

ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА: АНАЛІЗ ПІДХОДІВ ТА МЕТОДІВ

Здійснено критичний аналіз наявних підходів та методів оцінки вартості підприємства в межах одного з підетапів реалізації вартісно-орієнтованого підходу до управління та визначено напрями усунення ідентифікованих проблем.

Ключові слова: *вартість підприємства, методи оцінки вартості, вартісно-орієнтоване управління.*

Основна ідея вартісно-орієнтованого підходу до управління полягає в тому, що вартість підприємства є ключовим об'єктом, на максимізацію якого спрямовується діяльність управлінського персоналу. Це передбачає необхідність визначення та здійснення постійного моніторингу за її величиною. Особливо важливого значення набуває забезпечення максимально можливої достовірності результатів оцінки вартості, оскільки вона є основою для встановлення вихідних параметрів діяльності, прийняття окремих глобальних рішень, здійснення стратегічного планування, визначення ціни підприємства у тому випадку, якщо воно виступає об'єктом купівлі-продажу. Не менш важливим є правильність визначення вартості компанії для зовнішніх користувачів, у першу чергу - для реальних та потенційних інвесторів, оскільки в сучасних умовах господарювання саме вартість виступає основним критерієм, на основі якого здійснюється прийняття інвестиційних рішень. Достовірність результатів оцінки залежить здебільшого від двох факторів: по-перше, від компетентності особи, яка здійснює визначення вартості підприємства, а саме - від правильності обрання та застосування нею методу оцінки; по-друге, від наявності достатньої кількості необхідної інформації. Саме нерівномірність інформаційного забезпечення, так звана асиметрія інформації між суб'єктами оцінки є найсуттєвішою причиною виникнення різниці між внутрішньою та оціночною вартістю підприємства, а також причиною значних коливань останньої, що може негативним чином позначитися на ефективності рішень, що приймаються на основі результатів оцінки.

Теоретичним та методологічним проблемам оцінки вартості підприємства в межах реалізації вартісно-орієнтованого підходу до управління присвятили увагу наступні дослідники: С. О'Бурн (S. O'Byrne), Д.Л. Волков, А. Ємельянов, Т. Коупленд (T. Copland), Т. Коллер (T. Koller), Н. Леєпс (N. Leepsa), Т. Момот, Р. Морін (R. Morin), Дж. Муррін (J. Murrin), Г. Руан (H. Ryan), Е. Трехен (E. Trahan), А. Холлер (A. Holler), Є. Шакіна, Д. Янг (D. Young) та ін. Відсутність єдності в позиціях фахівців та брак універсальної методики оцінки вартості підприємства актуалізує здійснення досліджень у цьому напрямі.

Задля розробки методики визначення вартості підприємства, що зможе застосовуватися внутрішніми суб'єктами оцінки, а також з метою конкретизації

змісту інформації, яка повинна надаватися системою бухгалтерського обліку для оцінки вартості підприємства, а також конкретизації змісту інформації, яка може бути отримана із інших джерел, проаналізуємо підходи до оцінки вартості підприємства.

Традиційно для комплексної оцінки вартості підприємства у світовій практиці господарювання використовуються три підходи: дохідний (прибутковий), витратний (майновий), порівняльний (ринковий) та інтегрований. У межах кожного з них виділяють декілька методів (рис. 1).

Здійснимо аналіз вищенаведених підходів та методів з метою визначення найбільш оптимального в умовах вартісно-орієнтованого управління. При цьому, враховуючи те, що концепція вартісно-орієнтованого управління була сформована американською школою менеджменту та широко використовується американськими та європейськими компаніями, у той час, як українськими підприємствами використовується досить рідко, про що свідчать результати попередніх досліджень, вважаємо доцільним з метою визначення підходу до оцінки вартості підприємства, який найкраще відповідає цілям та принципам вартісно-орієнтованого управління, проаналізувати їх особливості в контексті як вітчизняного, так і досвіду іноземних країн.

Методи порівняльного підходу передбачають оцінку вартості підприємства, виходячи із вартості компаній-аналогів, у той час, як абсолютно ідентичних компаній не існує, тому отримані результати мають лише відносне значення. Так у випадку застосування методу продажів вартість суб'єкта господарювання, що оцінюється, та, відповідно, врахування або неврахування всіх складових вартості, значною мірою залежатиме від методу розрахунку ціни компанії-аналога.

