

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ В ПРОЦЕССЕ ЕГО РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

© 2017 РЕШЕТНЯК Е. И., ДАВЫДОВ Д. Ю.

УДК 65.011.12

Решетняк Е. И., Давыдов Д. Ю. Теоретические аспекты оценки рыночной стоимости предприятия в процессе его реструктуризации

Целью статьи является исследование теоретических аспектов оценки рыночной стоимости бизнеса и возможности их применения для предприятия в процессе его реструктуризации. Обосновано, что реструктуризация является одним из наиболее эффективных инструментов антикризисного управления, но применяется и для нормально функционирующих предприятий, не находящихся в условиях кризиса. В процессе реструктуризации предприятия изменяют свою стоимость. Представлена характеристика основных методов оценки рыночной стоимости предприятия и определена возможность их применения для целей реструктуризации. Более объективная оценка стоимости предприятия осуществляется при условии одновременного применения нескольких методов. Примерами комбинации методов затратного и доходного подходов является модель Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model) и метод расчета усредненного показателя оценки стоимости. С целью совершенствования расчета усредненной стоимости реструктурируемого предприятия в статье предлагается использовать метод анализа иерархий (МАИ), позволяющий согласовать оценочные результаты, полученные различными методами оценки стоимости предприятия, и получить итоговую стоимость оцениваемого объекта на основании декомпозиции проблемы согласования результатов и представления ее в виде иерархической модели.

Ключевые слова: реструктуризация, оценка стоимости предприятия, методы оценки стоимости предприятия, комбинация методов оценки стоимости предприятия, метод анализа иерархий.

Рис.: 2. **Табл.:** 1. **Формул.:** 3. **Библ.:** 10.

Решетняк Елена Ивановна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономики предприятия, Харьковский гуманитарный университет «Народная украинская академия» (ул. Лермонтовская, 27, Харьков, 61000, Украина)

E-mail: reshetele@yandex.ru

Давыдов Денис Юрьевич – магистрант, Харьковский гуманитарный университет «Народная украинская академия» (ул. Лермонтовская, 27, Харьков, 61000, Украина)

E-mail: deniska_the_best@ukr.net

УДК 65.011.12

UDC 65.011.12

Решетняк О. І., Давыдов Д. Ю. Теоретичні аспекти оцінки ринкової вартості підприємства в процесі його реструктуризації

Метою статті є дослідження теоретичних аспектів оцінки ринкової вартості бізнесу та можливості їх застосування для підприємства в процесі реструктуризації. Обґрунтовано, що реструктуризація є одним з найбільш ефективних інструментів антикризового управління, але застосовується й для нормально функціонуючих підприємств, які не перебувають в умовах кризи. У процесі реструктуризації підприємства змінюють свою вартість. Представлено характеристику основних методів оцінки ринкової вартості підприємства та визначено можливість їх застосування для цілей реструктуризації. Більш об'єктивна оцінка вартості підприємства здійснюється за умови одночасного застосування декількох методів. Прикладами комбінації методів витратного і доходного підходів є модель Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model) і метод розрахунку усередненого показника оцінки вартості. З метою вдосконалення розрахунку усередненої вартості реструктуризованих підприємств у статті пропонується використовувати метод аналізу ієрархій (МАІ), який дозволяє узгодити оціночні результати, отримані різними методами оцінки вартості підприємства, і одержати підсумкову вартість оцінюваного об'єкта на підставі декомпозиції проблеми узгодження результатів і подання у вигляді ієрархічної моделі.

Ключові слова: реструктуризація, оцінка вартості підприємства, методи оцінки вартості підприємства, комбінація методів оцінки вартості підприємства, метод аналізу ієрархій.

Рис.: 2. **Табл.:** 1. **Формул.:** 3. **Библ.:** 10.

