

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНЮВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ЗГІДНО СВІТОВОГО  
ДОСВІДУ

Вступ України до СОТ має наслідком загострення конкуренції на товарних ринках нашої держави, а відтак, актуальним питанням в найближчий час, як вважають міжнародні експерти, стане поглинання / злиття підприємств як національними, так і іноземними інвесторами. Таким чином, у спектрі аналітичних послуг аудиторських фірм все частіше зустрічатиметься оцінювання потенційних об'єктів інвестування як цілісних одиниць.

Визначення вартості підприємств у фаховій літературі та інтернет-ресурсах здебільшого зустрічається в контексті управління вартістю як основного завдання фінансового менеджменту. Проте ні види вартості, ані методики обчислення їх величини не знайшли відображення в нормативних актах чи стандартах бухгалтерського обліку. ПСБУ 19, який за змістом повинен регламентувати подібні ситуації, містить лише визначення справедливої вартості активів. У зв'язку з цим ми вважаємо доречним ознайомитись із закордонним досвідом, який налічує майже сторіччя практичної та теоретичної діяльності в цьому напрямку. Метою нашої статті є систематизація методик оцінювання, відомих у світовій практиці, та аналіз їх відповідності українським умовам підприємництва.

Дослідження літературних джерел, наявних за окресленою проблематикою, показало, що переважна більшість – це російськомовні переклади американських авторів: Коупленд / Коллер / Мюррін, Ферріс / Печеро Петі, Патрік Гохан, Асват Дамодаран. Європейський досвід оцінювання ближче до українських реалій і краще враховує особливості вітчизняної економіки, ніж американський, однак з ним можна ознайомитись лише в оригіналі. Оскільки чільне місце у теоретичному та методичному забезпеченні аудиторів Європейського Союзу належить спеціалістам Німеччини, ми передусім розглянули праці Ballwieser, Born, Diehm, Drukarczyk, Helbling, Mandl / Rabel, Matschke / Brösel, Moxter, Schultze, Stellbrink, Voigt.

Оскільки визначення окреслює зміст і особливості методики, вихідним пунктом оцінювання ми вважаємо визначення цього процесу. Жодна робота теоретичного або практичного характеру, присвячена питанням оцінювання, не дає йому конкретизації. На нашу думку, оцінювання – це вимірювання та закріплення вартості в грошовому вираженні за певним предметом – об'єктом оцінювання на певний момент часу, що здійснює суб'єкт оцінювання.

Теорія та практика оцінювання вартості підприємств відзначається великим різноманіттям методик. Цей факт обумовлено тим, що з плином часу суттєво змінювались

вимоги до оцінювання, а накопичений досвід у сфері економіки підприємств призвів до появи та розвитку нових концепцій. В залежності від концепції оцінювання, методики можна класифікувати як методики загального оцінювання, методики оцінювання окремих складових підприємств, методики змішаного оцінювання. Подібний поділ зустрічається в [1, с. 152; 2, с. 9-10; 6, с. 117-119].

Сукупність методик залежно від виду оцінювання, на якому вони засновані, в Європі можна розподілити на чотири нерівних групи: витратно-орієнтоване, дохідно-орієнтоване та ринково-орієнтоване оцінювання, оцінювання реальних опціонів діяльності. Порядок наведення груп відповідає періодизації виникнення методик в теорії та практиці оцінювання підприємств. В США виокремлюють лише перші три групи, оскільки оцінювання опціонів не вважається самостійним підходом.

Короткий огляд сутності, концепцій і видів вартості, якими користуються ті чи інші методики, наведено в таблиці 1. Крім цих методик, німецька практика містить так звані комбіновані – поєднання розрахінку вартості підприємства з позиції витратного та дохідного підходу. Їх в свою чергу можна поділити на методики середньої вартості та методики надприбутків. Найпростішим варіантом середньої вартості є визначення її як середнього арифметичного субстанційної вартості та вартості за доходами («Берлінська методика») [3, с. 56; 4, с. 26]. Її модифікацією ( $1/3$  субстанційна +  $2/3$  вартість за доходами) широко користуються в Швейцарії.

