

РЕАЛІЇ ЗАСТОСУВАННЯ МЕТОДИК ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ

Охарактеризовані основні методичні підходи до оцінювання вартості підприємств. Досліджено реалії застосування загальновизнаних методик в практиці оцінювання вартості українських підприємств.

Для досягнення конкурентних переваг на тому чи іншому сегменті ринку суб'єкти господарювання вдаються до реалізації різних варіантів стратегічних змін у діяльності підприємств. В системі управління розвитком вітчизняних підприємств харчової промисловості важливого значення набуває конкуренція на товари, роботи та послуги в межах єдиного ринкового середовища. Це зумовлює необхідність розробки базових стратегій, що визначають шлях розвитку харчопереробних підприємств, сприяють зміцненню інтеграційних зв'язків з сільськогосподарськими підприємствами. З огляду на докорінні зміни у зовнішньому і внутрішньому середовищі, вони великою мірою впливають на ринкову поведінку суб'єктів господарювання. Мірилом вдалої реалізації розроблених стратегічних змін є зростання вартості підприємства. Проте будь-яка стратегія дисконтується, тобто визначається її вплив на вартість і капіталізацію підприємства, що водночас зумовлює необхідність вибору ставки для оцінювання наміченого проекту. З приводу обґрунтування вартості підприємства виникає ряд дискусійних моментів, тому їхній розгляд набуває особливої актуальності.

Основним дискусійним аспектом є те, що загальновідомі західні методики оцінювання вартості підприємства зазвичай не завжди дають змогу отримати достовірні результати при оцінюванні вартості українських

підприємств. Основною причиною зазначеного, на нашу думку, є те, що пристосовані вони до оцінювання вартості підприємств у економіці, де дотримуються умови прозорості ведення бізнесу.

Метою статті є висвітлення наявних нині основних методик оцінювання вартості підприємств та виокремлення особливостей їхнього застосування у вітчизняній практиці.

Оцінювання вартості суб'єкта господарювання регламентується в Україні Національними стандартами оцінки, зокрема стандартом № 3 “Оцінювання цілісних майнових комплексів” [1]. Вітчизняне законодавство виокремлює три основних методичних підходи, які застосовуються при оцінюванні вартості підприємства: *майновий, дохідний та порівняльний*.

Майновий підхід при оцінюванні цілісних майнових комплексів розглядає вартість підприємства з точки зору здійснених витрат. Балансова вартість активів підприємства внаслідок інфляції, зміни ринкової кон'юнктури, використуваних методів обліку, як правило, не відповідає ринковій вартості. Відповідно перед оцінювачем постає задача корегування балансу підприємства. З цією метою проводиться оцінювання ринкової вартості кожного окремого активу, отримане значення вартостей додається і являє собою сукупну вартість підприємства, із вартості усіх активів вираховується вартість зобов'язань (боргів) підприємства, тобто визначається чиста вартість підприємства. У практиці оцінки цей алгоритм розрахунку отримав назву метода накопичення активів. Згідно цього методу вартість підприємства визначається за формулою

$$C_A = \sum A_i - D, \quad (1)$$

де: C_A – вартість чистих активів; A_i – ринкова вартість i -го активу ($i = 1 \dots n$); D – величина зобов'язань.

У випадку якщо $D = 0$, то формула має вигляд

$$C'_A = \sum A_i, \quad (2)$$

Основними методами у рамках майнового підходу є: метод накопичення активів; метод корегування балансової вартості активів; метод розрахунку ліквідаційної вартості підприємства.

Метод накопичення активів передбачає визначення ринкової вартості активів та аналіз заборгованості (дебіторської та кредиторської) шляхом реалізації алгоритму формули (1). В окремих випадках використання результатів оцінювання, якщо не передбачається перехід зобов'язань до майбутнього власника підприємства, застосовується формула (2).

Метод корегування балансової вартості активів передбачає проведення оцінювання активів виходячи з їхньої балансової вартості. Однією з модифікацій цього методу є використання встановлених державою коефіцієнтів індексації.

Метод розрахунку ліквідаційної вартості підприємства базується на визначенні загального фінансового ефекту, отриманого у процесі ліквідації підприємства шляхом окремого продажу його активів та повернення підприємством заборгованості. Під час розрахунку ліквідаційної вартості підприємства застосовують алгоритм, яким передбачається облік необхідності корегування сукупної вартості активів на величину поточної вартості прибутку (збитку) від діяльності підприємства під час ліквідації, а також витрат, які пов'язані з ліквідацією. Але зменшення сукупної вартості активів на суму заборгованості підприємства, для погашення якої, як правило, здійснюється ліквідація, не передбачається.

Оцінки вартості бізнесу на основі майнового підходу передбачають визначення двох видів вартості – діючого підприємства, з одного боку, і ліквідаційної вартості підприємства, з іншого.

Щодо умови визначення вартості діючого підприємства у рамках майнового підходу, тобто на основі майнової оцінки використовуваних ним активів, то встановлена цим способом вартість, як правило, порівнюється із вартістю, що розрахована за допомогою доходного підходу. Отже майновий підхід орієнтується не на виявлені спроможності активів генерувати доходи,

а на оцінку вартості активів у гіпотетичних умовах їх можливого продажу. Однак якщо передбачається “гіпотетичний” продаж бізнесу в цілому, то для оцінки його вартості не достатньо тільки тих активів, які фіксуються у бухгалтерській звітності. Відновлювальна вартість цих активів зазвичай не може надати реальну цінність передбаченого на продаж бізнесу. Тут особливу цінність являють нематеріальні активи підприємства.