Решетняк Елена Іванівна – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри економіки підприємства, Харківський гуманітарний університет «Народна українська академія» (вул. Лермонтовська, 27, Харків, 61000, Україна)

E-mail: reshetele@yandex.ru

Давыдов Денис Юрійович – магистрант, Харківський гуманітарний університет «Народна українська академія» (вул. Лермонтовська, 27, Харків, 61000, Україна)

E-mail: deniska_the_best@ukr.net

Reshetnyak O. I., Davydov D. Yu. The Theoretical Aspects of the Market Valuation of Enterprise in the Process of Its Restructuring

The article is aimed at studying the theoretical aspects of the market valuation of a business and their applicability as to an enterprise in the process of its restructuring. It has been substantiated that restructuring is one of the most effective tools of crisis management, but also can be applied to the regularly functioning enterprises, which are not in the crisis conditions. In the process of restructuring, value of enterprises can fluctuate. A characterization of the basic methods for the market valuation of enterprise is provided, possibility for using them for the purposes of restructuring has been determined. A more objective valuation of enterprise is carried out under condition of the simultaneous application of several methods. Examples of combination of the methods of cost and income approaches is the Edwards-Bell-Ohlson valuation model and the method of calculating the average indicator of value. With a view to improving the calculation of the average indicator of value of a restructured enterprise, the article suggests using the method for analysis of hierarchies (MAH), providing to harmonize the evaluation results obtained by different methods of valuation of enterprise, and to obtain the final cost of the object to value, based on the decomposition of the problem of harmonization of results with presenting it in the form of a hierarchical model.

Keywords: restructuring, enterprise valuation, enterprise valuation methods, combination of the methods for enterprise valuation, method of analysis of hierarchies.

Fig.: 2. **Tbl.:** 1. **Formulae:** 3. **Bibl.:** 10.

Reshetnyak Olena I. – PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Enterprise Economics, Kharkiv University of Humanities (27 Lermontovska Str., Kharkiv, 61000, Ukraine)

E-mail: reshetele@yandex.ru

Davydov Denis Yu. – Graduate Student, Kharkiv University of Humanities (27 Lermontovska Str., Kharkiv, 61000, Ukraine)

E-mail: deniska_the_best@ukr.net

Трансформационные процессы в Украине существенно изменяют среду функционирования отечественных предприятий, создают новые возможности и направления деятельности, приводят к потере актуальности устоявшихся, традиционных управленческих механизмов предприятия. В связи с этим особую важность приобретают проблемы, связанные с преодолением кризисных явлений на предприятиях, вызванных несоответствием существующего механизма управления изменившимся условиям функционирования предприятия.

В качестве одного из наиболее радикальных инструментов антикризисного управления предприятием может применяться реструктуризация. Актуальность проблемы реструктуризации в настоящее время обуславливается также повышением финансовых рисков предприятий в условиях рыночной экономики, развитием конкурентной борьбы между компаниями и группами компаний в различных сегментах рынков, борьбы за передел собственности, а также ряд глубоких финансово-экономических кризисов, потрясаящих отечественную экономику за последние годы. Процессы реструктуризации на предприятии приводят к изменению их рыночной стоимости. Стоимость бизнеса является очень ценным экономическим показателем, сфера оценки бизнеса многогранна, она включает в себя не только оценку материальных ценностей находящегося в собственности предприятия, но и среды его функционирования (внешнюю и внутреннюю), его финансового состояния, дает возможность оценить будущую деятельность предприятия, что является особенно важным в процессе реструктуризации. Однако необходимо отметить, что оценка стоимости предприятия в условиях реструктуризации сопровождается определенными трудностями. Так, в условиях высокой неопределенности будущего, которая возникает при осуществлении реструктуризационных процессов на предприятии, например в процессе слияния, определение будущих денежных потоков является сложно предсказуемым.

Традиционно, для проведения оценки рыночной стоимости предприятий могут использоваться следующие методы: метод капитализации; затратный (еще называется имущественным и применяется в основном для оценки объектов в форме целостного имущественного комплекса и в формате определения будущих финансовых интересов); доходный и сравнительный. Однако возможность использования данных методов при оценке рыночной стоимости предприятия в процессе его реструктуризации является неоднозначной и актуальной.

Целью статьи является исследование теоретических аспектов оценки рыночной стоимости бизнеса и их возможности применения для предприятия в процессе его реструктуризации.

