

**Климчук С.В.,**

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів і кредиту  
Національної академії природоохоронного  
та курортного будівництва

## ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ЕКОНОМІЧНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

*Розглянуто питання оцінки бізнесу в системі корпоративного управління, проаналізовано підходи до оцінки економічної вартості підприємств, показано позитивні та негативні результати методів цієї оцінки.*

*The author tackles the question of estimating business in the system of corporate management, analyzes the estimation of an enterprise's value and shows positive and negative results of these methods.*

Метою цієї статті є аналіз ретроспективного розвитку підходів до оцінки економічної вартості підприємств України, яка може бути застосована у системі корпоративного управління.

У сучасних умовах питання оцінки бізнесу в системі корпоративного управління набувають дедалі більшого значення. Науковці приділяють їм досить велику увагу, акцентуючи свої дослідження на методах визначення доданої вартості в процесі корпоративного управління. Так, Альфред Раппапорт<sup>1</sup> визначив “акціонерну додану вартість” як рентабельність нових інвестицій компанії, що повинна перевершувати середньозважені витрати на капітал. При цьому важливою умовою є те, що будь-які дії менеджерів компанії мають бути спрямовані на одержання додаткової вигоди для власників компанії, що фактично визначається приростом її акціонерного капіталу. Деякі автори пропонують використання “образу вартості” компанії і його застосування в системі корпоративного управління у вигляді методики експрес-аналізу на основі агрегованої звітності<sup>2</sup>. Для цього використовують спрощену модель формування грошових потоків з наступним аналізом й оцінкою динаміки ринкової доданої вартості. Зазначений показник є оцінкою ефективності корпоративного управління в компанії акціонерів і дає можливість визначати стратегічні перспективи діяльності фірми в інтересах її власників. О.Н. Щербакова<sup>3</sup> пропонує використання доданої вартості за допомогою методу капіталізації чистого прибутку.

---

<sup>1</sup> *Rappaport A.* Creating shareholder value; a quede for mana gers and inverstors. — Rev and updated ed new Uork: free Press, 1998. — 205 p.

<sup>2</sup> *Рассказов С.В., Рассказова А.Н.* Образ стоимости компании и его применение в системе корпоративного управления // Финансовый менеджмент. — 2005. — № 4. — С. 59—68.

<sup>3</sup> *Щербакова О.Н.* Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. — 2003. — № 6. — С. 52—61.

© Климчук С.В., 2007

Актуалізація завдань управління вартістю підприємств передбачає усвідомлення того, що являє собою об'єкт управління. У цей час існує стійка концепція вартості, зафіксована в Міжнародних стандартах фінансової звітності й, більшою мірою, у Міжнародних стандартах оцінки, яка стала загальною визначеною. Що стосується національних стандартів, то частина з них упроваджена або перебуває в стадії впровадження, а частина — на стадії розробки.

Ринкова вартість (market value) — розрахункова грошова величина, за якої на дату оцінки після адекватного маркетингу передбачається перехід підприємства (бізнесу, корпоративних прав або активів) унаслідок комерційної угоди між добровільними покупцем і продавцем за умови, що кожна зі сторін діяла компетентно, розважливо й без примусу, ринкова вартість визначається без обліку витрат, пов'язаних із трансакцією. Ринкова вартість набуває форми оціненої вартості (estimated value), тобто такої, котра обчислюється професіональним оцінювачем, а будучи зафіксованою в балансі підприємства, стає переоціненою сумою (revalued amount).

Проявляється вартість підприємства на фондовому ринку через категорію “ринкова вартість фірми” (market value of firm), під якою розуміють ринкову вартість акціонерного капіталу (market value of equity), тобто ціну простої акції корпорації, помножену на кількість акцій в обороті, оскільки підприємство можна розглядати як існуючий або майбутній бізнес, функціонування якого пов'язано із внесенням інвестицій, або як набір активів.

При реорганізації підприємства шляхом його розподілу використовується категорія “вартість при розподілі” (breakup value), під якою розуміють грошову суму, очікувану від розподілу багатопрофільного бізнесу на кілька підприємств і продажу їх окремо.

