

Олена Олександрівна ПЛАХОТНИК

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри економіки та організації виробництва,
Дніпровський державний технічний університет
E-mail: plahotnik_elena@ua.fm

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ВАРТІСНОЇ ОЦІНКИ МАЙНА ПІДПРИЄМСТВ

Плахотник О. О. Концептуальні основи вартісної оцінки майна підприємств. *Економічний аналіз*. Тернопіль, 2018. Том 28. № 4. С. 235-244.

Анотація

Вступ. *Об'єктом дослідження є методи оцінки вартості підприємств. Одним з найбільш проблемних місць їх формування є недостатня методологічна адаптація сучасних підходів до ринкових умов господарювання й концепцій управління, що використовуються на підприємствах.*

Мета.

Метод. *У процесі дослідження використовувалися теоретико – методологічні та економіко-математичні методи, спрямовані на розробку концепції вартісної оцінки майна підприємства.*

Результати. *У статті на основі аналізу підходів вчених до вивчення принципів та методів функціонування суб'єктів господарювання, зміни їх форм власності визначено сутність поняття вартості підприємства. Розглянуто її види, методи оцінки й визначено підходи до їх вдосконалення. Це дозволило розробити концептуальні основи оцінки вартості підприємства, що є сукупністю принципів, мети і завдань оцінки, підходів до оцінки вартості, етапів їх реалізації, механізмів й критерію досягнення поставленої мети. У зіставленні з аналогічними відомими підходами до оцінки майнового становища підприємства запропонована концепція забезпечує такі переваги, як системний підхід, стратегічна спрямованість, адаптивність й динамізм.*

Ключові слова: *майнова відповідальність; підприємства; господарські комплекси; вартість; акціонерний капітал; дивідендні виплати.*

Olena Oleksandrivna PLAKHOTNIK

Doctor of Sciences (Economics),
Professor,
Head,
Department of Economy and Organization of Production,
Dnipro State Technical University
E-mail: plahotnik_elena@ua.fm

CONCEPTUAL BASES OF EVALUATION OF PROPERTY OF ENTERPRISES

Abstract

The methods of value assessing of the enterprises have become the object of research. The lack of methodological adaptation of existing approaches to market conditions of management and management concepts, which are used in the enterprises, is one of the most problematic aspects of their formation. In the course of the research, theoretical and methodological and economical and mathematical methods have been used. They aim to develop the concept of valuation of the property of the enterprise. The essence of the concept of the value of the enterprise is determined on the basis of the results of the analysis of the study of the principles and methods of functioning of economic entities, changes in their forms of ownership. Its kinds, methods of estimation and approaches to their improvement are defined. It allowed developing conceptual bases for assessing the value of an enterprise, which is a set of principles, goals and objectives of evaluation, approaches to valuing costs, stages of their implementation, mechanisms and criteria for achieving the goal. In comparison with similar well-known approaches to assessing the company's property position, the concept, which provides such benefits as system approach, strategic orientation, adaptability and dynamism, is proposed.

Keywords: *property liability; enterprises; economic complexes; cost; share capital; dividend payments.*

Вступ

Серед найбільш усталених понять економіки і права важливе місце займають майно і власність, з якими тісно пов'язаний розвиток суспільства. Майно виступає матеріальною базою при утворенні юридичної особи, є одним з основних ознак його ідентифікації на основі наявності відокремленого майна й самостійної майнової відповідальності та забезпечує процес безперервного функціонування.

Сучасна економіка України характеризується поступовим перетворенням принципів і методів функціонування суб'єктів господарювання, зміною їх форм власності, структурною та інвестиційною перебудовою господарського комплексу, розвитком корпоративних відносин та інтеграцією у світовий економічний простір. У цьому зв'язку особливої актуальності набувають питання оцінки вартості підприємства як одного з основних завдань функціонування суб'єктів господарювання в умовах ринкової економіки та активізації інтеграційних процесів.

Актуальність цієї проблематики обумовлена її новизною щодо вітчизняних підприємств і значенням для сталого підвищення ефективності результатів їх діяльності. Крім того, інвестиційні потреби виробників неможливо задовольнити без залучення значних зовнішніх ресурсів, що вимагає формування дієвого внутрішньогосподарського механізму підвищення вартості капіталовкладень і на цій основі формування ефективних підходів до оцінки вартості підприємства в умовах ринкової економіки.

Методологічні та прикладні засади оцінки вартості підприємства постійно знаходяться в полі зору вітчизняних та іноземних вчених-економістів й практиків. Розвиток корпоративних відносин і необхідність узгодження інтересів всіх зацікавлених у них осіб зумовили появу досліджень з питань пошуку ефективних форм і методів збільшення капіталу акціонерів.

Сучасний стан національної системи макроекономічного та внутрішньогосподарського управління не дозволяє автоматично використовувати розробки закордонних фахівців в області оцінки вартості підприємства, оскільки вони базуються на сформованих корпоративних і фінансових відносинах. Це і зумовило вибір саме такого напрямку наукового дослідження.