Теоретические и практические аспекты реструктуризации предприятий были рассмотрены в работах многих отечественных и зарубежных ученых: М. Д. Аистовой, Н. А. Кизима, К. М. Лемех, И. И. Мазура, Д. Задворочнова, Ю. Бриггема, Д. Шапиро и др. Оценки рыночной стоимости предприятия рассмотрены в работах А. А. Аканова, А. Г. Грязновой, А. О. Епифанова, П. В. Кар-

цева, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. В. Леонова, А. И. Матюшенко, Д. Муррина, М. А. Федотовой, Й. Хабера, В. Е. Хаустовой, Дж. Хикса и др. Оценке стоимости компаний в условиях реструктуризации посвящены работы А. М. Мингаиной, И. И. Пликуса, С. Д. Хакимова и др., однако многие вопросы еще остаются недостаточно проработанными, а именно: недостаточно изучена адекватность различных методов и подходов к оценке рыночной стоимости в условиях реструктуризации с учетом различных целей ее проведения.

Так, в соответствии с особенностями финансово-хозяйственной ситуации, которая складывается на предприятии, выделяют различные цели проведения реструктуризации. Взаимосвязь целей проведения реструктуризации и финансового состояния предприятий приведена на *рис. 1*.

Анализ мнений многих авторов показал, что реструктуризация является одним из наиболее эффективных инструментов антикризисного управления, но и для нормально функционирующих предприятий, не находящихся в условиях кризиса, целесообразно провести значительные преобразования, которые обуславливаются, как правило, изменениями масштабов производства, поддержанием или увеличением конкурентных преимуществ и др.

В процессе реструктуризации предприятия изменяют свою стоимость. Анализ научной литературы [1–6; 8; 9] показал, что в современных условиях хозяйствования отечественных предприятий для оценки их инвестиционной стоимости следует использовать несколько методов, которые принадлежат к разным подходам. Характеристика основных методов оценки рыночной стоимости предприятия и возможность их применения для целей реструктуризации представлена в *табл. 1*.

На основании анализа методов оценки стоимости компаний для целей реструктуризации можно сделать вывод, что наиболее адекватными методами являются дисконтирование денежных потоков и расчет показателя чистых активов, относящихся к доходному и затратному подходам. Именно применение таких подходов к оценке ожидаемой стоимости реструктуризируемых предприятий, например при их объединении, позволяет обеспечить баланс интересов всех участников процесса, поскольку: инвестор и реципиент с помощью затратного подхода могут определить минимальный уровень ожидаемой стоимости объединяемых предприятий; использование доходного подхода позволяет оценить перспективы развития предприятия, учитывая интересы других заинтересованных лиц оценочного процесса, таких, как реципиент и государственные структуры. Важно, что каждый из рассмотренных методов имеет свою область применения, тогда как комбинация методов оценки ожидаемой стоимости объединяемых предприятий позволит учесть все значимые сферы деятельности предприятия.

Оценка стоимости предприятий в процессе их реструктуризации рассматривается как категория субъективной оценки, определяемая на основе представлений конкретного инвестора о ценности приобретаемого

