

ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ СУЧАСНОГО ОЦІНЮВАННЯ З ОГЛЯДУ НА НІМЕЦЬКИЙ ДОСВІД

Розглянуто німецький досвід визначення вартості підприємств та проаналізовано його відмінності від американського. На основі вивчення етапів розвитку оцінювання створено власну концепцію оцінювання підприємств як цілісних комплексів, надано рекомендації щодо її впровадження в сучасну практику аудиту на Україні.

The author examines German experience at the field of enterprise valuation and shows its differences to American one. Due to period analysis of valuation approaches the own conception of value definition is worked out. The recommendations are given how to introduce it to the modern practice of auditing in Ukraine.

Постановка проблеми в загальному вигляді. Концепції вартості підприємства та методики її оцінювання є наслідком економічних умов, що на певний момент складаються в суспільстві. На сьогоднішній день методологічний апарат вітчизняного оцінювання знаходиться в зародковому стані. Для опрацювання відповідного українським реаліям інструментарію доцільно звернутися до досвіду країн близьких до нашої в економічному, історичному та культурному плані. Якщо обирати з США, які вважаються першопрохідцями в цій галузі, постачальниками правил оцінювання, та європейських країн, очевидно, що перевагу слід надати другим.

В Америці, чийми поглядами на вартість підприємства та методиками сьогодні користуються аудитори нашої країни, вже на перших етапах оцінювання розглядалось з позиції інвестування, а не бухгалтерського обліку. Основою концепції визначення вартості тут стала теорія ринку капіталів, що обумовлено ранньою появою фондових бірж та високою ліквідністю ринка [2, с. 13], нехарактерної для України. На нашу думку, це можна вважати переконливим аргументом на користь того, що американські методики не відповідають особливостям вітчизняної економіки, отже, не можуть давати об'єктивної відповіді на питання щодо оцінювання підприємств.

Законодавцями в сенсі визначення вартості підприємств в Західній Європі слід назвати німців та швейцарців. Ми зосередимось на набутках німецькомовних авторів у галузі досліджуваного явища, невідомим для української громадськості, оскільки ознайомитись з ними можна тільки в оригіналі. Внаслідок взаємопроникнення економік німецькі вчені добре обізнані з поглядами і методиками англо-американської школи, проте у протилежному боці трансфер знань припинився ще після Другої світової війни. Таким чином, німецьке оцінювання має ширше поле для критичного аналізу, що є для нас великою перевагою.

Аналіз досліджень і публікацій. Питанням періодизації виникнення концепцій оцінювання в німецькомовній літературі займались Matschke, Brösel [3, с. 14-50], Drukarczyk, Schüler [4, с. 100-105], Diehm [2, с. 5-19], Hering [5, с. 3-18], Kuhner, Maltry [6, с. 31-38]. Слід зазначити, що розгляд аналогічного аспекту у вітчизняній літературі відсутній.

Мета дослідження – аналіз еволюції концепцій вартості підприємства як єдиного цілого в роботах німецьких, австрійських та швейцарських авторів задля опрацювання концепції оцінювання, адекватної реаліям сучасної економіки України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Результатом стало узагальнення та періодизація підходів, характерних для різних етапів розвитку економіки вище згаданих країн в таблиці 1. Ми вважаємо, що українська економічна ситуація сьогодні відповідає першому-другому етапам розвитку оцінювання, тому поглядами і методиками тих часів можна вдало користуватись в нашій аудиторській практиці.