Мета статті

Мета статті – розробка на основі системного підходу концептуальних основ оцінки вартості майна підприємства, реалізація яких дозволить забезпечити прибутковість вкладеного капіталу і підвищити добробут власників підприємства.

Виклад основного матеріалу дослідження

Вартість є фундаментальною економічною категорією, яка постійно перебуває в полі зору теоретиків і виступає предметом наукових дискусій. Більшість вчених – економістів вважають її основою, навколо якої відбувається формування цін на різних ринках. Водночас природа вартості представниками різних економічних шкіл трактується неоднозначно.

Вартість базується на видатковій, результуючій та дуалістичній концепціях. Видаткова концепція вартості передбачає визначення вартості з огляду на витрати на виробництво. Її представниками є А. Сміт, Д. Рікардо, У. Петті, Р. Торренс та ін. [1; 2; 3]. На відміну від прихильників видаткової концепції, представники результуючої трактують вартість, виходячи з оцінок споживачами властивостей товарів, і пов'язують її створення з споживачами (Г. Госсен, У. Джевонс, К. Менгер та ін.) [3; 4; 5]. Дуалістична концепція вартості становить синтез двох попередніх концепцій (М. Туган-Барановський, Б. Кларк, Ф. Найт) [4; 5].

Що стосується досліджень сутності вартості підприємства, то на сьогодні в економічній літературі відсутні комплексні підходи до визначення цієї категорії. При цьому кожен вчений базувався на видатковій, результуючій та дуалістичній концепції вартості. Так Сірко А. зазначає, що вартість підприємства характеризує грошові відносини між покупцями й продавцями та відображає ставлення ринку до вигоди від володіння ним [6]. Ціна виступає похідною від вартості, вона також, як і вартість, вказує на грошові відносини, але тільки на ті, які приписуються підприємству конкретними покупцями й продавцями. Оскільки останні мають характерні фінансові можливості, мотиви або особисті інтереси, ціна може не відповідати поглядам ринку на вигоди від володіння, тобто не збігатися з вартістю.

Максимов С. визначає вартість підприємства, виходячи із суб'єктивної поведінки людей, перш за все власників підприємства, а також усіх зацікавлених осіб [7]. Григор'єв В., Федотова М. під вартістю підприємства розуміють величину валюти балансу, сформовану на певну дату [8].

Островська Г. трактує вартість як виражений у грошових одиницях визнаний еквівалент; ймовірнісну величину, що визначається розрахунковим шляхом на основі прогнозування подій на конкретний момент часу через оцінку критеріїв цінності та значущості [9].

Шклярук С., Мендрул О. вважають, що вартість підприємства формується під впливом попиту та

пропозиції на акції підприємства. Таким чином, вартість підприємства є ринковою ціною акції, помноженою на їх кількість [10].

На сьогодні класифікація вартості, надана Міжнародними стандартами оцінки, знайшла загальне визнання серед вітчизняних та іноземних фахівців [11]. Вибір методу оцінки вартості майна підприємства визначається його господарськими інтересами в конкретний момент часу і повинен відповідати чинній концепції управління (табл. 1).

Таблиця 1. Найбільш поширені методи оцінки, рекомендовані міжнародними стандартами обліку

Методи оцінки	Характеристика
Історична вартість (фактична вартість придбання)	Активи відображаються за сумою сплачених за них коштів або їх еквівалентів або за справедливою вартістю, запропонованою за них на момент їх придбання. Зобов'язання відображаються за сумою виручки, отриманої в обмін на боргове зобов'язання.
Поточна вартість (відновна)	Активи відображаються за сумою грошових коштів або їх еквівалентів, яка була б сплачена в разі придбання такого ж еквівалентного активу в певний момент. Зобов'язання відображаються за недисконтованою сумою грошових коштів або їх еквівалентів, яка була необхідна для погашення зобов'язань у певний момент.
Вартість реалізації (погашення)	Активи відображаються за сумою грошових коштів або їх еквівалентів, яку можна було б отримати в певний момент шляхом реалізації активу в нормальних умовах. Зобов'язання відображаються за вартістю їх погашення, тобто за недисконтованою сумою грошових коштів або їх еквівалентів, яка, як очікується, буде сплачена для погашення зобов'язань під час звичайної діяльності підприємства.
Справжня вартість (поточна дисконтована вартість)	Активи відображаються за дисконтованою вартістю майбутнього чистого надходження грошових коштів, які, як передбачається, будуть створюватися певним активом під час звичайної діяльності підприємства. Зобов'язання відображаються за дисконтованою вартістю майбутнього чистого вибуття грошових коштів, які, як передбачається, будуть потрібні для погашення зобов'язань під час звичайної діяльності підприємства.
Справедлива вартість	Сума грошових коштів, достатня для придбання активів або виконання зобов'язання при здійсненні угоди між добре обізнаними, зацікавленими та незалежними сторонами.

Найчастіше як основа оцінки підприємства береться історична вартість, що відповідає концепції діючого підприємства. Якщо ж виходити з концепції ліквідації підприємства, то оцінку слід проводити за поточною вартістю.

