

2. Моргун О.М. Техніка та методи статистичного аналізу // Навчальний посібник. – Черкаси: ЧІПБ, 2007. – 88 с.
3. Бриллинджер Л. Временные ряды. Обработка данных и теория. – М.: Мир, 1980. – 536 с.
4. Иванов И.Ф. Использование логистической кривой для оценки стоимости компании на развивающемся рынке // Корпоративные

финансы. – 2008. – №1(5). – С. 47–62.

5. Тутубалин В.Н. Статистическая обработка рядов наблюдений. – М.: Знание, 1973. – 64 с.

6. Блудова Т.В., Магда В.В. Моделирование рекламных витрат за помощью логистической кривой. Экономика: проблемы теории та практики. Збірник наукових праць. – 2008. – Випуск 241. Том V. – С. 963–970.

Є.А. НОЦОВА,

к.е.н., асистент кафедри фінансів, Київський національний університет ім. Т. Шевченка

Порівняльна характеристика традиційних методів оцінки вартості підприємства

Розглянуті традиційні підходи до оцінки вартості підприємства, наведено переваги та недоліки, притаманні кожному з них, визначені випадки застосування доходного, витратного та порівняльного підходів з урахуванням особливостей економіки України, охарактеризовані обмеження кожного з підходів.

Ключові слова: оцінка вартості підприємства, дохідний підхід, витратний підхід, порівняльний підхід, метод дисконтування грошових потоків, метод капіталізації.

Рассмотрены традиционные подходы к оценке стоимости предприятия, приведены достоинства и недостатки каждого из них, определены случаи применения доходного, расходного и сравнительного подходов с учетом особенностей экономики Украины, охарактеризованы ограничения каждого подхода.

Ключевые слова: оценка стоимости предприятия, доходный подход, расходный подход, сравнительный подход, метод дисконтирования денежных потоков, метод капитализации.

The traditional approaches of valuation are considered; the advantages and disadvantages of each of them are given, cases of the income approach, market approach and asset based approach usage are identified under consideration of Ukraine's economy peculiarities, restrictions of each approach usage are characterized.

Keywords: evaluation of a company, income approach, market approach, asset based approach, discounted cash flow method, method of capitalization.

Постановка проблеми. За сучасних умов господарювання досить часто у підприємств, особливо що належать до корпоративного сектору економіки, виникає потреба оцінки їх ринкової вартості, що пов'язано з необхідністю здійснення операцій купівлі–продажу або корегування балансової вартості підприємства. Крім того, на основі визначення ринкової вартості можна оцінити ефективність діяльності підприємства та його перспективи у майбутньому,

оскільки цей показник досить чутливий до змін у внутрішньому та зовнішньому середовищі підприємства. Ринкова вартість підприємства реагує на зміни в його ліквідності, платоспроможності, фінансовій стійкості, діловій активності, а отже залежить від фінансового стану підприємства. Також оцінка вартості є досить важливим аспектом діяльності підприємства, оскільки поряд з прибутком зростання вартості є основним завданням менеджменту та метою діяльності підприємства. Саме тому в міжнародній практиці вона часто використовується як об'єкт для управління і всі управлінські рішення приймаються виходячи з їх впливу на ринкову вартість.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Дослідженню питань оцінювання вартості підприємств та факторів впливу на неї було присвячено багато праць як вітчизняних, так і зарубіжних вчених, а саме А.М. Поддєрьогіна, О.О. Терещенка, І.О. Бланка, М.Д. Білик, Н.Ф. Чеботарева, Т.В. Момот, Г.Й. Островської, С.В. Валдайцева, В.А. Щербаківа, А. Дамодарана, Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Муріна тощо.

Незважаючи на це, недостатньо вивченими залишаються такі питання, як оцінка вартості вітчизняних підприємств, оскільки існуючі підходи не враховують специфіку українського фондового ринку, особливості складання фінансової звітності та ведення бухгалтерського обліку, особливості розвитку економічних відносин в Україні, що і обумовлює актуальність обраної теми дослідження.

Метою статті є узагальнення підходів до оцінки ринкової вартості підприємства, а також визначення напрямів їх застосування виходячи з притаманних кожному з методів недоліків та переваг, а також пристосування існуючих методів оцінки вартості підприємств до існуючих в Україні умов господарювання.