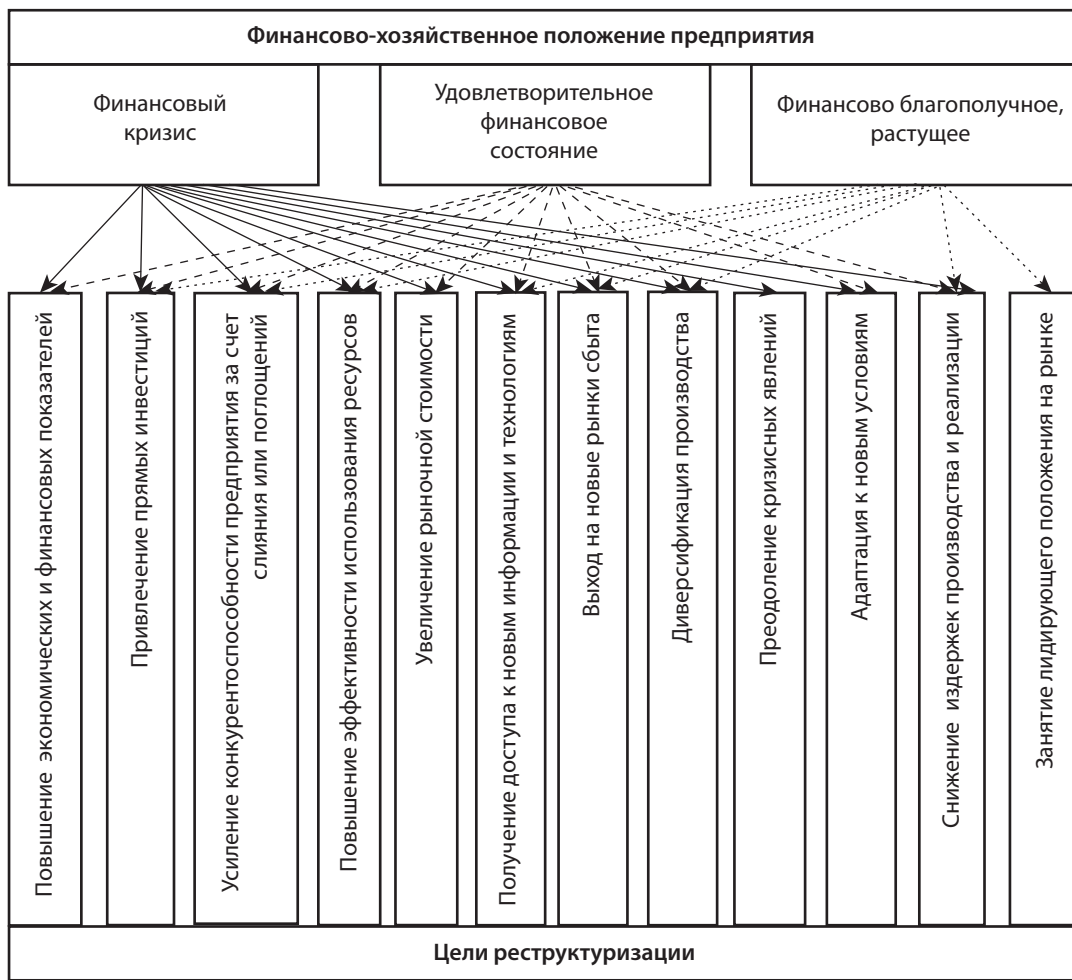


Рис. 1. Схема взаимосвязи целей предприятия и его финансового положения [7]

предприятия на определенную дату с учетом характеристик конкретного рынка [3].

Для повышения объективности оценки стоимости предприятия целесообразно использование комбинации методов оценки ожидаемой стоимости объединяемых предприятий. Примером комбинации методов затратного и доходного подходов является модель Ольсона (*Edwards-Bell-Ohlson valuation model (EBO)*) [3]. В соответствии с моделью EBO стоимость компании выражается через текущую стоимость чистых активов и дисконтирования денежных потоков предприятия. Однако использование модели Ольсона для оценки инвестиционной стоимости отечественных предприятий в процессе их реструктуризации имеет ограничение, так как существуют отличия в ведении бухгалтерского учета в Украине по сравнению с базовыми значениями показателей, применяемых в этой модели.

Другим подходом комплексной оценки стоимости предприятия на основе применения нескольких методов, является метод расчета усредненного показателя оценки стоимости (V):

$$V = \sum_{i=1}^n V_i \cdot Z_i, \quad (1)$$

где V_i – оценка стоимости предприятия i -м методом; $i = 1, \dots, n$;

n – количество использованных методов;
 Z_i – весовой коэффициент i -го метода.

Предложенный подход позволяет оценить имеющиеся ресурсы предприятия с учетом перспектив его развития и влияния факторов внешней среды, что на сегодня является ключевым моментом при принятии решения об инвестировании в другое предприятие в ходе реструктуризации.