Таким чином, під вартістю підприємства будемо розуміти фактичну вартість майна підприємства, скориговану з урахуванням впливу факторів зовнішнього середовища (ринкової кон'юнктури, інвестиційної привабливості, мотивів покупців і продавців та ін.).

З огляду на той факт, що вартість підприємства формується під впливом попиту та пропозиції, виникає необхідність вивчення власників підприємства залежно від їх інтересів, величини пакета акцій, часу володіння ним та обраної формою зростання вартості своєї власності. Міноритарні акціонери вкладають свої кошти на незначний термін, розраховують на дивіденди, а також схильні продавати свої акції при перших ознаках зростання курсу (форма доходу) або його падіння (заради збереження власності). Стратегічні інвестори, що володіють контрольними пакетами акцій, орієнтуються на необмежене володіння ними, меншою мірою схильні до ліквідності, а збільшення вартості пов'язують як зі зростанням курсу акцій і розміру дивідендів у довгостроковій перспективі, так і з поточними недивідендними виплатами, які вони можуть забезпечити, контролюючи діяльність підприємств. Інституційні інвестори, що вкладають кошти на порівняно тривалий термін і мають значні, але не контрольні пакети акцій, зацікавлені в безпеці капіталовкладень і можливості їх вилучення в середньо- або довгостроковій перспективі. Тому вони орієнтуються не на швидке, а радше на істотне збільшення вартості своїх акцій за вказаний термін на ринку. В ідеальному випадку вартість підприємства повинна узгоджувати інтереси всіх власників.

Максимізація ринкової вартості власності, бізнесу або майна підприємства, компанії повинна забезпечити зростання доходів акціонерів і вартості акціонерного капіталу. Це знайшло відображення в нормативних документах на міжнародному й національному рівнях:

1. Глобальні принципи голосування по акціях (ICGN Global Share Voting Principles).
2. Підхід міжнародної мережі корпоративного управління щодо принципів Організації Економічного Співробітництва та Розвитку (ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles), де

підкреслюється, що «мета полягає в полегшенні міжнародного діалогу стосовно шляхів зміцнення підзвітності товариств їхнім власникам з метою збільшення вартості акціонерного капіталу».

3. Німецький кодекс корпоративного управління (German Code of Corporate Governance), в якому зазначається, що «метою керівництва компанії є безперервне збільшення вартості компанії. Вартість компанії вимірюється відповідно до її здібностей виконати вимоги, поставлені перед нею групами зацікавлених сторін».

4. Принципи корпоративного управління, затверджені комісією з цінних паперів та фондового ринку України, що визначають мету суспільства необхідністю «максимізації добробуту акціонерів за рахунок зростання ринкової вартості акцій товариства, а також отримання акціонерами дивідендів».

Сучасний стан національної системи макроекономічного та внутрішньогосподарського управління не дозволяє автоматично використовувати розробки закордонних фахівців в області оцінки вартості підприємства, оскільки вони базуються на сформованих корпоративних і фінансових відносинах. Тому виникла необхідність розробки концептуальних основ оцінки вартості майна підприємства, адаптованої до національних умов господарювання.

Концептуальні засади оцінки вартості підприємства становитимуть сукупність принципів, мети і завдань оцінки, підходів до оцінки вартості, етапів їх реалізації, механізмів і критерію досягнення поставленої мети, що схематично зображено на рис. 1.

Оцінка вартості підприємства (бізнесу) або його елементів повинна базуватися на певних економічних принципах.

1. Принцип відповідності попиту й пропозиції. Ціни стабільні тоді, коли між попитом і пропозицією на ринку встановлюється відповідність. Наявність дефіциту, тобто перевищення попиту над пропозицією, підвищує ціну.

2. Принцип конкуренції. Конкуренція зрівнює прибутковість інвестицій. Коли прибутки на ринку перевищують рівень, необхідний для оплати факторів виробництва, на цьому ринку загострюється конкуренція, що веде до зниження рівня доходів.

3. Принцип залежності від зовнішнього середовища. Вартість об'єкта залежить від зовнішнього оточення і впливає на вартість інших пов'язаних з ним об'єктів.

4. Принцип зміни вартості. Вартість об'єктів оцінки, як правило, не залишається незмінною протягом часу. Оцінка повинна містити вказівку на дату її проведення.

5. Принцип заміщення. Максимальна вартість об'єкта оцінки визначається найменшою ціною, за якою може бути придбаний інший об'єкт з еквівалентною корисністю.

6. Принцип збалансованості. Максимальний дохід від підприємства можна отримати при дотриманні оптимальних величин факторів виробництва (землі, робочої сили, капіталу та управління) та їх взаємозв'язку.

7. Принцип вкладу. Додавання будь-яких елементів до об'єкта оцінки виправдано лише тоді, коли приріст його вартості, що отримується, перевищує витрати на придбання цих елементів.