При ліквідації підприємства його вартість набуває форми ліквідаційної вартості (liquidation value), тобто грошової суми, яку можна одержати від розподілу підприємства на певні активи й продажу їх окремо (ліквідація не виключає також продажу підприємства як цілісного майнового комплексу або його акцій). Власники й кредитори розглядають ліквідаційну вартість із різних точок зору: перших цікавить залишкова вартість акціонерного капіталу (residual equity value), других — ефективна чиста вартість (effective net value).

Залишкова вартість акціонерного капіталу відповідає грошовій сумі, на яку можуть розраховувати власники простих акцій, майнові вимоги яких розглядаються в останню чергу. Ефективна чиста вартість є сумою залишкової вартості акціонерного капіталу та номінальної вартості субординованого боргу.

Категорії “ліквідаційна вартість” і “вартість при примусовому продажу” не є тотожними, оскільки умовам ліквідації підприємства можуть відповідати умови адекватного маркетингу. Якщо ж період ліквідації обмежується кредиторами, то ліквідаційна вартість набуває форми вартості при примусовому продажу.

У зв'язку з розвитком негативних тенденцій в економіці України дедалі більших масштабів набувають примусові форми продажу майна всіх форм власності, внаслідок чого виникає проблема оцінки його вартості. Умови продажу вказують на необхідність розрахунку ліквідаційної вартості, однак за різних умов продажу виникає проблема неоднозначності алгоритму розрахунку. Актуальність методичних проблем оцінки майна при змушеному продажу підтверджується реальністю.

Використання специфічних принципів оцінки дає можливість врахувати особливості формування вартості підприємств в умовах економічної трансформації й наблизити її значення до реальної величини (табл. 1).

Таблиця 1. Порівняльний аналіз підходів до оцінки вартості підприємств (традиційна методологія)

Ознаки зіставлення	Переважні методичні підходи		
	дохідний	порівняльний	майновий
1	2	3	4
<b>Цілі інвесторів</b>			
Довгострокові доходи від володіння підприємством (контрольним пакетом акцій)	+		
Середньо- або короткострокові доходи й можливість перепродажу неконтрольного пакету акцій у майбутньому	+	+	
Вигоди від злиття	+		
Доходи від реалізації майна			
Довгострокові доходи за рахунок проведення реструктуризації	+		
Одержання кредиту під заставу майна			
Страховання майна			
Довірче керування пакетом акцій	+		
Оренда (лізинг) окремих активів		+	
Очікування дивідендних виплат і підвищення курсу акцій	+		
Придбання пакета акцій з метою перепродажу його стратегічному інвесторові	+		
Доходи від керування портфелем цінних паперів	+		
<b>Тип підприємства</b>			
Підприємство розвинене, має значні за розміром активи			+
Новостворене підприємство, що функціонує в перспективній галузі	+		
Підприємство зі значною частиною ліквідних активів			+
Підприємство-банкрут	+		
Спеціалізоване підприємство з обмеженим ринком	+		+
Підприємство, що має значні темпи зростання в перспективній галузі	+	+	
Ефективне підприємство, що працює в стабільній галузі з високим рівнем конкуренції		+	
Для галузі, до якої належить підприємство, характерна статистична залежність між вартістю й показниками діяльності підприємства		+	

*Продовження табл. 1*

1	2	3	4
<b>Стан ринку</b>			
Фондовий ринок дає можливість простежити надійні ретроспективні й поточні ціни акцій	+	+	
На ринку капіталів інфляція піддається прогнозуванню, ставки прибутковості державних облигацій стабільні			
Фондовий ринок відкритий та прозорий, інформація емітентів достовірна	+	+	
Фондовий ринок перебуває у стадії формування, товарні ринки більшості активів нерозвинені	+		
Товарні ринки виробничих активів функціонують активно			+
<b>Пріоритетні прийоми застосування оцінки вартості підприємств в умовах економічної трансформації</b>			
Цілі інвесторів			
Доходи від реалізації майна			+
Довгострокові доходи за рахунок проведення реструктуризації	+		+
Одержання кредиту під заставу майна			+
Тип підприємства			
Підприємство-банкрут			+
Спеціалізоване підприємство з обмеженим ринком	+		+
Стан ринку			
Фондовий ринок перебуває у стадії формування, товарні ринки більшості активів нерозвинені	+		

Такі методичні підходи до оцінки економічної вартості підприємств дають можливість використати єдиний засіб, який на законодавчому рівні враховував би характерні риси дохідного порівняльного і майнового методів. Законодавство України пропонує такі методи визначення економічної вартості підприємств:

- 1) суми прогнозованих очікуваних надходжень;
- 2) величини ставки дисконту;
- 3) розчинення або зниження;
- 4) додаткової економічної вартості.