Майновий підхід заснований на принципі заміщення. Проте на думку Т. Коупленда та ін. “заміщенню піддаються лише матеріальні активи... Витрати на заміщення матеріальних активів підприємства доволі часто занижують його вартість”. До того ж, “не всі активи суб’єкта господарювання можуть бути заміщені”. “Уявіть собі устаткування, яке використовується тільки у одній визначеній галузі. Витрати на заміну такого активу можуть бути настільки великими, що така заміна стане економічно недоцільною. Однак поки актив генерує позитивний грошовий потік, він залишається цінним для підприємства” [2, с. 310]. Водночас існує доволі значна сфера бізнесу, у рамках якої використання оцінок на базі активів доцільніше, ніж використання інших підходів. Це галузі “для яких вартість активів важлива” [3, с. 638]. До таких галузей відносяться підприємства комунального господарства, фінансові компанії, видобувні підприємства.

Послідовність процедур оцінювання вартості діючих підприємств на основі майнового підходу така:

вихідний момент, що включає оцінювання активів та зобов’язань підприємства за даними останньої до моменту оцінювання бухгалтерської звітності;

облік інфляційної компоненти та корегування у зв’язку з цим грошових характеристик окремих статей активів;

визначення поточної вартості дебіторської та кредиторської заборгованості;

оцінювання чистої вартості активів як різниці між переоціненими активами та зобов’язаннями [5, с. 145].

Якщо при визначенні вартості суб'єкта господарювання іншими методами особовий огляд оцінюваного підприємства не обов'язковий, то під час його оцінювання із використанням майнового підходу такий огляд, як правило, стає необхідністю. Неможливо встановити реальну вартість будівель та споруд, орієнтуючись тільки на дані бухгалтерської звітності про їх так-звану "історичну вартість" та зафіксовані у тій же звітності розміри амортизації цих об'єктів. Що стосується земельних ділянок, то в фінансовій звітності, як правило, немає даних щодо їхньої вартості. Тільки оглянувши ці земельні ділянки оцінювач може скласти більш-менш реальне уявлення про вартість кожної з них.

Ліквідаційна вартість визначається як різниця між виручкою від продажу активів та витратами, які пов'язані з ліквідацією та розпродажем активів. Це вартість чистої виручки від реалізації активів підприємства, яке ліквідується. Визначення такого виду вартості передбачає "закінчення або згорнення діяльності підприємства шляхом трансформації активів у готівку з метою подальшої виплати коштів кредиторам у порядку майнових прав, якими вони володіють. Залишок, якщо він залишається, надійде власникам підприємства пропорційно їхній участі у капіталі" [4, с. 719].

Оцінювання підприємства за ліквідаційною вартістю необхідне у випадках його ліквідації з причин банкрутства, внаслідок добровільної ліквідації бізнесу, якщо прогнозні грошові потоки від продовження діяльності підприємства виявляться меншими за суму його чистих активів (різниці між активами підприємства, що оцінені за ринковою вартістю, та його зобов'язаннями).

Під час оцінювання ліквідаційної вартості підприємства виходять з можливості її визначення в залежності від часових умов продажу активів, а саме:

вартість під час "форсованого" продажу активів. Іноді її ще називають аукціонною вартістю;

вартість під час впорядкованого, хоча й обмеженого у часі продажу активів у розрахунку на отримання більшої виручки. Вона ще має таку назву, як вартість активів при нормальному ліквідаційному процесі.

Умови продажу усіх активів підприємства визначаються законодавством про банкрутство. “У рішенні про продаж підприємства повинна міститися вказівка про мінімальну ціну... Початкова ціна продажу підприємства...встановлюється...на основі ринкової вартості майна, яка визначена згідно зі звітом незалежного оцінювача”.

По суті, обґрунтування того чи іншого розміру ліквідаційної вартості – це завдання досягнення оптимальних розмірів чистої виручки. Критерієм оптимізації виступає максимізація чистої виручки. Розв’язати цю проблему без дисконтування можливих розмірів виручки і відповідних витрат, тобто без отримання поточної вартості, практично неможливо.

Доволі часто економісти використовують єдину ставку дисконтування для різних видів активів. Вважаємо, що такі розрахунки носять доволі умовний характер, оскільки ризики продажу різних видів активів неоднакові, а отже, різними повинні бути й ставки дисконтування. На думку фахівців, відносно менші ставки дисконтування повинні застосовуватися до порівняно ліквідніших активів [5, с. 164]. Мінімальна ставка дисконтування має бути не менша за ставку рефінансування Національного банку України (нині її знижено з 8,5 до 7,75 %). Тобто, це мінімальна величина вигод від альтернативного використання грошових коштів покупцем активів. До цього бажано додати річний рівень інфляції та врахувати оцінку ризиків, що пов’язані з труднощами продажу окремих видів активів.

На практиці більшість українських оцінювачів вважають за доцільне ставку дисконтування використовувати на рівні банківської кредитної ставки у валюті юридичним особам, яка коливається в межах 14–21 %. Якщо конкретніше характеризувати компоненти формування ставки дисконтування, то це сума безризикової ставки національного банку України (5–7 %), ставки за ризик вкладення у нерухомість (1–2 %), ставки за низьку

ліквідність активу (3 %), компенсації за загальноекономічний ризик (4–4,5 %), витрат на інвестиційний менеджмент (1,5–2 %). Сума всіх наведених складових становить ставку дисконтування, яка коливається від 14,5 до 18,5 %.