Методи дохідного підходу передбачають необхідність акцентування уваги на фінансовій складовій вартості підприємства. При цьому фізичний та інтелектуальний капітал оцінюється, виходячи із його здатності примножувати фінансовий капітал підприємства у майбутньому. Однак на зниження достовірності результатів оцінки впливає складність прогнозування майбутньої діяльності підприємства та можливість маніпулювання величиною вартості підприємства залежно від того, хто виступає суб'єктом оцінки. У цьому випадку вартість суб'єктів

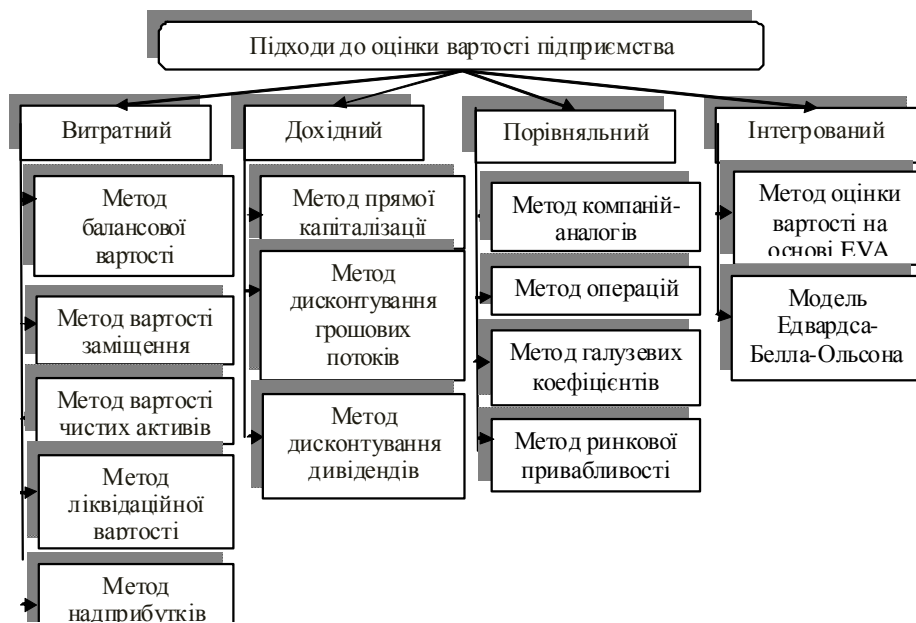


Рис. 1. Підходи та методи оцінки вартості підприємства

господарювання, які володіють дорогим обладнанням, може бути недооціненою, навіть якщо для розрахунку пост-прогнозованої вартості буде використовуватися метод ліквідаційної вартості, точність отриманих результатів буде відносною, що обумовлено складністю процесу.

У межах витратного підходу до оцінки вартості підприємства у світовій практиці господарювання найчастіше застосовуються наступні методи: метод балансової вартості, метод вартості заміщення, метод вартості чистих активів, метод ліквідаційної вартості. Крім цього, у межах вказаного підходу Ш.Прат (Sh. Prati) [7], М. Песчелл (M. Paschall) [4], Г. Шройдер (H. Schroeder) [9] виділяють метод надприбутків (Excess Earnings Method), Н. Сімюнова [11] – метод власного балансового матеріального капіталу та метод власного ринкового матеріального капіталу. Проаналізуємо детальніше сутність вищезазначених методів, їх переваги та недоліки.

Метод балансової вартості передбачає, що вартість підприємства дорівнює різниці між вартістю активів, відображених у Балансі, та вартістю зобов'язань. Цей метод, як зазначає К. Лоувелл (K. Lovewell) [3], є найпростішим у застосуванні. Для розрахунку балансової вартості не потрібно здійснювати додатковий збір інформації, достатнім є використання даних ф. № 1 «Баланс». Однак, попри те, він налічує значну кількість суттєвих недоліків, які значно обмежують корисність отриманих результатів та, відповідно, доцільність застосування методу. Як стверджує Б. Тек (B. Task): балансова вартість базується на історичній собівартості активів. Вона відображає минулі доходи підприємства та не може бути індикатором майбутніх доходів, крім цього балансова вартість значною мірою залежить від методів бухгалтерського обліку, які застосовуються [10, с. 1]. Про недоліки методу балансової вартості зазначає також К. Лоувелл (K. Lovewell) [3]. Вчений стверджує: припущення того, що вартість активів підприємства дорівнює сумі витрачених на їх придбання або створення коштів, є неточним, вартість

активів, якими володіє підприємство, не відображає його вартості загалом. Тобто, незважаючи на простоту методики розрахунку та доступність інформації, корисність застосування методу балансової вартості є мінімальною, оскільки він не дозволяє точно оцінити вартість підприємства.