Розглянемо їх застосування на прикладі сімох підприємств України: заводу дереворозрізних інструментів “Мотор” ім. Петровського (Хмельницька обл.), Туристичного комплексу “Фрегат” (Херсонська обл.), ВАТ “Санаторій “Радон” (Черкаська обл.), ВАТ “Макошинський завод сільгоспмашин” (Чернігівська обл.), Севастопольського морського заводу (АРК), ВАТ “Завод напівпровідників” (м. Запоріжжя), Харківського заводу тракторних двигунів (Харківська обл.) (табл. 2).

При застосуванні методу величини ставки дисконту буде оцінений критерій чистої вартості капіталу, його визначимо за формулою

$$K_S = K_{RF} + (RP_M)\beta, \quad (1)$$

де  $K_S$  — вартість чистого капіталу, тис. грн;

Таблиця 2. Визначення економічної вартості за допомогою методу суми прогнозованих очікуваних надходжень

Підприємства	Ринковий критерій економічної вартості, тис. грн ( $K_S$ )	Баланс готівки на кінець періоду, тис. грн					Ставка рефінансування ( $K_{RF}$ )	Премія за ризик $RP_M$
		роки						
		2005	2006	2007	2008	2009		
Завод дереворозрізних інструментів "Мотор"	0,145	-236	-120	-60	+51	+150	0,07	5
Турист. комплекс "Фрегат"	0,13	-180	-160	-100	+40	+130	0,07	4
ВАТ "Санаторій "Радон"	0,145	-230	-180	-50	+60	+100	0,07	5
ВАТ "Макошинський завод с.-г. машин"	0,16	-230	-130	+40	+120	+130	0,12	6
Севастопольський морський завод	0,145	-6700	-5010	-3000	-1000	+100	0,07	5
ВАТ "Завод напівпровідників"	0,13	-1800	-1500	-1000	-500	-100	0,12	4
Харківський завод тракторних двигунів	0,145	-11300	-10000	-8000	-5000	-3000	0,07	5

$K_{RF}$  — ставка рефінансування;

$RP_M$  — премія за ризик;

$\beta$  — коефіцієнт розрахунку, розрахований як поправка.

Далі визначаємо наведену вартість капіталу (NPV):

$$NPV = (-I_0) + \sum_{i=1}^n \frac{C_{Fi}}{(1+r)^i}, \quad (2)$$

де  $I_0$  — первісна інвестиція;

$C_{Fi}$  — чистий грошовий потік в  $i$ -му періоді;

$r$  — ставка дисконту.

Така методика не дає реальної оцінки вартості підприємства (табл. 3).

Розглянемо наступний метод розчинення або зниження.

Звичайно цей метод базується на філософії підвищення вартості підприємства, розрахунок складається з таких етапів:

1) прогнозування чистого доходу поглинаючого підприємства на наступний рік без обліку злиття;

2) прогнозування чистого доходу поглинаючого підприємства на наступний рік з урахуванням злиття (з огляду на синерджизми);

3) віднімання значення чистого доходу, отриманого в п. 2, від п.1;

4) виведення прибутку на акції ( $EPS$ ) поглинаючого підприємства на наступний рік без обліку злиття;

5) розподіл сумарного доходу з п. 3 на виведення  $EPS$  у п. 4;

6) виведення числа акцій підприємства з величини, отриманої в п. 5. Ця цифра дає таку кількість акцій, за яку поглинаюче підприємство може сплатити без зниження  $EPS$ ;

**Таблиця 3. Наведена вартість капіталу за підприємствами**

Підприємства	Наведена вартість капіталу, тис. грн
Завод дереворозрізних інструментів "Мотор"	—230,9
Турист. комплекс "Фрегат"	—119,0
ВАТ "Санаторій "Радон"	—285,1
ВАТ "Макошинський завод с.-г. машин"	—139,6
Севастопольський морський завод	—11740,2
ВАТ "Завод напівпровідників"	—28804,8
Харківський завод тракторних двигунів	—27297,8

7) множення числа з п. 6 на поточну ціну акції поглинаючої корпорації.