Таблиця 1

Еволюція концепцій вартості підприємства (ВП) та концепцій її оцінювання

Етап 1 (до 1960): Об'єктивна вартість				
Концепція вартості	Представники	Категорія вартості	Методика розрахунків	Недоліки
Об'єктивна категорія, не залежить від рішень інвестора, діє для всіх користувачів	Moral 1920, Leitner 1926, Gelhausen 1948, Mellerowicz 1952, Wittmann 1956, Herzog 1962, Lackmann 1962	Субстанційна вартість	Видатки на реконструкцію окремих активів підприємства	Ігнорується зв'язок вартості з майбутніми вигодами, невизначеність
Етап 2 (1960 - 1970): Суб'єктивна вартість				
Величина, що залежить від стратегії та інвестора, діє для суб'єкта	Kreutz 1909, Mirre 1913, Axer 1932, Schmalenbach 1917-1949, Käfer 1946, Busse von Colbe 1957, Münstermann 1966	Вартість за доходами, субстанційна вартість як коректуючи величина	Вартість за доходами: теперішня вартість майбутніх виплат власникам	Багатоманітність вартостей унеможлиблює перевірку їх обґрунтованості
Етап 3 (1970 - 1985): Функціональне визначення вартості				
Суб'єктивна гранична ціна інвестора, що показує межі інтервалу, в якому він готовий поступитись власними інтересами	Münstermann 1963, Sieben 1968, Busse von Colbe 1969, Matschke 1969-, Coenberg 1976-, Ballwieser 1980, Moxter 1983, Helbling 1982, Tillmann 1998, Hering 1999-, Olbrich 2000, Reicherter, Brösel 2002, Rothe, Witt 2005, Klingelhöfer 2004	Вартість за доходами	теперішня вартість майбутніх надходжень власникам п/п. Методика визначається метою експерта і може бути модифікована	Розрахунок вартості зацікавленими сторонами призводить до викривлень на їх користь
Етап 4 (1985 - ...): Концепції ринку капіталів				
Потенційна ринкова ціна; ринку відомі очікування всіх інвесторів	Voigt 1990-, Born 1995-, Diehm 2003, Seppelfricke 2005, Stellbrink 2005, Kuhner, Maltry 2006, Behringer 2007	Ринкова вартість дисконтованих ГП від власного капіталу або пасивів в цілому	Дисконтування ГП, ринкові порівняння, реальні опціони	Ідеальна модель не враховує реалії ринку

Впродовж існування цього вчення як самостійного відгалуження економічної науки не вщухала дискусія з приводу суб'єктивності чи об'єктивності вартості та її ступеню. Згідно з тим, яке тлумачення цього наріжного аспекту набувало провідних позицій в науковій громадськості, ми розподілили еволюцію методологічного апарату оцінювання на чотири стадії. Як видно з таблиці 1, складеної за матеріалами [2, 4, 5], процес розвитку концепцій вартості відбувався діалектично. Віднесення певної методики до того чи іншого періоду є дещо умовним: хоча на цьому етапі вказана методика домінувала, поряд з нею користувалися й іншими.

Внаслідок чільного місця позицій класичної та неокласичної політичної економії з початку ХХ сторіччя до 50-х років традиційним вважалось тлумачення вартості як об'єктивної величини, яку можна встановити за допомогою економіко-математичних методів. Представники цієї школи наголошували, що процес повинен здійснюватись по можливості незалежно від конкретних осіб, зацікавлених в його результатах.

Автори одностайно вважають, що вартість є обов'язковою якістю підприємства, яка знаходиться понад суперечливими інтересами сторін. Чітко розмежовують поняття внутрішньої вартості та ціни продажу, яка залежить від ринкової влади сторін угоди. Така позиція сягає корінням трактування сутності функцій підприємства, характерне для Німеччини першої половини ХХ сторіччя: його сприймали як єдине ціле, з метою та інтересами, незалежними від бажань власників. Якщо в якості власників виступає народ, віднаходиться її близькість до концепції підприємства в радянській економіці.

Оцінювання здійснюється на базі розрахунку субстанційної вартості (вартості майна) або шляхом її комбінування з вартістю за доходами, яку обчислюють як суму дисконтованих вигід, що поступатимуть власнику. Вигоду трактують як прибуток підприємства, який беруть за даними звітності. Таким чином, вартість швидше орієнтована на теперішнє і минуле, яке сприймалося як «масштаб майбутнього». Проте ще в роботі 1918 року Schmalenbach звертав увагу експертів, на небезпеку зрівнювання в правах минулого і майбутнього [1, с. 41]. Ставка дисконтування встановлюється на основі «звичайного» відсотка і може коректуватись за допомогою надбавок і знижок.