Схожим за своєю суттю є метод власного балансового матеріального капіталу, який виділяється Н. Сімюновою. За цим методом вартість підприємства дорівнює різниці між власним капіталом, активами, що не відносяться до основної діяльності підприємства, та нематеріальними активами [11, с. 171]. Цей метод, як і попередній, є простим та зрозумілим у застосуванні, проте не відображає ринкової вартості підприємства.

Метод вартості заміщення передбачає, що вартість підприємства дорівнює сумі витрат, необхідних для створення аналогічного підприємства. Він передбачає необхідність детальної оцінки альтернативних витрат потенційного покупця на придбання всього майна, яким володіє підприємство, з урахуванням ступеня його зносу, найм працівників такої ж кваліфікації, таку ж саму побудову бізнес-процесів. Однак, незважаючи на простоту для розуміння, цей метод досить складно реалізувати на практиці.

Відповідно до методу вартості чистих активів вартість підприємства визначається як різниця між переоціненою (ринковою, справедливою) вартістю активів (як матеріальних, так і нематеріальних) та поточною вартістю зобов'язань (як відображених у фінансовій звітності, так і умовних) [6, с. 395]. Метод, як зазначає Б. Тек (B. Task) [10], порівняно з попередніми дозволяє більш точно оцінити вартість підприємства, поруч з тим, він є зрозумілим для користувачів. Крім цього, М. Дінкофф (M. Dinkoff) [1] зазначає, що перевагами методу вартості чистих активів є простота застосування та легкість отримання інформації. Однак з перевагами, переліченими цим автором, важко погодитися, оскільки метод передбачає необхідність переоцінки кожної статті Балансу, при цьому процедура оцінки є

досить складною та потребує наявності спеціальних знань. Представники консалтингової компанії «Patton&Associates, LLC», яка займається наданням послуг у сфері оцінки вартості підприємства, зазначають, що метод вартості чистих активів відображає лише різницю між активами та зобов'язаннями підприємства. Цей метод є цікавим лише в тому випадку, якщо необхідною є інформація щодо фінансового резерву, що доступний власнику. Він ігнорує вартість доходів, грошових потоків та є цінним лише в тому випадку, якщо результати, отримані внаслідок застосування методів доходного підходу, є меншими, ніж вартість чистих активів [5, с. 37]. Про недоліки методу вартості чистих активів зазначає також С. Шіллер (C. Sheeler) [8], зокрема він стверджує, що цей метод може застосовуватися для оцінки матеріаломістких підприємств, у той час, як його застосування для оцінки вартості підприємств у сфері торгівлі, послуг є невиправданим.

Метод власного ринкового матеріального капіталу є схожим з попереднім. Відповідно до цього методу вартість підприємства дорівнює власному капіталу плюс (мінус) вартість основних засобів при переоцінці за ринковою вартістю плюс (мінус) вартість ТМЦ при переоцінці за ринковою вартістю мінус сума безнадійної дебіторської заборгованості [11, с. 175]. Цей метод не позбавлений недоліків, притаманних методу вартості чистих активів.

Метод ліквідаційної вартості передбачає, що вартість підприємства визначається шляхом вирахування ліквідаційних витрат (витрат на виплату вихідної допомоги працівникам, витрат на сплату податків, інших ліквідаційних витрат) із скорегованої вартості чистих активів [2, с. 8]. Метод може застосовуватися лише в обмежених випадках, зокрема при ліквідації підприємства. Результати, отримані при його застосуванні, відображають мінімальну вартість суб'єкта господарювання, яка значною мірою залежатиме від причин ліквідації та швидкості її здійснення.

Крім вищезгаданих недоліків методів оцінки вартості підприємства, спільним для методів балансової вартості, вартості заміщення, вартості чистих активів та ліквідаційної вартості, як показують дослідження П. Фернандеза (P. Fernandez), є наступне: статичність, неврахування потенціалу зростання підприємства, неврахування вартості грошей у часі, ситуації в галузі, вартості людського капіталу, вартості, яка створюється за рахунок організаційних чинників [2, с. 6]. Не позбавлені цих недоліків і методи, які виділяються Н. Симіоною [11].

У зв'язку з тим, що при застосуванні методу вартості чистих активів та методу ліквідаційної вартості вартість нематеріальних активів може бути недооціненою, окрема група англомовних вчених, зокрема Ш. Прат [7] (Sh. Prat), М. Песчелл (M. Paschall) [4], Г. Шройдер [9] (H. Schroeder) у межах витратного підходу до оцінки вартості підприємства виділяє також метод надприбутків (Excess Earnings Method). Цей метод передбачає одночасне визначення вартості всіх нематеріальних активів підприємства як єдиної групи, шляхом капіталізації прибутку отриманого понад звичайну норму, яка, як вважається, генерується матеріальними активами, та визначення вартості підприємства шляхом додавання капіталізованої вартості нематеріальних активів до вартості матеріальних активів [7, с. 88].