У випадку методики надприбутків вартість підприємства отримують з його відновлюваної вартості та сучасної вартості очікуваних майбутніх надприбутків, під якими розуміють суму, що перевищує так званий нормальний прибуток, тобто, нарахування відповідних процентів на субстанційну вартість підприємства [4, с. 49-50].

Усі методики, які базуються на комбінації субстанційної та вартості за доходами, не є вдалим у випадку збиткових підприємств, або підприємств, де використання майна низько рентабельне чи має від'ємну рентабельність. Спеціальна методика, яка задовольняє таким вимогам, була розроблена Schnettler'ом в 1939. Вона оснований на тому, що покупець купляє підприємство за вартістю його створення, якщо вона перевищує ринкову вартість на даний момент. У зв'язку з цим амортизацію майна, що використовується в операційній діяльності, слід нараховувати, виходячи з вартості, яка відповідає їм при купівлі підприємства, а не із вартості їх придбання. При цьому після повного використання потужностей підприємству не залишається коштів для придбання або створення нових, тобто підприємство повинно бути ліквідовано, або перейти на інший вид діяльності.

У зв'язку з високим рівнем невизначеності української економіки та малою точністю прогнозів майбутніх прибутків комбіновані методики та методики витратного підходу

можуть бути корисними при оцінюванні вітчизняних підприємств, оскільки мають значні переваги: простоту в обчисленні, достовірність та одночасне врахування фактору майбутнього..

Табл.1.

**Огляд методик оцінювання**

|                              | Витратний підхід   | Дохідний підхід   | Ринковий підхід  | Опціонний підхід  |
|------------------------------|--|---|--|---|
| Вид вартості                 | Ліквідаційна<br>Відтворювальна<br>Балансова  | Вартість, виходячи з майбутніх доходів  | Ринкова вартість   | Вартість реальних опціонів  |
| Методики в світовій практиці | 1. Субстанційна вартість на основі відтворювальної вартості<br><br>2. Субстанційна вартість на основі ліквідаційної вартості<br><br>3. Субстанційна вартість в сенсі розходів, що було зекономлено | 1. Методика оцінки вартості доходів / надходжень<br><br>2. Методика дисконтованих грошових потоків<br>2.1. За джерелами майна в цілому:<br>а) WACC (Середня зважена вартість капіталу)<br>б) Total CF (Валові грошові потоки);<br>в) Adjusted PV (Скоригована теперішня вартість)<br>2.2. За власним капіталом. | 1. Методика відповідного підприємства на ринку (Similar Public Company Method)<br><br>2. Методика недавніх поглинань (Recent Aquisition Method)<br><br>3. Методика нових емісій (Initial Public Offering Method) | 1. Біноміальна модель<br>а) на один період;<br>б) на декілька періодів.<br><br>2. Динамічне програмування<br><br>3. Аналіз вимог контингенту (Contingent Claim Analyse) |
| Концепція                    | Оцінка окремих складових   | Загальна оцінка   | Загальна оцінка  | Загальна + оцінка окр-х   |
| Сутність                     | Вартість активів підприємства  | Капіталізована вартість майбутніх грошових потоків у розпорядженні підприємства   | Вартість, зіставлена з оцінками показників порівняльної групи, які котуються на ринку  | Вартість стратегічних альтернатив дій   |

Суттєвою відмінністю між методикою оцінювання доходів, що домінує в Німеччині, та методикою дисконтованих грошових потоків, яку застосовують в США, є послідовна орієнтація останньої на ринок капіталів. Якщо в німецькій практиці оцінювання вартості підприємства зводиться до питання визначення корисності, яку очікує інвестор від використання об'єкту інвестицій (суб'єктивне), то американці наполягають на об'єктивності оцінювання, яка являє собою агреговане судження всіх суб'єктів ринку. Проте ринок, що слугує основою для CAPM, є лише абстракцією і не враховує реальні умови функціонування фондових бірж з їх численними вадами.

Теоретичним підґрунтям американського оцінювання виступають методики CAPM (Марковіц, Шарп, Лінтнер) та методика Модільяні – Міллера. Кожна з них робить власні припущення щодо ринку, умов оподаткування та кредитування підприємств. Якщо CAPM вважає об'єктом торгівлі фінансовий інструмент  $j$ , Модільяні – Міллер в цій якості розглядають підприємство як єдине ціле. CAPM виходить з того, що учасники ринку бояться ризикувати та прагнуть звести ризик до мінімуму, в той час як друга методика не робить жодних уточнень з цього приводу. Таким чином, у площині вихідних посилок ми спостерігаємо спробу поєднати те, що немає внутрішньої єдності. Це дає привід вважати, що численні конкуруючі методики дисконтування грошових потоків мають сумнівну корисність для прийняття інвестиційних рішень суб'єктами оцінювання.