Результат дорівнює максимальній ціні, яку поглинаюче підприємство може сплатити при поглинанні. Ці вирахування дають можливість просто визначити кількість акцій, які підприємство може запропонувати в обмін на акції іншого підприємства без зниження доходів на свою акцію. Якщо поглинає підприємство, яке приймає цю ціну, то "дружнього" злиття не станеться. Поглинаюче підприємство рідко зберігає можливість підвищувати свою вартість, якщо воно сплатить більше за цю ціну (табл. 4).

Далі розглянемо метод доданої економічної вартості (*EVA*). Цей метод базується на філософії створення доданої вартості підприємства. За

**Таблиця 4. Розрахунок економічної вартості за методом розчинення або зниження**

Підприємство	Прогнозув. чистого доходу без обліку сл. (1)	Прогнозув. чистого доходу з обліком сл. (2)	2—1	EPS прибуток на акції	п.3 EPS	Виведення числа акцій з величини поглинання	Економічна вартість, тис. грн
Завод дереворозрізних інструментів "Мотор"	2000	2350	350	—0,16	—2187,5	2188	1641
Турист. комплекс "Фрегат"	3000	3740	740	—0,07	—10571,4	10571	2643
ВАТ "Санаторій "Радон"	280	320	40	—0,04	—1000	1000	250
ВАТ "Макошинський завод с.-г. машин"	500	610	110	—0,05	—2200	2200	550
Севастопольський морський завод	12300	13500	1200	—1,61	—745,34	745	37
ВАТ "Завод напівпровідників"	320	370	50	—0,023	—2173,9	21784	544
Харківський завод тракторних двигунів	5000	5300	300	—1,39	—215,8	216	54

<sup>4</sup> *Rappaport A.* Creating shareholder value; a quede for mana gers and inverstors. — Rev and updated ed new Uork: free Press, 1998. — 205 p.

допомогою методу  $EVA^4$  вимірюють додану вартість, створену при реструктуризації.

Для її знаходження спочатку визначається показник “доходи на капітал” ( $ROC$ ), щоб бути “упевненим” у поверненні капіталу, зробленому на інвестуванні певного проекту. Визначається вартість капіталу як середньозважена витрат різних інструментів фінансування, використаних для фінансування інвестиції:

$$EVA = (\text{прибутковість капіталу} - \text{вартість капіталу}) \times \text{капітал, інвестований у проект} \quad (3)$$

Основні передумови розрахунку.

$EVA$  — міра грошового значення доданої вартості, а не розбіжності відсотка в доходах на капітал.

Це найближче теоретично й концептуально до чистої дійсної вартості ( $NPV$ )<sup>5</sup> проекту в капітальному бюджетуванні на протигагу внутрішній ставці прибутковості ( $IRR$ ).

Вартість корпорації в умовах дисконтованого грошового потоку ( $DCF$ ) може бути визначена в умовах значення  $EVA$  проектів і  $PV$  за цим значенням  $EVA$  майбутніх проектів (табл. 5).

Таблиця 5. Додана вартість, використана при оцінці економічної вартості підприємства

Підприємства	Прибутковість капіталу, %	Середньозважена вартість капіталу, %	Капітал, інвестований у проект, тис. грн	Прибуток вартості, тис. грн
Завод дереворозрізних інструментів “Мотор”	15	10	10000	500
Турист, комплекс “Фрегат”	20	18	15000	300
ВАТ “Санаторій “Радон”	25	17	14000	1120
ВАТ “Макошинський завод с.-г. машин”	13	9	20000	800
Севастопольський морський завод	25	16	10000	900
ВАТ “Завод напівпровідників”	26	18	12000	960
Харківський завод тракторних двигунів	23	21	13000	260

Проведене дослідження з використанням існуючих методів оцінки економічної вартості не дає чіткої інформації, яка б поєднала у собі риси дохідного, порівняльного та майнового методу. Необхідним є застосування нових заходів, які б сприяли позитивним явищам у ринковій економіці. Має бути єдиний підхід до оцінки економічної вартості, який би стимулював корпоративну діяльність вітчизняних підприємств.

<sup>5</sup> Timo Salmi, Liikka Virtanen. Economic Value added: a Simulation Analysis of the Trendu, owner-oriented management tool alta Wasaensia. — 2001. — 90—33 p.