С целью совершенствования расчета усредненной стоимости реструктуризуемого предприятия может быть использован метод анализа иерархий (далее – МАИ), который представляет собой математический инструментальный системного подхода к сложным проблемам принятия решений [10]. Метод МАИ позволяет осуществить согласование оценочных результатов, полученных различными методами оценки стоимости предприятия, и получить итоговую стоимость оцениваемого объекта на основании декомпозиции проблемы согласования результатов и представлении ее в виде иерархической модели.

Согласование результатов осуществляется на основе трехуровневой иерархической модели (рис. 2): первый (верхний) уровень – цель согласования результатов – оценка стоимости предприятия в процессе реструктуризации; второй (промежуточный) уровень – критерии согласования оценочных результатов; третий (нижний) уровень – альтернативные методы оценки стоимости предприятия.

Таблиця 1

Характеристика основных методов оценки стоимости предприятия и их применимость для целей его реструктуризации [1–6; 8; 9]

Название	Особенность применения	Преимущества	Недостатки	Возможность применения
1	2	3	4	5
Доходный подход				
Метод косвенной капитализации (дисконтирование денежного потока)	Рассматривает денежные потоки как неодинаковые по периодам, расчет производится за ограниченное количество периодов	Направлен на оценку перспектив деятельности	Н рассматривает ретроспективные результаты деятельности; базируется на прогнозных величинах; требует сложных вычислений	Применим
Метод прямой капитализации	Денежные потоки должны быть одинаковыми по разным периодам, при определении стоимости бизнеса количество периодов не имеет значения	Учитывает перспективы роста; направлен на оценку перспектив деятельности; простой по сравнению с методом косвенной капитализации	Не рассматривает ретроспективные результаты деятельности; базируется на прогнозных величинах; требует сложных вычислений	Применим
Метод добавленной стоимости	Опирается на анализ разницы в доходности инвестированного и общего капиталов; подходит для анализа инвестиционной привлекательности	Не учитывается прошлая деятельность	Требует осуществления прогнозов; анализирует стоимость инвестированного капитала	Применим
Затратный подход				
Метод оценки ликвидационной стоимости	Рассматривает стоимость бизнеса как совокупность рыночных стоимостей статей баланса, уменьшенную на затраты на их ликвидацию	Относительная простота расчета; опирается на рыночную оценку активов	Не может быть применен с целью определения рыночной стоимости; ограниченность целей применения; сложность получения информации о рыночной стоимости активов	Применим, но с ограничением
Метод накопления активов	Базируется на анализе балансовой стоимости статей баланса	Простота расчета; легкость получения необходимых данных	Не дает представления о рыночной ценности бизнеса; перспективы развития остаются без внимания	Применим
Метод чистых активов	Стоимость бизнеса рассматривается как разница между активами и обязательствами компании	Относительная простота оценки; опирается на рыночную оценку активов; может быть использован для определения рыночной стоимости бизнеса; удовлетворяет многим целям оценки	Ретроспективность анализа; не отражает инвестиционную составляющую бизнеса	Применим

1	2	3	4	5
Сравнительный подход				
Метод рынка капитала	Применяется для оценки компаний, акции которых не котируются на фондовом рынке; заключение о стоимости бизнеса делается через сопоставление финансовых показателей двух фирм, одна из которых котируется на фондовом рынке	Простота расчета; более глубокий анализ по сравнению с методом отраслевых коэффициентов	Необходимы данные о котировках акций; результаты расчетов не могут рассматриваться как основательный вывод о стоимости бизнеса; не учитывает ни прошлые, ни будущие результаты деятельности	Ограниченное применение
Метод отраслевых коэффициентов	Базируется на анализе сделок, которые были заключены в прошлом, и выводе определенных коэффициентов, характерных для этих сделок	Простота применения	Невысокая надежность для фундаментальных выводов о стоимости бизнеса; нуждается в информации о торгах по аналогичным предприятиям; не учитывает приоритеты покупки бизнеса	Ограниченное применение
Метод сделок	Подобный методу рынка капитала, однако учитываются только компании, в которых объектом продажи выступали значимые, желательны контрольные, пакеты акций	Более надежный результат по сравнению с предыдущими методами; простота проведения расчетов; может использоваться для проверки результатов и т. п.	Не применим для фундаментального анализа стоимости бизнеса; зависит от данных фондового рынка; базируется на поверхностном анализе бизнеса	Ограниченное применение
Метод рынка капитала	Применяется для оценки компаний, акции которых не котируются на фондовом рынке, стоимость бизнеса определяется на основе сопоставления финансовых показателей фирм, котирующихся на фондовом рынке	Простота расчета; более глубокий анализ по сравнению с методом отраслевых коэффициентов	Требуются данные о котировках акций; результаты применения не могут рассматриваться как основательный вывод о стоимости бизнеса; не учитывает ни прошлые, ни будущие результаты деятельности	Ограниченное применение