8. Принцип найбільш ефективного використання. Повинно забезпечуватися таке використання об'єкта власності, яке з усіх можливих, фізично здійснених, фінансово прийнятних і законодавчо дозволених варіантів буде забезпечувати об'єкту максимальну поточну вартість на дату оцінки.

9. Принцип відповідності. Підприємство повинно відповідати потребам і очікуванням ринку. Підприємства, які не відповідають вимогам ринку за оснащеністю виробництва, технології, прибутковості і т. п., оцінюються нижче середнього рівня.

10. Принцип очікування. У процесі оцінки встановлюється поточна вартість доходів або інших вигод, які можуть бути отримані в майбутньому від володіння власністю.

Основною метою концепції оцінки вартості підприємства є збалансованість інтересів сторін, зацікавлених в оцінці підприємства з метою покупки, продажу, застави, поділу тощо.

Як основні завдання оцінки вартості підприємства слід назвати:

- аналіз фінансового стану підприємства;
- формування стратегії розвитку підприємства;
- вибір напрямків мінімізації ризиків виробничо-господарської діяльності підприємства;
- оцінку ефективності інвестиційних проектів;
- формування оперативних і тактичних планів розвитку підприємства і т. п.

При оцінці вартості підприємства та його елементів необхідно використовувати такі підходи: витратний, ринковий (аналоговий) і прибутковий.

Оцінка вартості підприємства (бізнесу) або його елементів повинна базуватися на певних економічних принципах.

1. Принцип відповідності попиту й пропозиції. Ціни стабільні тоді, коли між попитом і пропозицією на ринку встановлюється відповідність. Наявність дефіциту, тобто перевищення попиту над пропозицією, підвищує ціну.

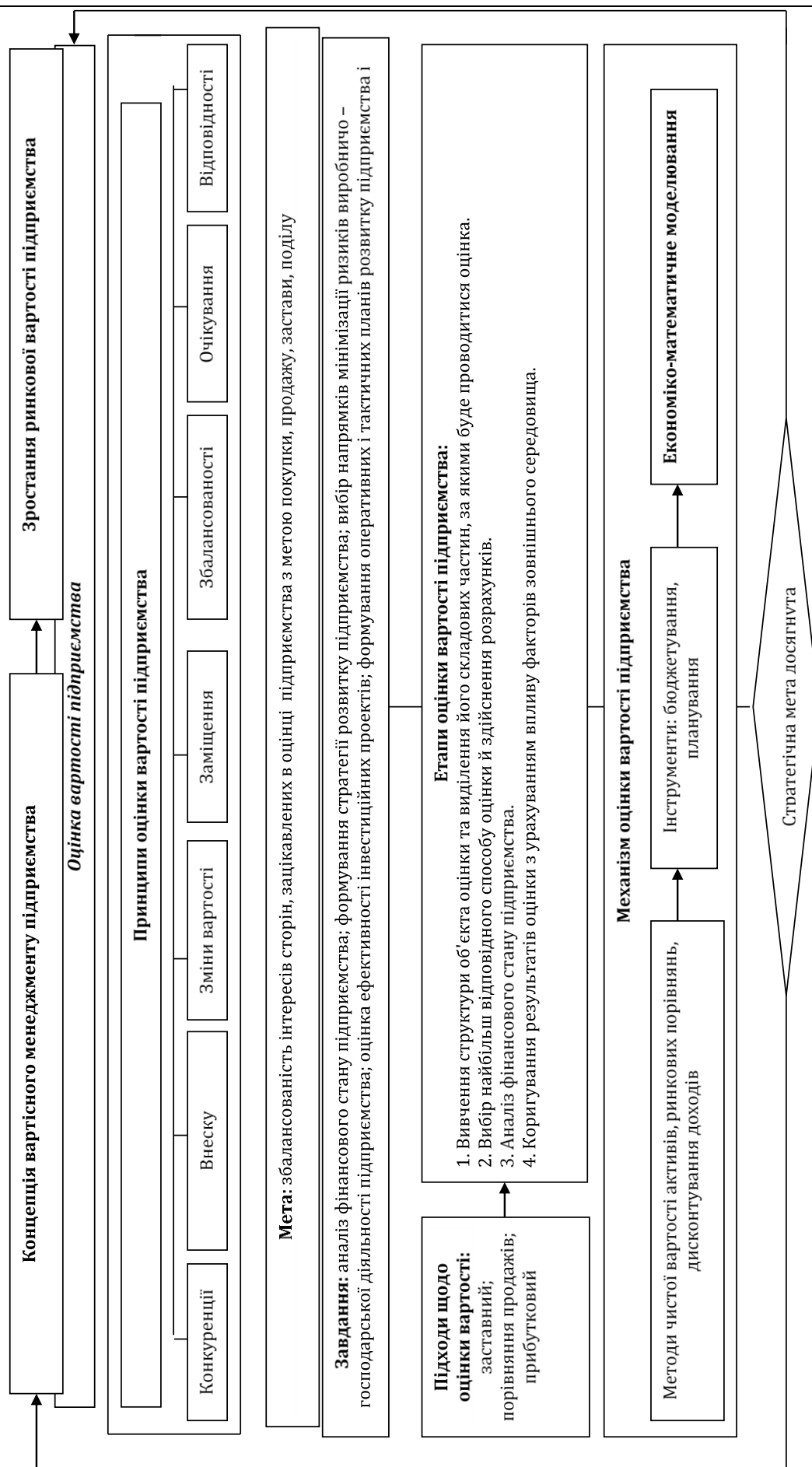


Рис. 1. Концептуальні основи оцінки вартості підприємства в умовах ринкової економіки.