Виручка від реалізації активів очевидно буде істотно менша за зафіксовану фінансовою звітністю. В умовах ринкової економіки типовою є ситуація, коли при ліквідації підприємства отримують 40 % або ще менше облікової вартості запасів. Ще складніша ситуація, коли справа йдеться про устаткування, особливо спеціального призначення. Щодо інфляції, то чим вищий її рівень, тим при інших рівних умовах для кредиторів важливіше, щоб активи підприємства-банкрута були продані якомога скоріше.

Схема визначення ліквідаційної вартості така. При визначенні балансу ліквідаційної вартості виходять з реальних можливостей отримання тієї чи іншої виручки від реалізації окремих видів активів. Саме таким чином формується актив балансу ліквідаційної вартості підприємства.

У пасив балансу включаються витрати, що пов'язані з діяльністю конкурсного керуючого і його команди. Ці нові зобов'язання включають управлінські витрати, а також витрати на зберігання активів до моменту їхньої реалізації.

Різниця між вартістю активів (за ціною їхньої реалізації) і зобов'язаннями плюс власний капітал може бути:

позитивною – залишається акціонерам (рідкісний випадок у практиці);

від'ємною – при цьому акціонерів можна запевнити, що нічого не остається, незмінними зберігаються зобов'язання перед конкурсним керуючим, а залишкова частина відходить до кредиторів.

Оцінювання активів та зобов'язань проводиться з урахуванням таких особливостей:

необоротні активи в частині основних засобів, нематеріальні активи та незавершене будівництво – оцінюються виходячи з ринкової вартості;

необоротні активи в частині довгострокової дебіторської заборгованості та відстрочених податкових активів, поточна дебіторська заборгованість – оцінюються з урахуванням терміну їхнього повернення (погашення, відшкодування) та ймовірності такого повернення;

матеріальні оборотні активи (запаси, товари) у разі, коли їх поточна вартість еквівалентна вартості, відображеної у бухгалтерському обліку, – оцінюється виходячи з вартості таких активів за даними бухгалтерського обліку, в інших випадках – виходячи з ринкової вартості або вартості ліквідації, якщо ринкова вартість не перевищує вартість ліквідації;

довгострокові та поточні фінансові інвестиції – оцінюються виходячи з їхньої ринкової вартості, а одержані векселі – оцінюються виходячи з їх ринкової вартості з урахуванням терміну та ймовірності погашення;

поточна вартість довгострокових та поточних зобов'язань залежно від їх виду визначається такою, що дорівнює вартості, відображеній у бухгалтерському обліку, або розраховується шляхом дисконтування сум (основний борг, відсотки), які підлягають погашенню у відповідних періодах за обґрунтованою для кожного зобов'язання ставкою дисконту.

Оцінювання підприємства за допомогою *дохідного підходу* базується на тому, що потенційний покупець не заплатить за об'єкт суму, яка буде більшою за поточну вартість майбутніх доходів. Цей метод найпридатніший для обліку інвестиційних інтересів, коли покупця цікавить не набір конкретних активів, а доходи, які він буде отримувати від їхнього використання. Зазначимо, що для підприємств з позитивною динамікою доходів минулого періоду, які прибутково функціонують на дату оцінювання, мають реальні перспективи розвитку, оцінювання за дохідним підходом не викликає труднощів.

Інша справа, коли підприємство малоприбуткове або збиткове. У цьому разі оцінювання є лише базою для прийняття управлінських рішень щодо підвищення дохідності. При оцінюванні вартості у рамках дохідного підходу поточна вартість майбутніх доходів розраховується лише відносно активів,

які необхідні для отримання цих доходів. Зайві активи оцінюються окремо (майновим, порівняльним або дохідним підходом) і додаються до вартості підприємства, яка визначена на основі доходів. Узагальнюючим показником дохідності підприємства виступає грошовий потік, що являє собою сальдо надходжень від бізнесу та платежів. У рамках дохідного підходу використовують два такі його різновиди, як метод дисконтування грошових потоків та метод прямої капіталізації [7, с. 118].

Метод дисконтування грошових потоків заснований на тому, що майбутні грошові потоки зі своїми коефіцієнтами дисконтування приводяться до величини, яка дорівнює сумі їх поточних вартостей, тобто

$$C_d = \frac{D_1}{(1+d)^1} + \frac{D_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+d)^n}, \quad (3)$$

де: C_d – вартість підприємства, що визначена методом дисконтування грошових потоків; $D_1 \dots D_n$ – майбутні грошові потоки, які генерує підприємство; d – ставка дисконтування; n – кількість років прогнозу грошових потоків.

З точки зору теорії фінансів, метод дисконтування грошових потоків є найточнішим методом оцінки по доходу у випадку, якщо вдається скласти довгостроковий прогноз майбутньої діяльності підприємства. У світовій практиці стандартний термін прогнозування становить 10–15 років. Але для підприємств, які функціонують у нестабільному зовнішньому середовищі, термін прогнозування скорочується до 2–3 років.