Методики ринкових порівнянь базуються на діалектичній єдності минулого і майбутнього. Вони враховують наявність причинно-наслідкових зв'язків між економічними явищами в своїх міркуваннях, що суттєво збільшує науковість результатів оцінок. Однак ключовою проблемою є пошук підприємства, ідентичного тому, що оцінюється, з відомою ринковою вартістю. Це звужує застосування методик і обмежує його ліквідними та ефективними в плані інформації ринками.

Вихідна посилка полягає в тому, що оцінка підприємств, які не представлені на біржі, здійснюється за допомогою відповідних індикаторів діяльності (найчастіше це очищені величини прибутку або грошових потоків), і зіставляється з підприємствами, вартість яких можна визначити на основі їх біржової вартості, вартості їх недавньої купівлі або емісійної вартості при виході на біржу. В цьому разі виконується принцип орієнтованості в майбутнє, хоча у розрахунках бере участь фактична ринкова вартість. Ціна, яка встановлюється на ефективних ринках, містить в собі агреговану оцінку майбутнього всіх його учасників і співпадає з вартістю підприємства.

В якості основних проблемних розглядають такі аспекти методик ринкових порівнянь:

- повністю ідентичних підприємств не існує, тому можна в кращому випадку знайти схожі підприємства цієї ж галузі з аналогічними шансами зростання, ризиками і т. д.
- для того, щоб знайти задовільну аналогію, сукупність підприємств повинна бути великою за обсягом.

Через недостатню ліквідність та ефективність первинного та вторинного ринків цінних паперів ринковий підхід навряд чи може бути застосований на даному етапі розвитку економіки України, незважаючи на те, що він найкраще відбиває об'єктивну вартість підприємств і простий та економічний в плані розрахунків.

Динаміка феноменів світової економіки 80-90-х років слугувала підготовкою появи реальних опціонів як інструмента, що дозволяє врахувати гнучкість та багатоваріантність. Використання їх для потреб оцінювання є предметом інтенсивних дискусій. Перенесення розроблених в першу чергу для фінансових опціонів в 70-х моделей оцінювання на стратегічну гнучкість у прийнятті рішень відносно реальних інвестиційних об'єктів пояснюється концептуальною аналогією. Хоча в економічній літературі реальні опціони широко розповсюджені, емпіричні дослідження у Великобританії (Basby / Pitts, 1997; Nowel / Yegl, 1997) та Німеччині (Vollrat, 2001), доводять, що академічні результати наукових досліджень до сьогодні не знайшли впровадження [5, с. 16]. Дискусію щодо цієї теми ми вважаємо доцільною, оскільки чуттєвість до стратегічних змін увійшла до оцінювання як новий уточнюючий елемент. Суттєва ознака динаміки ринку, породженої невпевненістю, сприймається методикою реальних опціонів не тільки як ризик, а з точки зору шансів, які вона надає.

Таким чином, можна зробити висновок, що для використання у вітчизняній практиці методики, відомі спеціалістам з оцінювання за кордоном, повинні застосовуватись лише з оглядом на особливості фондового ринку та високого рівня невизначеності української економіки, яка не дає змоги робити прогнозів достатнього ступеню точності. У зв'язку з цим, найбільш вдалим на даному етапі ми вважаємо методики, які віднесені до витратного підходу, тому ми зупинимось на них більш докладно.

Поняття субстанційної вартості часто виступає джерелом непорозумінь між спеціалістами, оскільки відрізняється багатогранністю. Вихідним пунктом оцінювання згідно з витратним підходом виступає субстанція підприємства: майно, яке використовується та не використовується для ведення операційної діяльності, матеріальні та нематеріальні активи. В американській практиці ця категорія споріднена з категорією чистих активів, проте між ними існують суттєві розбіжності, оскільки чисті активи – лише одна з модифікацій вартості підприємства за субстанцією.