2. Принцип конкуренції. Конкуренція зрівнює прибутковість інвестицій. Коли прибутки на ринку перевищують рівень, необхідний для оплати факторів виробництва, на цьому ринку загострюється конкуренція, що веде до зниження рівня доходів.

3. Принцип залежності від зовнішнього середовища. Вартість об'єкта залежить від зовнішнього оточення і впливає на вартість інших пов'язаних з ним об'єктів.

4. Принцип зміни вартості. Вартість об'єктів оцінки, як правило, не залишається незмінною протягом часу. Оцінка повинна містити вказівку на дату її проведення.

5. Принцип заміщення. Максимальна вартість об'єкта оцінки визначається найменшою ціною, за якою може бути придбаний інший об'єкт з еквівалентною корисністю.

6. Принцип збалансованості. Максимальний дохід від підприємства можна отримати при дотриманні оптимальних величин факторів виробництва (землі, робочої сили, капіталу та управління) та їх взаємозв'язку.

7. Принцип вкладу. Додавання будь-яких елементів до об'єкта оцінки виправдано лише тоді, коли приріст його вартості, що отримується, перевищує витрати на придбання цих елементів.

8. Принцип найбільш ефективного використання. Повинно забезпечуватися таке використання об'єкта власності, яке з усіх можливих, фізично здійснених, фінансово прийнятних і законодавчо дозволених варіантів буде забезпечувати об'єкту максимальну поточну вартість на дату оцінки.

9. Принцип відповідності. Підприємство повинно відповідати потребам і очікуванням ринку. Підприємства, які не відповідають вимогам ринку за оснащеністю виробництва, технології, прибутковості і т. п., оцінюються нижче середнього рівня.

10. Принцип очікування. У процесі оцінки встановлюється поточна вартість доходів або інших вигод, які можуть бути отримані в майбутньому від володіння власністю.

Основною метою концепції оцінки вартості підприємства є збалансованість інтересів сторін, зацікавлених в оцінці підприємства з метою покупки, продажу, застави, поділу тощо.

Як основні завдання оцінки вартості підприємства слід назвати:

- аналіз фінансового стану підприємства;
- формування стратегії розвитку підприємства;
- вибір напрямків мінімізації ризиків виробничо-господарської діяльності підприємства;
- оцінку ефективності інвестиційних проектів;
- формування оперативних і тактичних планів розвитку підприємства і т. п.

При оцінці вартості підприємства та його елементів необхідно використовувати такі підходи: витратний, ринковий (аналоговий) і прибутковий.

Головна ознака витратного підходу – це поелементна оцінка об'єкта. Загальну вартість об'єкта отримують підсумовуванням вартості всіх його елементів. Застосування витратного методу дає песимістичну оцінку об'єкта, проте в умовах, коли фондовий ринок ще не сформований, а ринкова інформація відсутня, цей підхід часто виявляється єдиною можливим. Реалізація витратного підходу складається з чотирьох етапів:

1. Аналіз структури об'єкта оцінки і виокремлення його складових частин, за якими буде проводитися оцінка.

2. Вибір найбільш відповідного способу для кожного елемента об'єкта оцінки та здійснення розрахунків.

3. Оцінка накопиченого зношення елементів об'єкта оцінки.

4. Розрахунок залишкової вартості елементів і сумарна оцінка вартості всього об'єкта.

При цьому накопичене зношення визначається як зменшення відновлювальної вартості, яке може відбуватися в результаті фізичного руйнування, морального й зовнішнього старіння.

Ринковий (аналоговий підхід) заснований на зіставленні оцінюваного об'єкта з аналогами, ринкова ціна яких відома, та має наступну послідовність.

1. Вивчення ринку і збір інформації за операціями з об'єктами-аналогами.

2. Перевірка достовірності отриманої інформації.

3. Зіставлення об'єкта, що підлягає оцінці, з кожним аналогом і виявлення відмінностей за переданими майновими правами, умовами фінансування, умовами продажу, датою продажу, споживчими характеристиками, місцем розташування, наявністю додаткових елементів.