Критики концепції об'єктивної вартості вказують на те, що внаслідок абстрагування від суб'єкта оцінювання вихідною точкою роздумів є фікція. Крім того до недоліків відносять домінанту принципу обережності, що впливає з використання в якості інформаційної бази бухгалтерської звітності. Це ставить продавця у невигідне становище порівняно з покупцем.

Методологічний індивідуалізм як парадигма сучасної економічної думки передбачає, що корисність, а відтак вартість являють собою щось суб'єктивне. Теоретичним підґрунтям її виступають ідеї Госсена (1851) і Менгера (1871), які вивчали проблеми загальної та граничної корисності. Вартість залежить від системи цілей суб'єкта та його уподобань, від рішення про індивідуальну граничну корисність. В нашому випадку можна зробити висновок, що вартість не притаманна підприємству по собі, а діє лише для специфічного суб'єкта оцінювання. Англо-американській школі це поняття не притаманне і визнається лише невеликою кількістю авторів.

Для визначення вартості згідно з принципом суб'єктивності основними стають можливості дій суб'єкта оцінювання, зумовлені наявністю фінансових та інших ресурсів, та майбутнє використання об'єкта оцінювання. Тому кожен потенційний інвестор має індивідуальне уявлення щодо вартості оцінюваного підприємства.

Вартість підприємства як конгломерату в сенсі корисності для суб'єкта витікає з ефективної комбінації факторів виробництва. Успішна підприємницька діяльність призводить до того, що ціле по вартості більше суми складових, оскільки їх взаємодія

сприяє її підвищенню. Ці переваги пропадають, якщо ціле розбивають на частки. Принцип оцінювання підприємства як цілісної одиниці передбачає врахування позитивних і негативних ефектів синергії, які інвестор передбачає отримати від об'єкту інвестування та комплексного використання його складових.

Згідно з думкою прибічників цієї концепції, оцінюванню повинен передувати комплексний аналіз діяльності підприємства з метою пошуку резервів підвищення вартості об'єкту інвестування, які потенційний інвестор може мобілізувати згідно з подальшою стратегією дій. При цьому конкуруючий суб'єкт оцінювання не розпізнає ці резерви або через брак коштів чи здібностей їх не реалізує. Оскільки неможливо з достатнім ступенем достовірності передбачити сценарії майбутнього, вартість підприємства не може виступати в якості «дійсної» або «справедливої», що підкреслює її суб'єктивний характер.

Суб'єктивна вартість підприємства як гранична ціна встановлюється на такому рівні, щоб в разі покупки чи продажу за такою ціною стан суб'єкта оцінювання не покращився і не погіршився порівняно з теперішнім його станом або іншими альтернативами (оптимум Парето). Ця концепція користується категорією вартості за доходами, яку обчислюють як суму дисконтованих майбутніх перевищень надходжень грошових коштів над їх вибуттям згідно зі стратегією інвестора щодо підприємства. Вартість показує, яку корисність очікує отримати для себе суб'єкт в певний момент часу і в певному місці від об'єкта оцінювання, враховуючи порівняні об'єкти. Тому в якості ставки дисконту виступає відсоток, що впливає з найкращої альтернативи вкладення капіталу. Таким чином виконується принцип орієнтованості в майбутнє.

Хоча необхідність співвідносити вартість з суб'єктом була встановлена досить рано, для практиків думка про велику кількість вартостей одного підприємства здається дивною і неприйнятною. Компромісом став розрахунок об'єктивованої вартості підприємства, запропонований Інститутом німецьких аудиторів (IDW). Об'єктивована вартість являє собою оцінку підприємства, здійснену від особи незалежного незацікавленого стороннього експерту, що таким чином переводить суб'єктивні уявлення про неї на царину об'єктивності ринку.

Оскільки концепція суб'єктивної вартості з'явилась передусім як антитеза вартості об'єктивної, їй притаманна певна однобічність. По-перше, вона відсікає можливість оцінювання незалежним експертом, оскільки орієнтується на конкретного інвестора. По-друге, множинність вартостей одного підприємства важко практично обґрунтувати.

