даних фінансового аналізу, необхідно приблизно представляти стан ринку, на якому вона діє. Потрібно розуміти, чи планується поява нових гравців на ринку, поява товарів-замінників, заходи державного регулювання та контролю ринку. Метою аналізу ринку є виділення основних факторів, що впливають на загальні тенденції: спад, незмінні темпи зростання. У разі, якщо планується різкий спад ринку, в якому працює підприємство, його це торкнеться з великим ступенем імовірності. Дану інформацію необхідно закласти в приблизні прогнози, здійснювані керівником.

Впровадження системи управління вартістю неможливо без визначення нефінансових факторів вартості. Фінансові показники відображають винятково результати діяльності підприємства, однак не розкривають шляхи їх досягнення. Крім того, за допомогою одних лише фінансових показників неможливо проконтролювати ефективність інвестування в нематеріальні активи, між тим як саме від них багато в чому залежить успіх компанії на ринку. Побудувавши систему фінансових показників, необхідно поставити орієнтири для подальшої декомпозиції факторів вартості, побудувати комплексну систему показників, стимулюючих співробітників до підвищення вартості бізнесу.

Важливо відзначити, що низька ефективність інтеграції підприємств пояснюється тим, що в більшості випадків ефект від угоди не може бути прорахований через відсутність достатньої методичної бази для оцінки вартості підприємств в угодах злиття та поглинання. Необхідність розробки методичного підходу до оцінки інвестиційної вартості підприємства, з урахуванням специфіки угод злиття і поглинання, обумовлює необхідність подальших розробок в цьому напрямку.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Дойль П. *Маркетинг, менеджмент и стратегии* / П. Дойль, Ф. Штерн; пер. с англ. Ф. П. Тарасенко. – Спб. : «Питер», 2007. – 544 с.
2. Коупленд Т. *Стоимость компании: оценка и управление* / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2009. – 578 с.
3. Кравченко О. *Ринкова вартість компанії: методологія оцінки та шляхи максимізації* / О. Кравченко // *Міжнародна економічна політика*. – 2007. – № 7. – С. 153–175.
4. Новак В. О. *Взаємозв'язок стратегічного та оперативного управління в системі управління компанією [Електронний ресурс]* / В. О. Новак // *Проблеми системного підходу в економіці (Електронне наукове фахове видання)*. – 2008. – № 1. – Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2008-1>.
5. Рудык Н. Б. *Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием* / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенова. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
6. *Звіт Антимонопольного комітету України за 2010 рік [Електронний ресурс]*. – Режим доступу: [http://www.amc.gov.ua/amc/control/uk/publish/article?art\\_id=104930&cat\\_id=104929](http://www.amc.gov.ua/amc/control/uk/publish/article?art_id=104930&cat_id=104929).
7. *Официальный Интернет-сайт агентства KPMG [Электронный ресурс]*. – Режим доступа: [www.kpmg.ru](http://www.kpmg.ru).

Стаття надійшла до редакції 02.11.2011 р.