Величина вартості підприємства, розрахована виходячи з двох-трьохрічних величин грошових потоків, буде менш достовірною, ніж величина вартості, отримана на основі використанням тривалішого періоду прогнозування доходів. Компенсацією зменшення вартості виступає реверсія (вартість підприємства у післяпрогнозний період), величина якої дає змогу зменшити різницю у тривалості прогнозного періоду. При використанні коротшого за стандартний періоду прогнозування розрахунок методом дисконтування грошових потоків набуває вигляду:

$$C_d = \frac{D_1}{(1+d)^1} + \dots + \frac{D_n}{(1+d)^n} + P, \quad (4)$$

де: $n = 2 \dots 3$ роки; P – реверсія.

Загальна величина вартості розраховується шляхом додавання вартостей прогнозного та післяпрогнозного періодів.

Метод прямої капіталізації за змістом являє собою частковий випадок методу дисконтування грошових потоків і відображає ситуацію, при якій грошові потоки за роками є рівними між собою, а їхнє отримання очікується протягом тривалого періоду часу (умовно прирівнюється до нескінченості). Математична формула являє собою суму членів геометричної прогресії, яка дорівнює величині D/d .

$$\frac{D}{(1+d)^1} + \frac{D}{(1+d)^2} \dots \frac{D}{(1+d)^\infty} \approx \frac{D}{d}, \quad (5)$$

де D – річний постійний, направлений у нескінченість грошовий потік.

Отже, розрахунок вартості за допомогою прямої капіталізації здійснюється за формулою

$$C_k = \frac{D}{d}, \quad (6)$$

де C_k – вартість підприємства, визначена методом прямої капіталізації.

Звісно, що припущення стосовно нескінченного періоду часу отримання рівних за роками доходів від експлуатації підприємства є вельми умовним. Це забезпечує нижчу точність оцінювання вартості, порівняно з методом дисконтування грошових потоків. Похибка розрахунку, зумовлена нескінченим періодом отримання грошових потоків, не виправляється. Проте за допомогою методу прямої капіталізації можна використовувати не тільки постійні грошові потоки, а й такі, що збільшуються постійними темпами і визначаються за формулою

$$C_k = \frac{D(1+g)}{k}, \quad (7)$$

де: k – ставка капіталізації (ризик); g – довгострокові постійні темпи зростання грошових потоків.

Ставка капіталізації дає можливість встановити зв'язок між грошовими потоками, які постійно збільшуються, та вартістю підприємства. Згідно з моделлю Гордона, вона являє собою модифіковану ставку дисконту

$$k = d - g, \quad (8)$$

При оцінюванні вартості за допомогою ставки капіталізації зберігається припущення щодо нескінченості частоти отримання грошових потоків. Варто також зазначити, що величина темпів зростання грошових потоків не повинна перевищувати ставку дисконту. Отже доцільно використовувати цей метод тільки за умови, коли $d > g$.

У рамках дохідного підходу до оцінювання вартості підприємства можливо використання комбінації методів дисконтування та прямої капіталізації. Вона базується на тому, що управлінський персонал вдається до удосконалення бізнесу та доведення його до оптимального рівня, який влаштовує акціонерів, або ж до стабільно зростаючих доходів від здійснення виробничо-фінансової діяльності. Така комбінація методів оцінювання формалізовано має вигляд

$$C_{dk1} = \frac{D_1}{(1+d)^1} + \frac{D_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{D_l}{(1+d)^l} + \frac{D_m}{(1+d)^{l+1}} / d. \quad (9)$$

$$C_{dk2} = \frac{D_1}{(1+d)^1} + \frac{D_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{D_l}{(1+d)^l} + \frac{D_m (1+g)}{(1+d)^{l+1}} / k. \quad (10)$$

$$C_{dk3} = D_m A_{nf} + \frac{D_m (1+g)}{(1+d)^{f+1}} / k. \quad (11)$$

де: C_{dk1} – вартість підприємства, визначена за допомогою комбінації методів дисконтування та капіталізації в умовах очікування неоднакових грошових потоків з їхньою наступною стабілізацією; C_{dk2} – вартість підприємства, визначена за допомогою комбінації методів дисконтування та капіталізації в умовах очікування неоднакових грошових потоків із

постійними темпами їхнього зростання; $C_{dkз}$ – вартість підприємства, визначена за допомогою комбінації методів дисконтування та капіталізації в умовах очікування однакових за розміром грошових потоків з постійними темпами їхнього зростання; $D_1 \dots D_i$ – різні за розміром грошові потоки; L – термін, протягом якого грошові потоки різняться між собою; D_m – постійний грошовий потік; A_{nf} – поточна вартість ануїтету за ставки дисконту d та терміну f .

Дохідний підхід до оцінювання вартості підприємства можна також використовувати у сукупності із майновим та порівняльним підходами. Логіка такого використання випливає з того, що протягом визначеного періоду часу власники очікують від здійснення виробничо-фінансової діяльності на підприємстві дохід у вигляді грошових потоків, а потім продають свою власність. Оцінювання підприємства, що продається, може здійснюватись виходячи з чистої вартості підприємства, ліквідаційної вартості та вартості, яка визначена на ринку на момент продажу. У цих випадках вартість підприємства визначається таким чином

$$C = C_{dv} + PVC_{zmk} \quad (12)$$

$$C = C_{dv} + PVC_{plv} \quad (13)$$

$$C = C_{dv} + PVC_{pvr} \quad (14)$$

де: C – вартість підприємства, визначена за допомогою декількох підходів; C_{dv} – вартість підприємства, визначена методом дисконтування грошових потоків за період володіння підприємством; PVC_{zmk} – поточна чиста вартість цілісного майнового комплексу на момент продажу підприємства; PVC_{plv} – поточна ліквідаційна вартість на момент змушеного продажу підприємства; PVC_{pvr} – поточна вартість, визначена за допомогою порівняльного підходу на момент продажу підприємства.