Виклад основного матеріалу. Оцінювання вартості підприємства – це впорядкований, цілеспрямований процес визначення в грошовому вираженні вартості об'єкта власності з урахуванням потенційного і реального доходів, які він забезпечує в певний період в умовах конкретного ринку [1].

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Вартість підприємства може розглядатися з різних точок зору, а саме як сукупна вартість його активів, як прибуток, що буде генеруватися підприємством у майбутньому або як вартість аналогічного об'єкта. Основним критерієм, що враховується при визначенні ринкової вартості, є корисність, яку може принести підприємство своїм власникам. А отже, основним завданням при її визначенні є знаходження грошового вираження корисності.

Відповідно до національних стандартів оцінки [2] виділяють три основні методичні підходи до оцінки майна, в тому числі вартості підприємства, а саме витратний, дохідний та порівняльний (див. рис.). Ці підходи відповідають американській та європейській практиці.

Витратний підхід передбачає визначення поточної вартості підприємства виходячи із витрат на заміщення або відтворення його активів за сучасних умов з урахуванням рівня зносу, як фізичного, так і морального. При цьому використовуються або ціни на подібний об'єкт, або середньостатистичні показники. Але оцінка має ґрунтуватися на принципі субституції, тобто вартість активів не повинна перевищувати вартості заміщення всіх його складових. Тобто цей підхід передбачає визначення чистих активів, тобто вартості активів підприємства за вирахуванням його зобов'язань та розглядає вартість підприємства з точки зору понесених витрат на створення його активів, що вимагає проведення оцінки активів за ринковими цінами. Оскільки балансова вартість активів та зобов'язань не відповідає їхній ринковій вартості, оцінка підприємства за використання цього методу полягає у коригуванні балансу шляхом проведення переоцінки. Також виникає необхідність у проведенні оцінки нематеріальних активів, насамперед гудвіла, що пов'язано з певними складнощами, оскільки витрати на їх створення часто є значно меншими, ніж доходи від використання. Тому використання витратного підходу для оцінки підприємств зі значною кількістю нематеріальних активів є неприйнятним через необхідність врахування майбутніх грошових потоків та використання експертних методів оцінки. Це стосується насам-

перед підприємств, які у своїй діяльності використовують такі нематеріальні активи, як торгові знаки, товарні марки та програмне забезпечення, що є їх власною розробкою, а також мають високу ділову репутацію.

Відповідно до стандартів оцінки цей метод застосовується для оцінки цілісних майнових комплексів та фінансових інтересів. Виходячи з українських реалій його використовувати найпростіше, але складність полягає у визначенні морального зносу активів підприємства та вартості нематеріальних активів.

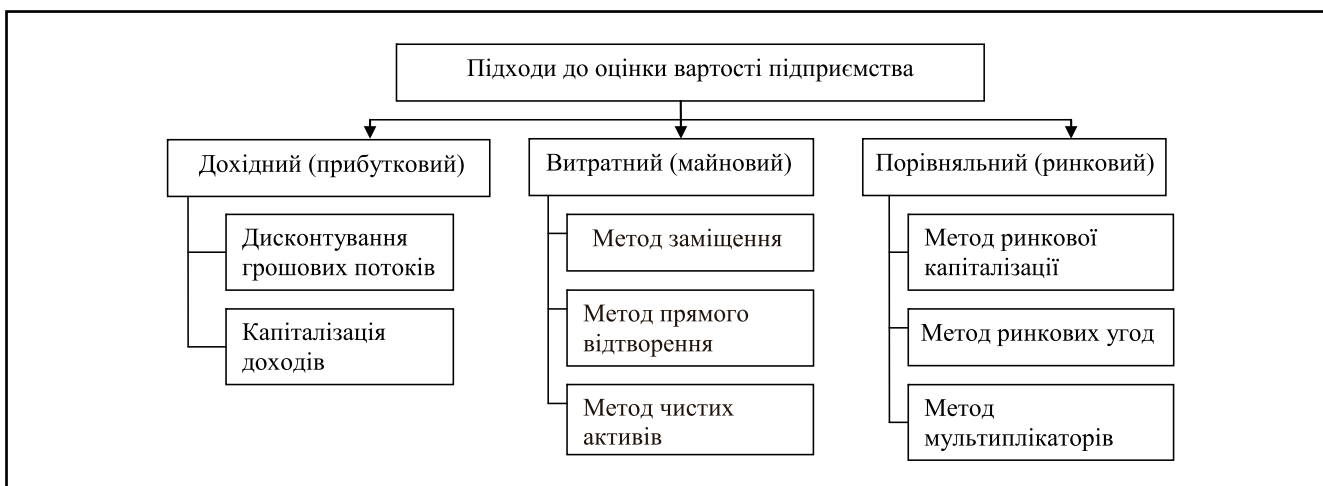
При використанні дохідного підходу вартість підприємства визначається як поточна вартість очікуваних доходів або грошових потоків за умови найбільш ефективного використання об'єкту. В основі підходу лежить припущення, що метою вкладення коштів у підприємство є отримання стабільних доходів. Можливість його використання залежить від наявності інформації щодо очікуваних доходів, стабільності їх отримання, а також від мети оцінки. Цей підхід дозволяє визначити не тільки ринкову вартість, але й інвестиційну. Інформаційними джерелами можуть виступати відомості про очікувані доходи та витрати об'єкта оцінки або подібного об'єкта.