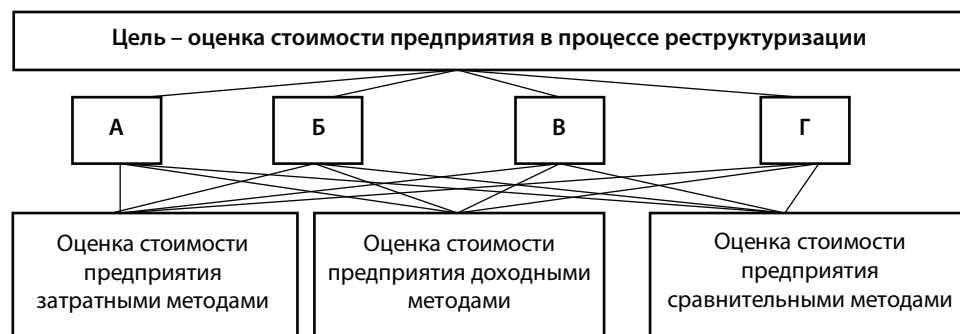


Рис. 2. Модель анализа иерархии

Оценка согласования оценочных результатов при определении стоимости предприятия включает следующие критерии: **А** – Возможность достижения целей в процессе реструктуризации, оценки намерений инвестора. **Б** – Характер, качество, доступность, достоверность, полнота данных, на основе которых осуществляется оценка. **В** – Адекватность учета, способность метода оценки учитывать конъюнктурные колебания. **Г** – Способность применяемого метода оценки учитывать специфические характеристики оцениваемого предприятия, которые влияют на его стоимость (размер, потенциальная доходность, территориальная принадлежность и др.).

Осуществив декомпозицию проблемы согласования результатов при оценке стоимости реструктуризируемого предприятия, необходимо:

1. Выявить приоритеты критериев путем их попарного сравнения посредством построения обратной симметричной матрицы. Для попарного сравнения используется шкала отношений.

2. Осуществляется определение веса каждого критерия по формуле:

$$K_j = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n a_{ij}}, \quad (2)$$

где a_{ij} – важность оцениваемого критерия.

3. Осуществляется нормирование весовых коэффициентов по формуле:

$$k_j = \frac{K_j}{\sum_j K_j}. \quad (3)$$

Рассчитанные на основании такого подхода коэффициенты представляют собой итоговое значение весов каждого из анализируемых критериев.

4. Определяются приоритеты для каждой альтернативы по каждому критерию в соответствии с формулами (2) и (3).

5. Рассчитываются итоговые веса каждой альтернативы как сумма произведений весов факторов стоимости предприятия (по каждому из методов оценки) и соответствующих им весов альтернатив по каждому фактору.

6. Осуществляется определение средней стоимости предприятия как сумма произведений значений альтернатив и соответствующих им весовых коэффициентов.