Вартість підприємства, що продається, може становити базу оцінювання реверсії (вартості підприємства у післяпрогнозний період) за

припущення продажу підприємства у післяпрогнозований період. Проте розрахунок поточної величини майбутньої вартості підприємства, що продається, ускладнюється необхідністю визначення майбутньої вартості чистих активів, ліквідаційної вартості або цін продажів аналогів. Тому на практиці, під час розрахунків реверсії, виходять з припущення, що грошові потоки у післяпрогнозований період стабілізуються на рівні, якого досягнуто у останньому році прогнозного періоду, або будуть зростати постійними темпами. Розрахунок реверсії може бути таким

$$P = \frac{D_N}{(1+d)^{N+1}} / k. \quad (15)$$

$$P = \frac{D_N (1+g)}{(1+d)^{N+1}} / k, \quad (16)$$

D_N – грошовий потік останнього року прогнозного періоду.

Підводячи підсумки розгляду технології дохідного підходу до вартості підприємства доцільно відмітити, що основні проблеми, які виникають під час його використання, полягають у прогнозуванні майбутніх грошових потоків, розмір яких визначає вартість, а характер – вибір методу оцінювання; визначені ставки дисконтування (ставки капіталізації).

Складові грошового потоку, який використовується при прогнозуванні вартості підприємства, дещо інші, ніж структура грошових потоків від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Вона різниться для грошового потоку на власний та позиковий капітал (табл. 1).

Таблиця 1

Складові грошового потоку для оцінювання вартості підприємства*

Грошовий потік на власний капітал	Грошовий потік на весь вкладений капітал
Прибуток від основної діяльності після оподаткування, що залишається у розпорядженні управлінського персоналу підприємства	Прибуток від основної діяльності після оподаткування, що залишається у розпорядженні управлінського персоналу підприємства
Відняти відсотки по заборгованості	
Додати амортизацію	Додати амортизацію

Додати (відняти) зміну оборотних коштів	Додати (відняти) зміну оборотних коштів
Додати (відняти) зміну боргу	
Відняти інвестиції	Відняти інвестиції

* Джерело: [6, с. 53].

Використання у розрахунках прибутку від основної діяльності підприємства зумовлено тим, що у рамках прогнозу неможливо врахувати майбутні прибутки з інших джерел (реалізації майна, курсових різниць та ін.). Відсотки по заборгованості являють собою майбутні виплати процентів за взятими кредитами або облігаціям, що погашаються. Амортизація у прогнозі розглядається як повернення капіталу, який вкладено в основні засоби та нематеріальні активи і визначається згідно з нормами Податкового кодексу України, оскільки вони відображають реальні грошові потоки.

Зміна оборотних активів двояко впливає на грошовий потік – у випадку, якщо прогнозується збільшення обігових коштів – грошовий потік треба буде зменшити на розмір їхнього приросту, оскільки відбувається витрачання наявних грошових коштів. Якщо ж передбачається зменшення оборотних коштів, то грошовий потік, відповідно, збільшується. Така ж логіка оцінювання зміни боргу. Інвестиції як довгострокові вкладення капіталу в будь-яку сферу діяльності, завжди зменшують розмір грошового потоку.

Оцінювання ризиків підпорядковується “золотому правилу інвестування” – дохід, який очікує отримати інвестор, повинен бути пропорційним ризику, на який погоджується інвестор заради отримання цього доходу. Тобто, чим більше ризиковані інвестиції, тим більша компенсація має пропонуватися інвестору [6, с. 58].

Основою при визначенні ставки дисконтування є внутрішня норма дохідності конкретного підприємства, що являє собою ставку дисконту, при якій вартість підприємства дорівнює нулю. Для визначення внутрішньої норми дохідності розраховується така ставка дисконту, при якій сумарна поточна вартість надходжень від бізнесу дорівнює сумарній вартості

платежів. Тобто для внутрішньої норми дохідності повинна виконуватись умова

$$\sum_{n=1}^m PVD_n - \sum_{n=1}^m PVR_n = 0, \quad (17)$$

де: PVD_n – поточна вартість надходжень від бізнесу у n -році ($n=1\dots m$); PVR_n – поточна вартість платежів підприємства (витрат, які зменшують надходження) у n -році.

Наведемо приклад розрахунку внутрішньої норми дохідності, де надходження й платежі протягом умовного періоду прогнозування становлять 5 років (табл. 2). Приведення надходжень та платежів до поточної вартості з використанням різних ставок дисконтування показано нижче (для спрощення розрахунків у 1-й рік поточна вартість грошової одиниці дорівнює 1).

Таблиця 2

Початкові дані для визначення внутрішньої норми дохідності*

1-й рік	0	-7000
2-й рік	0	-7000
3-й рік	+6000	0
4-й рік	+7000	0
5-й рік	+9000	0
Σ	+22000	-14000

* Джерело: [6, с. 59].

При ставці дисконту 19 % різниця між надходженнями та платежами дорівнює 0 (табл. 3). Тобто виходячи із розміру доходів та притаманних їм ризиків, підприємство вартості не має. Аналіз даних показав, що вартість з'являється при ставці дисконту 19 %, а при перевищенні цієї цифри стає від'ємною величиною.