Використання цього методу не передбачає врахування при здійсненні оцінки даних про вартість, склад та структуру активів підприємства. В його основі лежить концепція зміни вартості грошей у часі, оскільки доцільність інвестицій визначається на основі аналізу здатності об'єкта генерувати грошові потоки.

Метод прямої капіталізації доходу використовується, якщо прогнозуються постійні за величиною надходження, отримання яких не обмежується у часі:

$$\text{Капіталізація чистого операційного доходу} = \frac{\text{Чистий операційних дохід}}{\text{Ставка капіталізації}}$$

Вартість об'єкта оцінки за використання методу дисконтування грошових потоків дорівнює чистій теперішній вартості грошових потоків, скоригованій на вартість надлишкових активів:



Традиційні підходи до оцінки вартості підприємства

$$NCF = \sum_{t=1}^n \frac{(R_t - C_t)}{(1+i)^t} + \frac{ЗВП}{(1+i)^t} + НА - ПК.$$

де R_t – доходи, надходження або дивіденди у періоді t ;

C_t – витрати або виплати у періоді t ;

ЗВП – залишкова вартість підприємства;

НА – надлишкові активи;

ПК – позиковий капітал;

i – ставка дисконтування.

Метод дисконтування грошових потоків використовується, якщо прогнозовані чисті надходження є різними за величиною, непостійними та обмеженими у часі. Для визначення їх теперішньої вартості елементи грошового потоку діляться на ставку дисконтування.

Використання доходного підходу вимагає визначення чотирьох величин:

1. Горизонту прогнозування. Залежить від мети оцінки та визначається виходячи з періоду корисного використання об'єкту. Якщо кошти вкладаються в підприємство на тимчасовій основі (довгострокові кредити, придбання корпоративних прав чи боргових цінних паперів підприємства), то збігається з періодом їх інвестування. Якщо строк інвестування невизначений, то термін дорівнює періоду повної стабілізації доходів підприємства. При цьому необхідно враховувати, що чим довшим є горизонт прогнозування, тим більшою є похибка прогнозу.

2. Обсягу очікуваних надходжень у розрізі періодів, який розраховується з врахуванням запланованих темпів зміни обсягів виробництва та продажів, зміни цін, асортиментної політики тощо або визначається з використанням існуючих темпів зростання.

3. Ставки дисконтування, яка використовується для визначення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків, характеризує норму прибутку та має враховувати ризик інвестування шляхом встановлення премії за ризик.

4. Залишкової вартості активів підприємства.

Зазвичай діяльність підприємств прогнозується на наступні 3–5 років, але можуть використовуватись і більш тривалі періоди прогнозування [3]. В умовах нестабільності довгострокові прогнози робити складно, тому прогнозний період складає в середньому два роки. В умовах стабільної економіки вони можуть досягати десяти років [4]. Саме цей термін і використовується при визначенні майбутніх грошових потоків.