В широкому сенсі в німецькій літературі з цього приводу розрізняють три аспекти субстанційної вартості: вартість відновлення (реконструкції), вартість ліквідації (розпродажу по частинам) та вартість зекономлених витрат (видатків), що видно з табл. 1. Вони всі пов'язані з певним моментом часу, поточними або потенційними мінувими вартостями, які встановлюються на ринку.

Критика в першу чергу спрямована на відновлювану вартість підприємства, а саме на нетто часткову вартість відновлення з врахуванням зносу (див. рис. 1), тобто субстанційну вартість у вузькому сенсі, тотожню чистим активам. Проте відмова від неї як основи прийняття рішень означатиме, що майно підприємства не відіграє ролі в оцінюванні, що не

відповідає дійсності. Субстанційна вартість та субстанція підприємства – різні категорії, які не можна змішувати. З одного боку майно може підвищити надходження грошових коштів від повної чи часткової ліквідації об’єкта оцінювання, з іншої – зекономити майбутні видатки та відкласти їх появу в часі. В ефектах грошової та часової субституції полягає значення субстанційної вартості для оцінювання підприємств [5, с. 305].

Передумова створення аналогічного підприємства вимагає, щоб уся субстанція була охоплена оцінюванням, включаючи ті нематеріальні статті майна, які не відбиваються в балансі (власні відкриття та програмне забезпечення, технології) та витрати, які обов’язково призведуть до зростання виручки майбутніх періодів (витрати на підвищення кваліфікації персоналу, рекламу, дослідження). В такому випадку отримана величина вартості буде мати реальну цінність для прийняття рішень, оскільки відповідатиме внутрішній вартості підприємства. Проте повна вартість відновлювання – проблематична в обчисленні категорія, цим пояснюється велика кількість споріднених з нею.

В залежності від того, які активи та з урахуванням яких критеріїв долучають до обчислень вартості, існують різні модифікації вартості відтворювання. З метою класифікації та кращої наочності ми згрупували та впорядкували види вартості відтворювання, які зустрічаються у німецькомовній літературі на рис. 1.



Рис. 1 Схема різновидів відтворювальної вартості.

Більшість авторів, як німецьких, так і американських, вважає вартість реконструкції незадовільною для оцінювання ринкових вартостей. Аргументація ґрунтується на тому, що вона не бере до уваги майбутні прибутки, що призводить до помилкових результатів [2; 5; 7]. До того ж через неможливість на практиці оцінити вартість нематеріальних активів під сумнів ставлять здатність вартості відновлювання інформувати про вартість створення аналогічного підприємства. Витоки такої точки зору сходять до Шмаленбаха [8], який справедливо піддавав критиці орієнтацію експертів на минуле та просте додавання вартостей окремих активів. Проте він визнавав субстанційну вартість як опосередкований інструмент визначення вартості, чого не можна сказати про сучасних дослідників питання. На нашу думку, невизначеність української економіки не дає змоги зробити достовірних тверджень щодо майбутніх прибутків, особливо віддалених від дати оцінювання на значну кількість років. Тому вартість відновлювання на даний момент цілком задовільна для застосування у вітчизняній практиці, оскільки надійно описує теперішню вартість майна підприємства.

Субстанційна вартість як зекономлені витрати (видатки) та ліквідаційна вартість натомість відповідають вимогам врахування майбутнього в оцінюванні вартості, тому мають велику корисність для прийняття управлінських рішень. Субстанційна вартість на базі ліквідаційної показує вартість майна, яке інвестор планує реалізувати, точніше, які надходження грошових коштів він отримає в разі повної або часткової ліквідації об'єкта оцінювання. Ліквідаційна вартість є нижньою границею вартості підприємства, встановленої при порівнянні дохідності подальшого продовження діяльності та її припинення. Цей аспект вартості залежить від багатьох факторів: обставин ліквідації (час терміновість), стратегії (продаж майнових комплексів або окремих активів), ситуації на ринку активів, планів суб'єкту оцінювання – що значно утруднює її обчислення.