4. Розрахунок вартості об'єкта шляхом коригування цін аналогів. При цьому можуть використовуватися:

- оцінка вартості додаткових елементів (наприклад, допоміжних споруд до будівель та ін.);
 - підвищувальні та знижувальні коефіцієнти, що використовуються для коригування впливу функціональних, споживчих та інших відмінностей між об'єктами;
 - питомі показники (наприклад, на 1 м² загальної площі будівлі) для розрахунку вартості, в разі, якщо об'єкти, які зіставляються, подібні функціонально, однак розрізняються за розміром і потужністю;
-

-
- мультиплікатори, що становлять співвідношення ціни об'єкта до щорічного доходу від об'єкта (наприклад, відношення ринкової ціни акції підприємства до доходу на акцію). При оцінці застосовують кілька мультиплікаторів за різними аналогами. Вартість об'єкта, що оцінюється, отримують перемноженням проєктованого щорічного доходу на усереднену величину мультиплікатора;
 - кореляційні моделі, що встановлюють залежність ціни об'єкта від невеликого числа факторів. При цьому необхідно мати достатню кількість об'єктів-аналогів, що дозволяє здійснити статистичну обробку інформації.

Прибутковий підхід ґрунтується на розрахунку майбутніх надходжень від експлуатації об'єкта оцінки й визначенні їх поточної вартості. При реалізації цього методу експлуатація об'єкта оцінки розглядається як проєкт, ефективність якого визначається за допомогою методів оцінки ефективності інвестиційних проєктів. Для розрахунку вартості об'єкта використовується показник чистого дисконтованого доходу. Норма дисконту в цьому випадку може визначатися за допомогою моделі оцінки капітальних активів.

Реалізація розглянутих підходів до оцінки вартості підприємства повинна базуватися на певному механізмі, основу якого становитимуть методи оцінки: чистої вартості активів, ринкових порівнянь і прибутковий.

Метод чистої вартості активів дозволяє визначити вартість підприємства як суму цін реалізації (або відновлення) активів підприємства за вирахуванням суми зобов'язань. Цей метод спирається на витратний підхід. При цьому виходять з того, що ринкова вартість підприємства (і відповідно – його акцій) визначається насамперед тим, наскільки велика майнова цінність його активів. Тому визначальне значення тут має поелементний розрахунок вартості власних активів підприємства станом на дату оцінки. Метод чистої вартості активів у зіставленні з іншими методами дає найбільш песимістичну оцінку, незалежну від ринкової кон'юнктури, але вимагає великої аналітичної роботи зі звітними документами підприємства.

Метод ринкових зіставлень є загальним способом визначення оціночної вартості підприємства, часткою в капіталі підприємства і цінних паперів, емітованих підприємством, заснованим на зіставленні певного підприємства з аналогічними компаніями, частками в їх капіталі і цінними паперами, які були реально продані на ринку.

Компанія, що використовується для зіставлення з підприємством, яке підлягає оцінці, повинна бути надійною базою для зіставлення за інвестиційними характеристиками. Безпосереднє визначення величини вартості підприємства, що оцінюється, проводиться на основі застосування до нього одного або декількох оціночних коефіцієнтів-мультиплікаторів, розрахованих за даними відповідних компаній та які в загальному вигляді є відношенням фактичної ціни продажу компанії до одного з її фінансових показників.

Використовуючи різні мультиплікатори, отримують кілька значень поточної вартості підприємства. Як кінцевий результат беруть зазвичай середнє значення. Надійність розрахунків значно підвищується, якщо вдається підібрати не одне, а кілька аналогічних підприємств і шляхом зіставлення з кожним з них отримують декілька оцінок вартості підприємства, з яких на основі аналізу вибирають найбільш прийнятну величину.

У межах дохідного підходу можливе застосування методу капіталізації доходу (прибутку) або методу дисконтування майбутніх доходів (прибутків). Метод дисконтування майбутніх доходів заснований на оцінці доходів у майбутньому для кожного з декількох часових проміжків. Ці доходи перераховуються у вартість за допомогою ставки дисконтування. Очікувані доходи розраховуються з урахуванням ретроспективних даних про діяльність підприємства, його частки на відповідному ринку, перспектив розвитку галузі загалом і безпосередніх конкурентів, а також загальноекономічних показників.

При перерахунку прогнозних доходів у вартість підприємства враховуються передбачувані темпи зростання, час і періодичність отримання доходів, відносний ризик неотримання цих доходів, а також вартість грошей у часі. При визначенні величини коефіцієнта капіталізації та ставки дисконту слід керуватися такими показниками, як середньоринкові ставки відсотка по кредитах, ставки доходу по безризиковим вкладенням, що очікуються інвесторами, ставки доходу за альтернативними інвестиціями.

Розглянуті методи оцінки вартості підприємств зумовлюють вибір відповідних інструментів, основними з яких будуть бюджетування, планування й економіко-математичне моделювання.

Особливістю застосування сучасних методів оцінки вартості підприємств є орієнтація її на використання ринкових цін на аналогічні підприємства (їх акцій).