Чим тривалішим буде період, тим більше буде спостережень, а, отже, і більш обґрунтованою визначена вартість підприємства. З іншого боку, довгий горизонт прогнозування збільшує похибку прогнозу вхідних даних, а саме виручки, витрат, рівня інфляції тощо. При цьому виходять із припущення, що підприємство буде існувати вічно і буде зростати тими ж темпами, що і економіка в цілому. Для розвинутих країн світу цей показник становить 2–5%. Особливістю української економіки є високий рівень невизначеності, що призводить до значного зростання ставки дисконтування,

особливо розрахованої на довгостроковий період, тому часовий горизонт обмежується. Крім того, визначити ставку дисконтування в Україні навіть для одного року являє проблемою через складність прогнозування рівня інфляції та вартості залучення капіталу, не кажучи вже про її розрахунок на наступні періоди.

При цьому ставка капіталізації та дисконтування визначається виходячи з інформації про доходи, отримані від подібних об'єктів або доходності інвестування в альтернативні об'єкти (депозити, цінні папери, майно тощо).

Обмеженням доходного підходу є складність визначення майбутніх грошових потоків, що пов'язано з нестабільністю економіки та відсутністю у більшості підприємств стратегічних планів їх розвитку. За умов наявності бізнес-планів, в яких наводиться обґрунтування ефективності реалізації інвестиційних проектів з розрахунком майбутніх грошових потоків по роках, використання цього методу дозволяє отримати об'єктивну оцінку вартості підприємства.

Використання порівняльного підходу передбачає визначення цін купівлі–продажу подібного майна і використанні їх при оцінці об'єкта з відповідним коригуванням на існуючі між ними відмінності. Припущенням, яке лежить в основі цього методу є те, що подібні об'єкти мають оцінюватись приблизно однаково, оскільки приносять ті самі вигоди їх власнику. Підприємство–аналог має працювати в тій самій галузі, що і об'єкт оцінки, або галузі, яка є чутливою до тих самих факторів [5], а також бути проданим у найближчий до моменту оцінки час. При цьому можна орієнтуватись як на ціну підприємства, так і на ринкову ціну акцій. Обмеженням у використанні цього методу в Україні є недостатня розвиненість фондового ринку, що робить процес пошуку підприємства–аналога досить складним, оскільки купівля–продаж далеко не всіх підприємств здійснюється через фондовий ринок і акції невеликої кількості підприємств котируються на фондових ринках порівняно з їх загальною кількістю. Крім того, визначена таким способом вартість не завжди відповідає дійсності через існуючий рівень асиметрії інформації та мінливість ринкової ціни.

Метод ринку капіталів полягає в тому, що вартість підприємства дорівнює його ринковій капіталізації, яка визначається як добуток ринкового курсу акцій та їх кількості. Ринковий курс визначається на основі біржових котирувань або з позабіржових торговельно–інформаційних систем. Використання методу є обмеженим, оскільки може бути використаний тільки для підприємств, акції яких котируються на біржі і операції по яких здійснюються регулярно, а в Україні їх не багато. Крім того, котирування для мажоритарних пакетів акцій мають відповідати котируванням по міноритарних, а в Україні ця умова не завжди дотримується [6].

При використанні методу аналогів вартість підприємства може бути визначена шляхом використання мультиплікаторів, визначених на основі інформації про подібні об'єкти, які множаться на фінансово–економічні показники об'єкта

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Традиційні підходи до оцінки вартості підприємства

Підхід	Переваги	Недоліки
Доходний (прибутковий)	Враховує майбутні очікувані доходи. Приймає до уваги економічне старіння підприємства. Враховує ринковий аспект	Складність визначення ставки капіталізації та дисконтування. Складність прогнозування майбутніх грошових потоків. Складність оцінки ризиків. Суб'єктивізм
Порівняльний (ринковий)	Відображає поточний стан ринку. Простий у використанні та легкий для розуміння. Швидкий у виконанні. Вимагає здійснення менше припущень, ніж доходний підхід. Дозволяє отримати реальну ринкову вартість майна, що оцінюється	Не дає можливості врахувати індивідуальні особливості конкретного підприємства. Недостатня кількість фінансової інформації. Слабка теоретична підготовка виконавців. Складність знаходження аналогів. Необхідність врахування особливостей конкретної економіки. Складність вибору мультиплікатора. Не враховують майбутні грошові потоки, які можна отримати від експлуатації об'єкту
Витратний (майновий)	Можливість обліку впливу виробничо-господарських факторів на зміну вартості активів, розвитку технології з урахуванням ступеня зносу активів. Об'єктивність розрахунків, оскільки вони ґрунтуються на даних фінансової звітності. Легкість використання, простота визначення	Не враховує фінансові результати діяльності підприємства. Орієнтується на минулу вартість. Не враховує перспективи розвитку підприємства. Не відображає зв'язок між фактичними і майбутніми результатами діяльності підприємства. Складність визначення вартості нематеріальних активів та морального зносу