Розрахунок внутрішньої норми дохідності

Рік	Надходження	Платежі	Поточна вартість грошових потоків					
			При ставці дисконту 16 %		При ставці дисконту 19 %		При ставці дисконту 22 %	
			Надходження	Платежі	Надходження	Платежі	Надходження	Платежі
1		7000		7000		7000		7000
2		7000		6030		5880		5740
3	6000		4460		4240		4030	
4	7000		4480		4150		3850	
5	9000		4970		4490		4060	
Σ			13910	13030	12880	12880	11940	12740
Різниця			+880		0		-880	

* Джерело: [6, с. 59].

Як зазначалось, внутрішня норма дохідності стає орієнтиром для інвестора. Якщо його влаштовує дохідність нижче цієї норми, то підприємство викликає інтерес (має вартість), якщо ж дохідність, що вимагається, перевищує внутрішню норму, то за таких умов інвестування не відбудеться.

Виходячи з принципу зміни вартості, розрахунки здійснюються на конкретну дату. Приведення доходів у поточну вартість формалізовано описується функцією поточної вартості грошової одиниці. Вона визначається на дату оцінювання за допомогою формули

$$V_o^n = \frac{1}{(1+d)^n \cdot (1+b \cdot d)}, \quad (18)$$

де: n – період надходження доходів, роки ($1 \dots n$); b – частина року, яку отримують шляхом ділення кількості днів, які залишились до кінця року, на загальну кількість днів у році; d – ставка дисконту.

Для визначення ставки дисконтування можна використовувати один з трьох способів – модель оцінювання капітальних активів; метод кумулятивної побудови; метод вартості капіталу.

Детально зупинимось лише на методі вартості капіталу, оскільки він найчастіше використовується оцінювачами. Цей метод пов'язує ставку дисконтування, що характерна для конкретного підприємства, з середньоринковими ставками дохідності, яких очікують власники та кредитори підприємств. Метод вартості капіталу виступає у формі моделі WACC (середньозважена вартість капіталу):

$$d = i_{A1} \cdot W_{A1} + i_{A2} \cdot W_{A2} + i_C \cdot W_C, \quad (19)$$

де: i_{A1} – ринкова ставка дохідності простих акцій; W_{A1} – частка простих акцій у структурі капіталу; i_{A2} – ринкова ставка дохідності привілейованих акцій; W_{A2} – частка привілейованих акцій у структурі капіталу; i_C – ринкова ставка дохідності за облігаціями (банківським кредитам); W_C – частка позикового капіталу (облігацій, банківських кредитів) у структурі капіталу.

Врахування особливостей підприємства, яке оцінюється, здійснюється згідно із моделлю WACC шляхом корегування ринкових ставок дохідності на індивідуальну структуру його капіталу. Зазначимо, що метод WACC не призначений для оцінювання вартості підприємств. Розрахована за цим методом ставка дисконтування, тільки характеризує ціну капіталу суб'єкта господарювання (у відсотках).

Як зазначалось, визначення ставки дисконту можна робити також за допомогою *очікувань кредиторів*. У цьому випадку ставка дисконтування для конкретного підприємства прирівнюється до ставки відсотка за кредит, під який це підприємство залучає позикові кошти, або до норми дохідності облігацій підприємства (у тому числі й розміщених на зарубіжних фондових ринках), тобто

$$d = i_c, \quad (20)$$

Логічним доказом цього підходу є те, що ризики підприємства визначені не оцінювачем, а банком, який фінансує (при кредитуванні) або

ринком (за умови вдалого розміщення облігацій). Передбачається, що очікування компенсацій кредиторів співпадають з очікуваннями акціонерів.

У випадку якщо підприємство має можливість залучати гроші з європейського ринку під відсотки, які на ньому склалися, ставка дисконтування прирівнюється до ставки *LIBOR* (вартість відсотків на лондонському ринку) з урахуванням ризику країни (для України 1–2 %).

$$d = LIBOR + 1... 2\% , \quad (21)$$

Особливістю *порівняльного підходу* оцінювання підприємств є орієнтація його на використання ринкових цін на аналогічні підприємства (їхні складові) та на фактично досягнуті результати оцінюваного підприємства. Завдяки цьому порівняльний підхід має декілька переваг порівняно з витратним та дохідним підходами.

Переваги порівняльного підходу полягають у тому, що оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу, що склалися на ринку (тобто ціна визначається ринком), а не коректністю виконаних розрахунків, як при використанні витратного та дохідного підходів.

Основою оцінювання є поточна інформація (меншою мірою попередня), яка відображає фактично досягнуті результати. Звісно, що така інформація достовірніша за прогнози у дохідному підході. Істотною перевагою також надає урахування у вартості фактичних співвідношень між попитом та пропозицією на аналогічні об'єкти, що підвищує обґрунтованість оцінювання завдяки відображенню стану поточної ринкової ситуації.

Водночас з перевагами порівняльний підхід має й певні недоліки. Для використання цього підходу має активно функціонувати ринок підприємств. Лише завдяки цьому можливий вибір достатньо порівняльних аналогів. До того ж ринок повинен бути прозорим, тобто інформація про підприємства має бути доступною. Оскільки ці наведені дві умови для вітчизняної практики господарювання не властиві, оцінювання з використанням порівняльного підходу стає значною мірою обмеженим.

Порівняльний підхід до оцінювання підприємств здійснюється за допомогою використання таких методів, як метод галузевих співвідношень, метод ринку капіталів та метод угод (продажів).