Вартість зекономлених видатків пов'язує активи, які є в розпорядженні підприємства з тими, що потрібні для ведення операційної діяльності згідно з концепцією суб'єкта оцінювання. Ця категорія вперше з'явилась у праці Зібена [7], де він узагальнив концепцію вміненої вартості підприємства, що ґрунтувалась на загальному оцінюванні. Показник вартості  $V$  обчислюють як різницю між майбутніми видатками (витратами) об'єкта оцінювання та об'єкта порівняння – гіпотетичного відтвореного підприємства з аналогічними властивостями. Формула має вигляд:

$$V = ABW_{oc} - ABW_{oo} = \left( a_{oc_0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{a_{oc_t}}{(1+i)^t} \right) - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{a_{oo_t}}{(1+i)^t} \quad [7, \text{с. 81}]$$

де  $ABW_{oc}$ ,  $ABW_{oo}$  – теперішня вартість видатків, пов'язаних відповідно з об'єктом порівняння та об'єктом оцінювання;

$a_{oc0}$  - початкові видатки об'єкта порівняння;  $a_{oc t}$ ,  $a_{oo t}$  – видатки, пов'язані з об'єктом порівняння та об'єктом оцінювання в момент часу  $t$ .

Очевидно, що при  $V > 0$  вигідніше купити підприємство, при  $V < 0$  – створити нове з ідентичними властивостями. Отже субстанційна вартість як зекономлені видатки – суб'єктивна величина, релевантна у прийнятті рішень і може бути рекомендована для міркувань українських інвесторів.

Прибічники субстанційної вартості в широкому сенсі [4; 9; 10] наголошують на тому, що вона має важливе значення в якості контрольної величини, з якою слід зіставляти результати обчислень згідно з іншими методами оцінювання. Фойгт [10, с. 29] вважає, що субстанційна вартість є важливою гіпотетичною чи реальною міноюю вартістю, а отже вона може слугувати індикатором для прийняття рішень, доповнюючи ринкову вартість. Крім того розрахунок кредитоспроможності теж базується на вартості майна підприємства. В європейській практиці вартістю реконструкції користуються і сьогодні, незважаючи на те, що в теорії існує більше «проти», ніж «за». Прозорість і ясність методики оцінювання обумовлює її популярність у випадках судових розслідувань. Суди надають їй перевагу порівняно з іншими методиками, оскільки вона не оперує категоріями ризику та невизначеності.

Таким чином, оцінювання підприємств – багатоаспектний процес, щодо якого не може існувати єдиної думки або методики. Ми рекомендуємо вітчизняним аудиторам поруч з традиційними методиками дисконтування застосовувати витратний підхід, який, на нашу думку, оптимально відповідає сьогоденню та є доречною альтернативою американізації сфери аудиту. Субстанційна вартість може слугувати корисною контрольною величиною внутрішньої вартості підприємства.

#### Література

1. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung. – Stuttgart, 2004. – 415 S.
2. Stellbrink, J.: Der Restwert in der Unternehmensbewertung. – Düsseldorf: IDW-Verl., 2005 – 298 S.
3. Moxter, A.: Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung. – 2. vollst. umgearb. Aufl., Nachdr., - Wiesbaden: Gabler, 1991 – 234 s.
4. Born, K.: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung. - Stuttgart: Schäffler-Poeschel, 1995 – 315 s.
5. Diehm, S.: Erfolgspotenzialbasierte Unternehmensbewertung durch Marktvergleich – Marburg: Tectum Verlag, 2003. – 216 S.
6. Matschke, M. J.; Brösel, G.: Unternehmensbewertung: Funktionen, Methoden, Grundsätze. – 3. überarbeitete und erweiterte Aufl. – Wiesbaden: Gabler, 2007. – 848 s.
7. Sieben, G.: Der Substanzwert der Unternehmung. – Wiesbaden, 1963. – 274 s.
8. Schmalenbach, E.: Die Beteiligungsfinanzierung. – 7., verbessert. Aufl. – Köln u.a., 1949 – 382 s
9. Helbling, D.: Unternehmensbewertung und Steuern. – 9. Aufl. – Düsseldorf, 1998. – 614 s.
10. Voigt, Ch.; Voigt, J., Voigt J. F., Voigt, R.: Unternehmensbewertung: Erfolgsfaktoren von Unternehmen professionell analysieren und bewerten. – 1. Aufl., Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 2005. - 247 S