Одночасно з австрійською школою Джевонс (1871) і Вальрас (1874) поряд з суб'єктивною корисністю розглядали ринкову рівновагу як критерій встановлення вартості. Синтез конкуруючих концепцій, втім оснований на тому, що будь-яке оцінювання проводиться конкретним суб'єктом, відбувся завдяки зміні акцентів в бік функціонального підходу в 70-х роках. З появою нового бачення проблеми дебати переключились на адекватність методик визначення вартості меті оцінювання. Функціональне вчення народилось в надрах кельнської школи і наприкінці 90-х пережило свій новий ренесанс. В сучасному варіанті ця школа оцінювання змінила свою назву на кельнсько-графісвальдську. Швидкому розповсюдженню його сприяла співпраця науки з одного боку та IDW як представника промисловості з іншого, який захищав інтереси практиків рамках робочої групи Schmalenbach Gesellschaft, очолювану В. Zapf (Mannesmann AG) та G. Sieben (університет Кельн). За океаном функціональна теорія залишилась без уваги [1, с. 45], оскільки її підвалини не відповідають примату об'єктивності ринку.

Основною думкою нового вчення було те, що експерт при обранні прийому оцінювання повинен виходити

- з причин, що викликали таку необхідність,
- власної ролі в цьому процесі
- та мети розрахунку вартості.

Вартість підприємства буде відрізнятись не лише для кожного суб'єкта; в залежності від постановки задачі тим самим інвестором вона теж буде відмінною. Таким чином три принципи суб'єктивної концепції доповнені принципом адекватності меті: вартість підприємства залежить від мети оцінювання і не існує сама по собі. Хоча експерт встановлює суб'єктивну вартість, вважається, що внаслідок того, що це відбувається під знаком тої чи іншої мети, її можна перевірити інтерсуб'єктивно. Розраховані величини можна простежити від кінцевого результату до вихідних передумов, оскільки йдеться про логічну, вільну від протиріч та упередженості, повну та раціональну методику.

Розрізняють три основних різновиди мети розрахунку вартості: для прийняття рішень щодо купівлі-продажу, для посередництва у переговорах між сторонами та для аргументації або обґрунтування вихідних пунктів переговорів. Їм адекватні методики визначення вартості за доходами, а в третьому випадку – й субстанційна вартість.

З критикою функціонального оцінювання виступив Bohn [1, с. 45-46], який вважає, що значення цієї концепції надто завищене. Ми цілком згодні з думкою про те, що коректно розраховувати вартість з позиції незалежного експерта, оскільки оцінювання однією із зацікавлених сторін схоже на підбір однобічних аргументів, з яких впливає вартість підприємства, далека від об'єктивної реальності. Але ми вважаємо, що в цьому випадку одне не виключає, а доповнює друге. На наш погляд, оцінювання завжди здійснюється задля прийняття рішень щодо вкладення капіталу, отже доповнення цієї мети двома іншими, які начебто можуть викликати відмінності у вартості одного і того ж підприємства, не несе змістовного навантаження.

Починаючи з середини 80-х акценти знов змістились у напрямку так званої об'єктивності. Причиною цього стало домінуюче значення економіки та політики США в ході глобалізації світового господарства. У довгостроковій перспективі однобічний обмін знаннями між американською та німецькою школами оцінювання, який здавався вигідним на перших порах, набув протилежних рис: теоретики поступово відступились від менш визнаних в міжнародному середовищі концепцій, незважаючи на їх цілковиту правильність. Практики сприйняли продукти консалтингу американського походження як світовий стандарт, хоча вони ґрунтуються на ідеалізованому світі моделей, що не мають нічого спільного з дійсністю. В результаті цих тенденцій провідними в оцінюванні стали методика ринкових порівнянь та методики дисконтова них грошових потоків, які розподіляються на ті, що базуються на власному капіталі або сукупному капіталі підприємства.