Методика оцінки вартості підприємств у сучасних умовах передбачає використання галузевих співвідношень, наведених щодо ринку капіталів і угод про купівлю-продаж аналогічних об'єктів. Галузеві співвідношення базуються на існуванні залежності між вартістю підприємства та певними показниками його фінансово-господарської діяльності. Вони визначаються за результатами

кореляційно-регресійного аналізу, проведеного на базі статистичних даних про продаж підприємств різних областей. Таким чином, проблеми оцінки вартості зводяться до: вибору підприємств – аналогів; вибору й розрахунку оціночних мультиплікаторів; застосування оціночних мультиплікаторів до оцінюваного об'єкта (підприємства або акцій).

Відбір підприємств-аналогів, на наш погляд, доцільно здійснювати шляхом двокрокової ітерації. По-перше, необхідно виокремити максимально можливу кількість підприємств, подібних до оцінюваного. Ознаки зіставлення на цьому етапі є загальними, а саме: сфера діяльності, масштаб підприємств, фінансове становище, якість менеджменту. По-друге, здійснюється зменшення числа підприємств, які потрапили в початкову вибірку. Це викликано тим, що збір повнішої інформації, необхідної для розрахунку оціночних мультиплікаторів, викликає певні труднощі, пов'язані як з відсутністю, так і поганою (недостовірною) якістю інформації.

Зіставлення за сферою діяльності може передбачати функціональну, номенклатурну та асортиментну схожість. Оцінка фінансового стану дозволяє зіставити підприємства за допомогою показників майнового стану, фінансової стійкості, ліквідності активів, прибутковості та ділової активності.

Важливим напрямком оцінки виступає вибір й розрахунок оціночних мультиплікаторів, тобто показників, які зіставляють ціну акції (контрольного пакета або підприємства) з фінансовою базою:

$$M = \frac{P}{F}, \quad (1)$$

де M – оціночний мультиплікатор;

P – ціна об'єкта (акції, контрольного пакету акцій або підприємства);

F – показник фінансової бази.

Оціночні мультиплікатори слід поділяти на дві групи: у першій фінансовою базою виступають ресурсні показники, а друга оперує результуючими показниками.

Підхід до вибору показників фінансової бази обумовлений неокласичною теорією функціонування підприємства як «чорного ящика», що трансформує ресурси в результати. Основними оціночними мультиплікаторами, на наш погляд, повинні бути такі:

$$M_1 = \frac{P}{C}, \quad (2)$$

$$M_2 = \frac{P}{NA} \quad (3)$$

$$M_3 = \frac{P}{I} \quad (4)$$

$$M_4 = \frac{P}{CF} \quad (5)$$

$$M_5 = \frac{P}{P_r} \quad (6)$$

$$M_6 = \frac{P}{D} \quad (7)$$

де $M_1 \dots M_6$ - оціночні мультиплікатори; P – ціна; C – капітал; NA – чисті активи; I – чистий дохід; CF – грошовий потік; P_r – прибуток від звичайної діяльності; D – дивіденд.

Застосування одного мультиплікатора може супроводжуватися виконанням процедур розрахунку мультиплікатора за кожним з підприємств-аналогів, відкидання отриманих екстремальних значень, обчислення середнього значення мультиплікатора й оцінки вартості як добутку середнього значення мультиплікатора об'єктів-аналогів та фінансової бази об'єкта, що оцінюється:

$$V = M_{сер} \cdot F_1, \quad (8)$$

де V – вартість об'єкта, що оцінюється, визначена методом ринку капіталів (угод);

$M_{сер}$ – середнє значення мультиплікатора аналогів;

F_1 – фінансова база об'єкта – аналога.

Використання різних видів мультиплікаторів передбачає, що в результаті будуть отримані різні значення вартості. У цьому випадку можливі два варіанти підсумкової оцінки. Відповідно до першого – визначається середнє значення з усіх отриманих величин. Це відбувається, коли існує однакова довіра до

всіх мультиплікаторів.

Вартість об'єкта, що оцінюється, визначається таким чином:

$$V = \frac{V_1 + \dots + V_n}{n} \quad (\text{перший варіант}); \quad (9)$$

$$V = \frac{V_1 \cdot Y_1 + \dots + V_n \cdot Y_n}{n} \quad (\text{другий варіант}), \quad (10)$$

де $V_1 \dots V_n$ – вартість об'єкта, що оцінюється, отримана за допомогою n – го числа мультиплікаторів;

$Y_1 \dots Y_n$ – питома вага мультиплікаторів від 1 до n ($Y_1 + \dots + Y_n = 1$);

n – кількість мультиплікаторів.

Найбільш точні результати дають розрахунки вартості, що виходять із сукупності показників фінансової бази і вартості аналогів за допомогою регресійної моделі.

Величина вартості повинна бути скоригована залежно від методів розрахунку й конкретного стану підприємства, що оцінюється. Коригування проводиться шляхом внесення поправок, які є знижками або надбавками до вартості, якими слід визнати поправки на контроль, недостатню ліквідність, наявність активів, які не використовуються, наявність власного оборотного капіталу, потребу в капітальних вкладеннях і необхідність в інвестиціях у природоохоронну сферу.