Незважаючи на те, що метод надприбутків дозволяє врахувати при оцінці вартості підприємства вартість нематеріальних активів, йому притаманна низка недоліків. Зокрема, як зазначає М. Песчел (M. Paschall): «метод надприбутку легко зрозуміти, однак це не означає, що цей метод є точним, його ключова проблема полягає у великій кількості суб'єктивних оцінок, що пов'язано з нормалізацією звітності, розрахунком «нормального» прибутку та ставки капіталізації нематеріальних активів» [4, с. 1-2]. Крім цього, Г. Шройдер (H. Schroider) [9] стверджує, що метод може використовуватися лише в тому випадку, якщо підприємство генерує прибуток, розмір якого перевищує середньогалузевий, у протилежному випадку – вартість нематеріальних активів матиме від'ємне значення.

Зважаючи на вищезазначені недоліки, використання методу може призвести до отримання неточних оцінок, тому він може бути застосованим тільки в останню чергу, за відсутності даних, необхідних для застосування інших методів.

Аналізуючи доцільність застосування витратного підходу для оцінки вартості підприємства, перш за все, варто зазначити, що методи цього підходу, а саме: метод балансової вартості, метод вартості чистих активів та метод ліквідаційної вартості дають можливість отримати інформацію лише про матеріальну складову вартості підприємства – фізичний та фінансовий капітал та частину нематеріальної – інтелектуальну власність, тоді як інші частини нематеріальної складової вартості суб'єкта господарювання – людський, соціальний, інший організаційний, зовнішній капітал залишаються недооціненими. При цьому, метод балансової вартості передбачає оцінку активів підприємства за сумою витрат, понесених на їх придбання (створення) – історичною собівартістю, що значно обмежує корисність отриманих результатів оцінки. Методи власного балансового матеріального капіталу та власного ринкового матеріального капіталу взагалі не враховують нематеріальної складової вартості підприємства. Метод надприбутків передбачає оцінку нематеріальної складової вартості шляхом капіталізації прибутку, розмір якого перевищує середньогалузеве значення, однак значний вплив суб'єктивних факторів та складність отримання необхідної інформації призводять до зниження достовірності результатів оцінки, що значно обмежує його застосування. Метод ліквідаційної вартості застосовується лише в обмежених випадках, а саме - при ліквідації підприємства. Отже, витратний підхід до оцінки вартості підприємства може застосовуватися винятково для оцінки її матеріальної складової та частини нематеріальної, а саме – інтелектуальної власності.

Для оцінки вартості підприємства шляхом застосування методу вартості чистих активів, необхідною є інформація стосовно ринкової вартості всіх активів та зобов'язань підприємства. При цьому потрібно враховувати, що облік переважно більшої частини активів, у першу чергу - необоротних, ведеться за первісною вартістю, яка є сумою витрат, понесених на їх придбання, виготовлення, створення, і хоча не виключена можливість переоцінки, реалізація цього завдання є досить трудомістким процесом, а оцінка окремих активів, таких, наприклад, як нерухомість, машини, обладнання, інші основні

засоби, здійснюється за досить складними методиками, тому взагалі не можлива без наявності спеціальних знань, що може передбачати необхідність залучення експертів, що є додатковими витратами для підприємства.

У такому випадку, враховуючи те, що за умови вартісно-орієнтованого управління інформація щодо вартості підприємства необхідна для стратегічного планування, прийняття окремих рішень, визначення факторів, які впливають на вартість, а також для оцінки ефективності роботи управлінського персоналу, постає питання економічної доцільності та обґрунтованості витрат, понесених на її підготовку, тобто чи перевищать вигоди, які можуть бути отримані від використання одержаної інформації.

При цьому, оцінюючи потенційні вигоди, потрібно враховувати, що трудомісткість витратного підходу, що викликана складністю визначення вартості окремих активів та необхідністю аналізу великого обсягу аналітичної інформації, зумовлює неможливість швидкого отримання результатів, що є особливо важливим у тому випадку, якщо оцінка проводиться не з метою визначення ціни купівлі або продажу підприємства, а з метою прийняття певних глобальних рішень. Однак, незважаючи на цілу низку недоліків, використання методів цього підходу є доцільним у комплексі з методами інших підходів з метою підвищення точності результатів оцінки.