Сучасна концепція ринку капіталів на відміну від концепції об'єктивної вартості заперечує відмінності між ціною та вартістю. Вихідним пунктом понятійного апарату тут виступає мінова вартість. Йдеться не про встановлення вартості підприємства як цілісного комплексу, а про визначення ринкової вартості об'єктів торгів на фондовому ринку досконалої конкуренції, на якому суб'єктивні вартості його учасників збігаються з об'єктивною ціною. Об'єктами купівлі-продажу виступають частки власного (акції) або позичкового (облігації) капіталу, таким чином ринкова вартість підприємства є похідною від ринкової вартості його цінних паперів. У зв'язку з цим постає проблема: курс акцій – це взаємодія граничних доходів і розходів у кожен момент часу. Ці

граничні величини визначають на основі діючого в той момент обсягу торгів. Вартість підприємства, яке продається не цілком, а частково, за цією величиною може лише випадково співпасти з його вартістю як комплексу, а саме у випадку, коли гранична величина, залежна від обсягу торгів, відповідає середній величині, яка залежить від цілого.

Підвалинам цієї теорії не відповідає крім цього ціла низка фактів. Якщо акції зосереджені в одних руках, їх власник має владу на ринку, яка не відбивається в їх курсі. Крім того суб'єктивні вартості дисконтованих майбутніх грошових потоків, які очікують різні учасники ринку, втілені в їх обмежених варіантах дій, в жодному разі не співпадають, оскільки в цьому випадку саму можливість укладання угод буде виключено. Все це свідчить про те, що ринково-орієнтоване оцінювання випускає з фокусу уваги особливості реального ринку капіталу, а її підвалини є надто рестрекційними та ідеалізованими, щоб її можна було застосовувати в практиці прийняття рішень.

Заперечення ролі минулого, яке на першому етапі в певній мірі забезпечувало об'єктивність визначення вартості, на цьому етапі сягнуло найвищої межі. Теоретики в повній мірі прийняли пропозицію заборони екстраполяції минулих фінансових результатів у майбутнє. Проте, на наш погляд, об'єктивність було досягнуто ціною надто сильного бажання орієнтуватись у майбутнє і зняти з себе обмеження, які накладає обов'язків зв'язок з минулим. Тому передбачення майбутніх грошових потоків на достатньо тривалу перспективу залишається у вищій мірі спекулятивним.

На відміну від функціональної теорії, ринково орієнтоване оцінювання виводить ставку дисконтування не з найвигіднішої альтернативної ставки відсотку за вкладений капітал, а з витрат на капітал самого об'єкта інвестування. Подібне посилення на підприємство робить сумнівною її цінність для обґрунтування управлінських рішень.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Підбиваючи підсумок, ми стверджуємо, що найбільш відповідним підходом для оцінювання українських підприємств є діалектична єдність об'єктивної та суб'єктивної вартості. З одного боку експерт повинен встановити мінову вартість майна підприємства, як її оцінює ринок, а з іншого – визначити, яку корисність очікує потенційний інвестор від об'єкту інвестування. На сучасному етапі розвитку виробничих відносин на Україні слід користуватись субстанційною та вартістю за доходами. Напрямок подальшої роботи ми бачимо опрацювання відповідної методики оцінювання підприємства.

Література

1. Born, Karl: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung / Karl Born, - Stuttgart : Schäffler-Poeschel, 1995 – 315 s.
2. Diehm, S.: Erfolgspotenzialbasierte Unternehmensbewertung durch Marktvergleich – Marburg: Tectum Verlag, 2003. – 216 S.
3. Matschke, M. J.; Brösel, G.: Unternehmensbewertung: Funktionen, Methoden, Grundsätze. – 3. überarbeit. und erweitert. Aufl. – Wiesbaden: Gabler, 2007. – 848 s.
4. Drukarczyk, Jochen; Schüler Andreas Unternehmensbewertung. – 5. überarb. und erw. Aufl., - München: Verlag Vahlen, 2007. – 553 s.
5. Hering Thomas Unternehmensbewertung – 2. vollständig überarb. und stark erw. Aufl. - R. Oldenbourg Verlag München Wien, 2006. – 295 s.
6. Kuhner Ch., Maltry H.: Unternehmensbewertung – Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2006 – 326 S.