Метод галузевих співвідношень базується на існуванні залежності між вартістю підприємства та визначеними показниками його діяльності. Така залежність встановлюється за результатами кореляційно-регресійного аналізу на основі статистичних даних про продаж підприємств різних галузей. Найтипівіші галузеві співвідношення, властиві для розвинених ринків наведено в табл. 3.

Таблиця 3

**Галузеві співвідношення між вартістю підприємств
та показниками їхньої господарської діяльності**

Вид бізнесу	Формула вартості бізнесу
Рекламні агентства	75 % річної виручки
Бухгалтерські фірми	90–150 % річної виручки
Продаж нових авто	50 % річної виручки + товарні запаси на обслуговування
Оренда автомобілів	Кількість машин × 1000 доларів США
Хлібопекарні	15 % річного обсягу продажів + устаткування + товарні запаси
Кофейні	Обсяг продажів за місяць × 4 + товарні запаси
Аптеки	75 % річного чистого прибутку + обладнання + товарні запаси
Кінотеатр	чистий прибуток за рік × 4
Піцерії	Обсяг продажів за місяць × 4 + товарні запаси
Таксі	80 % річного чистого прибутку
Автомайстерні	Чистий прибуток за місяць × 2 + ринкова ціна обладнання
Магазини з продажу вина	Обсяг продажів за місяць × 5 + товарні запаси + ціна торгівельного патенту
Страхові компанії	120–150 % від річних комісійних
Бари та кафе	Обсяг продажів за півріччя + вартість торгівельного патенту

* Джерело: [6, с. 34].

Оскільки цей метод враховує співвідношення у вартості в цілому по галузях, то для оцінювання окремих підприємств він використовується як орієнтир. В узагальненому вигляді метод застосовується згідно з “золотим правилом оцінювання” – вартість підприємства дорівнює чотирьохкратній величині прибутку до оподаткування. Нині у практиці оцінювання метод галузевих співвідношень не використовується у зв’язку з відсутністю

активних торгів та необхідної інформації, яка, до речі, повинна відображати достатньо довгу ретроспективу угод.

Метод ринку капіталів базується на цінах, що склалися на акції підприємств, що тотожні оцінюваному на фондовому ринку. Оскільки базою оцінювання виступає вартість однієї акції, то у “чистому” вигляді метод використовується для оцінювання міноритарних пакетів акцій, які не надають право контролювати діяльність акціонерного товариства. Хоча існують засоби, що дозволяють перейти від оцінювання міноритарного, до контрольного пакета або вартості всього підприємства.

Метод угод (продажів) передбачає використання цін придбання контрольних пакетів акцій або підприємств. Він надає можливість перейти від оцінювання вартості всього підприємства до вартості міноритарного пакета акцій.

Технології використання зазначених методів співпадають. Розбіжність полягає в тому, що при оцінюванні підприємства методом ринку капіталів визначальною величиною виступає ціна однієї акції, а при оцінюванні методом угод – ціна контрольного пакета акцій. Методи передбачають вибір підприємств-аналогів, розрахунок співвідношення між ціною аналогів та яким-небудь фінансовим показником їхньої діяльності (мультиплікатором), визначення вартості.

Мультиплікатор являє собою показник співставлення вартості акції (вартість контрольного пакета акцій або підприємства) з фінансовою базою

$$M = \frac{C}{F}, \quad (22)$$

де: M – оціночний мультиплікатор; C – вартість об’єкта (акції, контрольного пакета акцій або підприємства); F – показник фінансової бази.

Оціночні мультиплікатори класифікуються за двома групами. У першій групі фінансовою базою виступають ресурсні показники, а в другій – результативні.

Такий підхід до обрання показників фінансової бази зумовлений тим, що підприємство являє собою “чорну скриньку”, до якої надходять ресурси, що згодом трансформуються у результати діяльності.

Основними оціночними мультиплікаторами є: вартість / капітал; вартість / виручка; вартість / чисті активи; вартість / грошовий потік; вартість / прибуток; вартість / дивіденд.

Використовуються мультиплікатори відповідно до вимог, за яких мультиплікатори повинні мати мінімальну розбіжність величин. Виявлені під час розрахунків екстремальні значення мультиплікаторів відкидаються.

Використання під час оцінювання одного мультиплікатора передбачає таку послідовність дій: 1) розрахунок мультиплікатора по кожному підприємству-аналогу; 2) відкидання отриманих екстремальних значень; 3) розрахунок середнього значення мультиплікатора; 3) оцінювання вартості шляхом множення середнього значення мультиплікатора об'єктів-аналогів до фінансової бази оцінюваного підприємства (формула 21) [8, с. 112].

$$C_A = M_{ch} P_1, \quad (23)$$

де: C_A – вартість підприємства, визначена за допомогою методу ринку капіталів (угод); M_{ch} – середнє значення мультиплікатора підприємств-аналогів; P_1 – фінансовий показник підприємства-аналога, який використовується при розрахунку мультиплікатора.

Використанням різних видів мультиплікаторів передбачається, що у підсумку будуть отримані різні значення вартості підприємства. У цьому випадку можливі два варіанти оцінювання підсумкової вартості. За першим варіантом визначається середнє значення з усіх отриманих величин. Воно здійснюється за умови, якщо оцінювач однакового довіряє усім мультиплікаторам. У разі, коли оцінювач вважає, що різні мультиплікатори неоднаково характеризують об'єкт оцінювання, використовується метод зважування (другий варіант оцінювання підсумкової вартості).