Можна зробити висновок, що методи витратного підходу дають можливість оцінити матеріальну складову вартості підприємства – фізичний, фінансовий капітал та лише частину нематеріальної, а саме – інтелектуальну власність, у той час, як інші складові: людський, соціальний, інший організаційний та зовнішній капітал, залишаються недооціненими. Метод надприбутків дозволяє оцінити вартість інтелектуального капіталу підприємства шляхом капіталізації частини прибутку, що перевищує середньогалузеве значення, однак наявність значної кількості коригувань та суб'єктивних оцінок значно знижують точність отриманих результатів.

У ході здійсненого дослідження визначено, що з метою мінімізації недоліків вищезгаданих методів оцінки вартості підприємства можуть застосовуватися методи інтегрованого підходу, які поєднують переваги методів витратного та доходного підходів, а саме дозволяють безпосередньо оцінити вартість матеріальної складової вартості підприємства та частини нематеріальної – інтелектуальної власності, а інші складові нематеріальної складової – з огляду на здатність підприємства створювати додану вартість. Найбільш пріоритетною до застосування вважаємо модель оцінки вартості підприємства на основі EVA. При цьому з метою підвищення точності результатів оцінки вартості підприємства при виборі методів повинні враховуватися специфіка оцінюваного об'єкта, цілі проведення оцінки та наявність необхідної інформації, а також тенденції підприємства щодо формування відповідних складових його вартості через забезпечення інтересів груп заінтересованих осіб, що мають переважно антагоністичний характер. У зв'язку з цим необхідною є заміна підходу до облікового забезпечення реалізації вартісно-орієнтованого підходу до управління.

Список літератури

1. Dinkhoff, M. *Business Valuation of Tesco: Calculation of Different Valuation Methods and Presentation of Differences Between Them* [Електронний ресурс] / М. Dinkhoff. – Seminar Paper, 2007. – 52 p.
2. Fernandez, P. *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuation* / P. Fernandez. – IESE Working Paper No 449. – 2007. – pp.1-33.
3. Lovewell, K. *How much is your business worth: valuations based on assets versus cash flow* [Електронний ресурс] / K. Lovewell. – Режим доступу: <http://anthillonline.com/how-much-is-your-business-worth-valuations-based-on-assets-versus-cash-flow-part-2-of-3/>
4. Paschall, M. *Kick the Habit: The Excess Earnings Method Must Go* / M. Paschall // *The Quarterly Journal of Business Valuation Committee of the American Society of Appraisers*. – 2001. – Vol.21. – No. 3. – pp.1-5.
5. Patton&Associates, LLC *Conclusion of Value* [Електронний ресурс]. – 2009. – pp. 1-60. – Режим доступу: <http://www.pattonvaluations.com/bizvaldocs/SampleAutoParts.pdf>
6. Pratt, S. *Valuing a Business The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* / S. Pratt, A. Niculita. – [fifth edition]. – McGraw-Hill, 2008. – 923 p.
7. Pratt, S. *Business Valuation Body of Knowledge Exam Review and Professional Reference* / S. Pratt. – [second edition]. – 2003. – 362 p.
8. Sheeler, C. *Business Valuation* [Електронний ресурс] / C. Sheeler. – pp. 691-775. – Режим доступу: <http://www.naepc.org/journal/issue07f.pdf>
9. Shroider, H. *In Support of Excess Earnings Method or Not* [Електронний ресурс] / H. Shroider. – Режим доступу: <http://www.bearval.com>
10. Tack, B. *Valuation Methods for Midsize Companies ... Taking out the Guesswork* [Електронний ресурс] / B. Tack // *Cogent Valuation*. – pp.1-10. – Режим доступу: <http://www.cogentvaluation.com/pdf/ValuationMethodsforMidsizeCompanies.pdf>
11. Симионова, Н. *Оценка бизнеса: теория и практика* / Н. Симионова, Р. Симионов. – Ростов н/Д.: «Феникс», 2007. – 576 с.

РЕЗЮМЕ

Лаговская Елена

Оценка стоимости организации: анализ подходов и методов

Проведен критический анализ существующих подходов и методов оценки стоимости организации как одного из под этапов реализации стоимостно-ориентированного подхода к управлению и определены направления устранения идентифицированных проблем.

RESUME

Lagov's'ka Olena

Evaluation of the cost of the organization: analysis of approaches and methods

Critical analysis of the existing approaches and methods of evaluating company's value in the context of one of the sub stages of the value-based management has been carried out. The directions of eliminating the identified problems have been determined.

Стаття надійшла до редакції 16.04.2012 р.