Якщо в ході розрахунків використовувався метод ринку капіталів, а метою оцінки було визначення вартості підприємства як цілісного комплексу, то просте множення отриманої вартості однієї акції і кількості акцій не призведе до отримання справедливої вартості підприємства загалом. Це пов'язано з тим, що акції мають різноманітні властивості і вартість залежить від їх кількості. Тому необхідним є внесення поправок, пов'язане зі збільшенням вартості акцій при переході від вартості однієї акції до вартості всіх акцій підприємства. Можлива і зворотна процедура при проходженні від вартості стовідсоткового контролю до вартості меншої частки у вартості підприємстві. Вона передбачає використання знижки за відсутність контролю.

Висновки та перспективи подальших розвідок

Таким чином, запропоновані концептуальні підходи до оцінки вартості підприємства зумовлюють напрямок подальшого дослідження, а саме: формування ефективного механізму оцінки вартості підприємства в умовах ринкових відносин.

Список використаних джерел

1. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Москва: Ось-89, 1997. Кн. 1 : О причинах увеличения производительности труда и о порядке, в соответствии с которым продукт труда естественным образом распределяется между различными классами народа. 256 с.
2. Петти В., Рикардо Д. Трактат о налогах и сборах. Начала политической экономии и налогообложения. Петрозаводск: Предприятие по торг. и изд. деятельности «Петроком», 1993. 156 с.
3. Автономова В. С. Австрийская школа в политической экономии. Москва: Экономика, 2015. 492 с.
4. Гриценко А. Эволюция стоимости. *Економіка України*. 2011. № 4. С. 45-55.
5. Климов Г. Н., Несторенко В. П., Канищенко Л. О. Основы экономической теории: политический аспект: учебник. Київ: Вища шк., 2012. 559 с.
6. Сирко А. Корпоративна власність в транзитивній економіці. *Економіка України*. 2003. № 2. С. 57-64.
7. Максимов С. Н. Основы предпринимательской деятельности на рынке недвижимости. Санкт-Петербург: Питер, 2015. 318 с.
8. Григорьев В. В., Федотова М. А. Оценка предприятия: теория и практика. Москва: ИНФРА-М, 2014. 320 с.
9. Островська Г. Категорія «вартість підприємства»: методологічні підходи. *Галицький економічний вісник*. 2008. № 3. С. 3-12.
10. Мендрул О. Г. Вартісні параметри ефективності формування промислово-фінансових груп. *Вчені записки*. 2002. № 4. 99-102.
11. Микерин Г. И., Недужий М. И. Международные стандарты оценки. Кн. 2. Москва: ОАО «Типография «НОВОСТИ», 2000. 360 с.

References

1. Smit A. (1997). *Issledovanie o prirode i prichinah bogatstva narodov*. Moscow: Os'-89. Kn. 1 : O prichinah uvelichenija proizvoditel'nosti truda i o porjadke, v sootvetstvii s kotorym produkt truda estestvennym obrazom raspredeljaetsja mezhdu razlichnymi klassami naroda. [in Russian].

-
2. Petti, V. & Rikardo, D. (1993). *Traktat o nalogah i sborah. Nachala politicheskoy jekonomii i nalogooblozhenija*. Petrozavodsk: Petrokom. [in Russian].
 3. Avtonomova, V. S. (2015). *Avstrijskaja shkola v politicheskoy jekonomii*. Moscow: Jekonomika. [in Russian]
 4. Gricenko, A. (2011). Jevoljucija stoimosti. *Jekonomika Ukrainy*, 4, 45-55. [in Russian].
 5. Klymko, H. N. & Nestorenko, V. P. & Kanishchenko, L. O. (2012). Osnovy ekonomichnoyi teorii: polit ekonomichnyy aspekt. Kyiv: Vyshcha shkola. [in Ukrainian].
 6. Syrko, A. (2003). Korporatyvna vlasnist' v tranzytyvniy ekonomitsi. *Ekonomika Ukrayiny*, 2, 57-64. [in Ukrainian].
 7. Maksimov, S. N. (2015). *Osnovy predprinimatel'skoj dejatel'nosti na rynke nedvizhimosti*. Sankt-Peterburg: Piter. [in Russian].
 8. Grigor'ev, V. V. & Fedotova, M. A. (2014). *Ocenka predpriyatija: teorija i praktika*. Moscow: INFRA-M, 2014. 320 s. [in Russian].
 9. Ostrovs'ka, H. (2008). Katehoriya «vartist' pidpryyemstva»: metodolohichni pidkhody. *Halyts'kyy ekonomichnyy visnyk*, 3, 3-12. [in Ukrainian].
 10. Mendrul, O. H. (2002). Vartisni parametry efektyvnosti formuvannya promyslovo-finansovykh hrup. *Vcheni zapysky*, 4, 99-102. [in Ukrainian].
 11. Mikerin, G. I. & Neduzhij, M. I. (2000). *Mezhdunarodnye standarty ocenki*. Moscow: Tipografija «NOVOSTI». [in Russian].

Стаття надійшла до редакції – 02.12.2018 р., прийнята до друку – 17.12.2018 р.