Джерело: складено автором на основі [10; 11].

оцінки. Як мультиплікатор виступає результат від ділення ціни пропозиції (продажу) подібного підприємства або його ринкової капіталізації (за умови, що це акціонерне товариство) на показник, що характеризує його діяльність – операційний прибуток (за міжнародними стандартами – ЕВІТ, ЕВІТДА), операційний грошовий потік, чисту виручку від реалізації, чисту вартість активів [7]. В основі цього методу лежить припущення, що мультиплікатори, розраховані для підприємств-аналогів, є однаковими. Для забезпечення більшої точності оцінки необхідно використовувати як можна більше мультиплікаторів, оскільки їх використання дозволить отримати різні значення вартості підприємства, діапазон яких може бути досить широким. Найбільш оптимальне значення вартості можна отримати шляхом розрахунку середньої арифметичної простої або зваженої виходячи з отриманих значень. При цьому вага кожного з мультиплікаторів визначається експертним методом.

Алгоритм розрахунку ринкової вартості підприємства за цим методом є таким:

$$ВП_M = П_о \cdot M,$$

де $ВП^M$ – вартість підприємства, розрахована на основі зіставлення мультиплікаторів;

$П_о$ – значення показника, що порівнюється (чиста виручка, прибуток тощо), на оцінюваному підприємстві;

M – мультиплікатор, розраховується з використанням даних підприємства-аналога.

При виборі підприємств-аналогів враховуються наступні умови:

- тотожність виробленої продукції;
- ідентичність досліджуваних періодів;
- тотожність стадій розвитку підприємств і розмірів виробничої потужності;

- схожість кліматичних і територіальних особливостей;
- порівнянність фінансових характеристик підприємств [8].

Проблеми використання ринкового підходу полягають у тому, що в офіційній статистиці не завжди відображаються реальні ціни купівлі-продажу підприємств і недостатньому розвитку фондового ринку. Крім того, укладається багато фіктивних угод, що не дозволяє визначити реальну ціну акцій [9].

На сьогодні не існує універсального методу оцінки, який міг би застосовуватися до будь-якого підприємства. Крім того, в законодавстві чітко не прописано, за яким алгоритмом здійснювати оцінку з використанням того чи іншого підходу, а лише окреслені критерії, які при цьому мають бути враховані та принципи, які мають лежати в основі оцінки.

Переваги та недоліки традиційних методів оцінки наведені у таблиці.

Висновки

Вибір методу оцінки залежить від її мети (наприклад, продаж підприємства, залучення зовнішніх джерел інвестування, оцінка ефективності діяльності тощо), а також від обмежень у використанні, що притаманні кожному з методів та обумовлюються особливостями конкретних підприємств. Важливим фактором, який має враховуватись при виборі методу оцінки, є стабільність економічної та політичної ситуації в країні.

Враховуючи нестабільність економічної та політичної ситуації в Україні, складність визначення майбутніх грошових потоків та вартості залучення фінансових ресурсів на довгостроковий період, недостатню розвиненість фондового ринку, використання доходного та порівняльного підходів вимагає здійснення великої кількості припущень, що призводить до неточності зроблених оцінок. Застосування витратного підходу, в свою чергу, дозволяє отримати підтверджений об'єктивними

розрахунками результат, що викликає до нього більшу довіру, але проблема полягає у неврахуванні ефекту синергії та складності оцінки нематеріальних активів, що призводить до заниження вартості підприємства, оскільки вартість окремих активів ефективно функціонуючого на ринку підприємства є меншою, ніж вартість підприємства в цілому, оскільки воно як система володіє властивостями, яких нема у окремих елементів. Також при його використанні необхідно враховувати ліквідність активів. Крім того, витратний підхід неможливо застосовувати до підприємств, що реалізують нові інвестиційні проекти та підприємств, що надають послуги, оскільки їх вартість залежить, в першу чергу, від репутації та кадрів.