ВЫВОДЫ

Таким образом, оценка ожидаемой стоимости предприятий в результате их реструктуризации осуществляется путем интегрирования результатов оценки по нескольким методам, т. е. оценка основывается на комбинированном методе. Эта комбинация позволит не только дать более объективную оценку стоимости предприятия, но и построить прогноз дальнейшего развития предприятия, основанного на ретроспективной информации, и учесть влияние внешних факторов, что является главным и необходимым условием для инвестиционного развития предприятия. Предложенный подход к определению коэффициента важности каждого из указанных методов позволяет комплексно оценить объект хозяйствования в перспективе. ■

ЛИТЕРАТУРА

1. Давыдов А. Ю. Американская модель экономического роста: финансовые аспекты. *США и Канада*. 2007. № 6. С. 3–11.
2. Карцев П. В., Аканов А. А. Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса. *Вопросы оценки*. 2012. № 2. С. 2–19.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление/пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2009. 576 с.
4. Павловец В. В. Введение в оценку стоимости бизнеса. *Корпоративный менеджмент*. 2010. URL: <http://www.cfn.ru/finanalysis/value.shtml>
5. Хаустова В. Є., Матюшенко О. І. Методологічні засади оцінки вартості підприємства. *Проблеми економіки*. 2009. № 4. С. 57–76.
6. Хикс Дж. Стоимость и капитал/пер. с англ. под общ. ред. и вступ. ст. Р. М. Энтова. М.: Прогресс, 2006. 488 с.
7. Кизим Н. А., Жихарцев В. В. Проблемы проведения реструктуризации промышленных предприятий в Украине: монография. Харьков: ИД «ИНЖЭК», 2009. 184 с.
8. Мингатина А. М., Хакимова С. Д. Оценка рыночной стоимости для целей реструктуризации. *Современные научные исследования и инновации*. 2016. № 1. URL: <http://web.snauka.ru/issues/2016/01/62036>
9. Вартість банківського бізнесу: монографія/А. О. Єпіфанов, С. В. Леонов, Й. Хабер та ін. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011. 295 с.
10. Саати Т. Л. Принятие решений при зависимостях и обратных связях: Аналитические сети. М.: Издательство ЛКИ, 2008. 360 с.

REFERENCES

Davydov, A. Yu. "Amerikanskaya model ekonomicheskogo rosta: finansovyye aspekty" [The American model of economic growth: financial aspects]. *SSHА i Kanada*, no. 6 (2007): 3-11.

Kartsev, P. V., and Akanov, A. A. "Obzor praktiki primeneniya dokhodnogo podkhoda k otsenke biznesa" [Survey of the application of the income approach to business valuation]. http://domkhv.ucoz.ru/papka2/2012_praktika_dokhodnogo_podkhoda_otsenki_biznesa.pdf

Kouplend, T., Koller, T., and Murrin, D. *Stoimost kompaniy: otsenka i upravleniye* [The cost of companies: assessment and management]. Moscow: Olimp-Biznes, 2009.

Khaustova, V. Ye., and Matiushenko, O. I. "Metodolohichni zasady otsinky vartosti pidpriemstva" [Methodological bases of assessment of enterprise value]. *Problemy ekonomiky*, no. 4 (2009): 57-76.

Khiks, Dzh. *Stoimost i kapital* [Value and capital]. Moscow: Progress, 2006.

Kizim, N. A., and Zhikhartsev, V. V. *Problemy provedeniya restrukturizatsii promyshlennykh predpriyatiy v Ukraine* [The problem of restructuring industrial enterprises in Ukraine]. Kharkiv: INZhEK, 2009.

Mingatina, A. M., and Khakimova, S. D. "Otsenka rynochnoy stoimosti dlya tseley restrukturizatsii" [Valuation for the purpose of restructuring]. <http://web.snauka.ru/issues/2016/01/62036>

Pavlovets, V. V. "Vvedeniye v otsenku stoimosti biznesa" [Introduction to business valuation]. <http://www.cfin.ru/finanalysis/value.shtml>

Saati, T. L. *Prinyatiye resheniy pri zavisimostyakh i obratnykh svyazyakh: Analiticheskiye seti* [Decision making with dependence and feedbacks: Analytical network]. Moscow: Izd-vo LKI, 2008.

Yepifanov, A. O. et al. *Vartist bankivskoho biznesu* [The cost of the banking business]. Sumy: DVNZ «UABS NBU», 2011.