Вартість оцінюваного підприємства визначається таким чином:

$$\text{за першим варіантом } \frac{C_{A1} + \dots + C_{An}}{n}; \quad (24)$$

$$\text{за другим варіантом } \frac{C_{A1}Y_1 + \dots + C_{An}Y_n}{n}, \quad (25)$$

де: $C_{A1} \dots C_{An}$ – вартість підприємства, отримана за допомогою n числа мультиплікаторів; $Y_1 \dots Y_n$ – частки мультиплікаторів від 1 до n ($Y_1 \dots Y_n = 1$); n – кількість мультиплікаторів.

Підсумкова величина вартості повинна бути скорегована у залежності від методів розрахунку та фінансового стану оцінюваного підприємства. Корегування здійснюється шляхом внесення поправок, що являють собою знижки або надбавки до вартості. Найтипівішими є поправки на контроль, недостатню ліквідність, наявність не використовуваних активів, наявність власних обігових коштів, потреби у капітальних вкладеннях, необхідність в інвестиціях у природоохоронну сферу та ін.

Висновки. Узагальнення наведених роздумів щодо оцінювання вартості підприємств у вітчизняній практиці господарювання дає змогу сформулювати такі висновки:

оскільки технології оцінювання вартості підприємства значною мірою не пристосовані до вітчизняної практики господарювання, то оцінювач може користуватись будь-якими загальноновизнаними західними методиками оцінювання. Правильність розрахунків буде залежати лише від того, наскільки вдало він зможе їх обґрунтувати;

методичні підходи до оцінювання вартості підприємств застосовуються лише на рівні великого бізнесу або на підприємствах, які створені із залученням іноземного капіталу. На рині малого та середнього бізнесу зазвичай застосовується підхід, за яким передбачається окупність вкладених інвестицій протягом 3–5 років. Така простота у виявленні доцільності або недоцільності здійснення інвестування зумовлена тим, що досі український бізнес не є прозорим;

непрозорість вітчизняного ділового середовища пов'язана не тільки, і навіть не стільки з тінівізацією економіки, а насамперед з відсутністю на більшості українських підприємств налагодженого управлінського обліку, зі значним управлінським ризиком, що зумовлений невивірністю прогнозів, оскільки технології їх проведення, як правило, “скопійовані” із західної практики, яка передбачає наявність більш-менш стабільної економіки;

недосконалість прогнозів спричинена також тим, що зазвичай підприємці не можуть правильно визначити технологічні можливості обладнання (правильно визначити виробничу потужність устаткування), що у свою чергу потребує здійснення додаткових інвестицій, а тому всі надані прогнози, визначена на їх основі ставка дисконтування і, врешті-решт, вартість підприємства – є помилковими;

при визначенні ставки дисконтування фінансові директори в основному використовують найпростіший спосіб – обирають кредитну ставку, за якою банк надає позики юридичним особам і не обтяжують себе складними розрахунками. На нашу думку, логіка таких дій полягає у тому, що, *по-перше*, національні стандарти оцінки дають змогу це робити. *По-друге*, як би не була визначена вартість підприємства, яке збираються купувати, джерела на цю купівлю будуть не лише власними, а й позиковими. Тому спрацьовує правило ефекту фінансового важеля – рентабельність сукупного капіталу підприємства повинна бути більшою за номінальну або уточнену (з урахуванням податкової економії) ціну позикових коштів, що забезпечить збільшення власного капіталу придбаного підприємства та доцільність здійснення інвестицій, а відповідно й зумовить необхідність оцінювання його вартості.

Використані джерела

1. Оцінка цілісних майнових комплексів : Національний стандарт № 3 – Офіц. текст із змін. станом на 29.11.2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1655-2006-%EF>
2. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Коупленд Т., Колер Т., Мури Д. – М. : Олимп- Бизнес, 1999. – 546 с.
3. Коттл С. Анализ рынка ценных бумаг Греема и Додда / Коттл С., Мюррей Р., Блок Ф. – М. : Олимп-Бизнес, 2000. – 582 с.

4. *Вулфел Ч.* Энциклопедия банковского дела и финансов / Вулфел Ч. – М. : Фёдоров, 2000. – 427 с.
5. *Рутгайзер В.М.* Оценка стоимости бизнеса / Валерий Максович Рутгайзер. – М. : Маросейка, 2007. – 448 с.
6. *Большаков С.І.* Оцінка цілісних майнових комплексів : навч. посіб. – Ч. 5 / Большаков С. І. – Одеса, 2011. – 73 с.
7. Оцінка об'єктів у матеріальній формі : навч. посіб. – Ч. 4. / [за ред. О.С. Редькіна]. – Одеса, 2010. – 124 с.
8. Стоимость предприятий при интеграционном процессе / [Шатраков А. Ю., Комков Н. И., Мерсиянов А. А., Шамин М. А. – М. : Экономика, 2008. – 350 с.

Волчек Р.Н.

к.э.н., доцент кафедры экономического анализа
Одесский национальный экономический университет

Охарактеризованы основные методические подходы по оценке стоимости предприятий. Исследованы реалии применения общеизвестных методик в практике оценки стоимости украинских предприятий.

R.M. Volchek

Candidate of economic sciences, lecturer of the cathedra of economic analysis
Odessa national economical university

There are describes the main methodical approaches of enterprises cost estimation. There are investigated realities of use of generally recognized methods in practice of Ukrainian enterprises cost estimation.