Отже, витратний підхід доцільно використовувати, якщо підприємство ще не набуло або вже втратило властивості, що відрізняють його від майна, яким воно володіє. Для використання порівняльного підходу має існувати розвинений фондовий ринок та ринок злиттів та поглинань, які дозволять знайти підприємство-аналог, а також має бути відсутньою асиметрія інформації. Використання доходного підходу стає можливим за наявності достовірних даних щодо майбутніх грошових потоків підприємства та можливості визначення ставки дисконтування на довгострокову перспективу, а також незначного рівня інфляції. Його доцільно використовувати при реалізації нового інвестиційного проекту.

Таким чином, використання різних підходів до оцінки вартості підприємства вимагає врахування різних аспектів їх діяльності, в тому числі фінансової, що призводить до отримання різних значень показника вартості бізнесу. Для підвищення обґрунтованості та якості оцінки необхідно узгоджувати отримані результати шляхом розрахунку інтегрального показника.

Список використаних джерел

1. Островська Г. Оцінювання вартості підприємства як основа ефективного управління [текст] / Г. Островська // Галицький економічний вісник (економіка та управління національним господарством). – 2011. – №1(30). – С. 107–115.

2. Національний стандарт №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»: Постанова Кабінету міністрів України від 10.09.2003 №1440 // Верховна Рада України: [сайт]. – <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%DO%BF> – Назва з екрана.

3. Кащеев Р. Модель оценки стоимости компании: разработка и применение [текст] / Р. Кащеев // Финансовый Директор. – 2008. – №12. – С. 6–9.

4. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление [текст] / Т. Коупленд, Т. Колер, Д. Мурин / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.

5. Калінеску Т. Стратегічний потенціал підприємства: формування та розвиток [текст]: [монографія] / Т. Калінеску – Луганськ, 2007. – 272 с.

6. Нусінова О.В. Оцінка умовної ринкової вартості промислових підприємств [текст] / О.В. Нусінова // Європейський вектор економічного розвитку. – 2011. – №1(10). – С. 134–141.

7. Національний стандарт №3 «Оцінка цілісних майнових комплексів»: [затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 №1655] // Офіційний вісник України. – 2006. – №48. – С. 62. [Електрон. ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%DO%BF>. – Назва з екрана.

8. Поддєрьогін А.М. Фінанси підприємств [текст] / А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик, Л.Д. Буряк, С.О. Булгакова та інші / Під ред. А.М. Поддєрьогіна. – 6-е вид. – К.: КНЕУ, 2006. – 552 с.

9. Вітовський О.С. Особливості застосування ринкового підходу до оцінки бізнесу в умовах нерозвиненості фондового ринку [текст] / О.С. Вітовський // Вісник Хмельницького національного університету. – 2009. – №1. – С. 66–69.

10. Яремко І.Й. Оцінка ринкової вартості підприємств: порівняльний підхід [текст] / І.Й. Яремко // Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України. – 2005. – Вип. 15.4. – С. 311–315.

11. Бродська І.І. Теоретико-прикладні засади застосування сучасних методичних підходів до оцінки вартості підприємства [текст] / І.І. Бродська // Економічний форум. – Луцьк. – 2011. – Вип. 3. – С. 45–52.

Л.Л. ДЯКОН,
к.е.н., Європейський університет

Методичний підхід до формування фінансової стратегії підприємства на основі функцій контролінгу

У статті досліджується удосконалення методичного забезпечення формування фінансової стратегії підприємства на основі функцій контролінгу.

Ключові слова: формування фінансової стратегії підприємства, функції контролінгу.

В статье исследуется усовершенствование методического обеспечения формирования финансовой стратегии предприятия на основе функций контроллинга.

Ключевые слова: формирование финансовой стратегии предприятия, функции контроллинга.