

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

НУСІНОВА О. В.

кандидат економічних наук

Київ

Найбільш адекватним показником результатів діяльності, що дозволяє врахувати як зміну поточних показників (дохід, витрати, прибуток), так і зміни у складі майна підприємства, є його вартість. Управління підприємством, засноване на максимізації його вартості, є одним з самих ефективних, оскільки саме зміна вартості підприємства за період як критерій ефективності господарської діяльності враховує практично всю інформацію, пов'язану з його функціонуванням.

Категоріальний базис поняття «вартість» сам по собі не має чіткої конкретизації, тому використовується у прив'язці до об'єктів оцінки (типів майна, яке підлягає оцінці).

У Міжнародних стандартах оцінки (МСО) [3] виділяють чотири типи майна: нерухоме, рухоме майно, бізнес та фінансові інтереси.

У національних стандартах типам майна відповідають об'єкти оцінки, які можуть бути у матеріальній та нематеріальній формі, а також у формі цілісного майнового комплексу.

В існуючих національних стандартах відбулось ототожнення концептів вартість бізнесу, вартість підприємства, вартість цілісного майнового комплексу.

Разом з тим у роботі [2] зазначено, що навіть за наявності абсолютно тотожного майна, що, в принципі, є можливим тільки теоретично, вартість діючого цілісного майнового комплексу та бізнесу буде суттєво відрізнятися. Працююча компанія, незалежно від того, чи є вона виробництвом, чи оперує у сфері торгівлі або сервісу, має у розпорядженні частину додаткової цінності, яка не властива цілісному майновому комплексу та не відображена в офіційних бухгалтерських рахунках.

Оцінка вартості бізнесу проводиться із застосуванням бази оцінки, що відповідає ринковій вартості або неринковим видам вартості. У Національному стандарті № 1 до неринкових видів вартості відносять: вартість заміщення, вартість відтворення, залишкова вартість заміщення (відтворення), вартість у використанні, споживча вартість, вартість ліквідації, інвестиційна вартість, спеціальна вартість, ліквідаційна вартість, чиста вартість реалізації, оціночна вартість тощо. Тобто база оцінки фактично ототожнюється з видом вартості.

Згідно з МСО база оцінки являє собою заяву про основні принципи виміру в процесі оцінки, тобто описує характер угоди, відносини та мотивацію сторін та ступінь експозиції активу на ринку. Загальний формат повідомлення про базу оцінки має містити обрану базу та допущення, що характеризує особливу ситуацію на підприємстві, що володіє майном (діюче підприємство, підприємство в стадії ліквідації тощо).

У МСО 2, бази відмінні від ринкової вартості, об'єднанні в три групи:

- ✦ бази, які відображають вигоди організації від власності на актив (інвестиційна вартість або цінність);
- ✦ бази оцінки, які відображають ціну, що була б розумно узгодженою двома певними сторонами при обміні активом. Ця категорія включає в себе справедливу вартість, спеціальну вартість та синергічну вартість.
- ✦ вартості, що встановлюються відповідно до визначень, викладених в нормативному акті або контракті.

Розглянемо загальноприйняту аналітичну методологію з досліджуваного питання.

Витратний (майновий) підхід до оцінки мінерального майна, заснований на принципі розподілу вартості, використовується як основний при неможливості використання інших підходів, головним чином на початкових стадіях геологічного вивчення та засвоєння.

Майновий підхід засновується на принципі заміщення, згідно з яким актив коштує не більше, ніж витрати заміщення всіх його складових частин.

При реалізації майнового підходу баланс, складений на основі витрат, замінюється балансом, в якому всі активи – як матеріальні, так і нематеріальні, та всі зобов'язання показані за їх ринковою або іншою вартістю.

Основними методами майнового підходу у термінології Національного стандарту 3 є такі [1]:

- ✦ метод накопичення активів, що полягає у визначенні чистої вартості активів підприємства, яка визначається як різниця між вартістю активів та вартістю його зобов'язань, визначених на дату оцінки відповідно до вимог стандарту;
- ✦ метод поточної вартості ймовірного результату ліквідації цілісного майнового комплексу, визначеної як поточна вартість доходів, що очікуються від продажу активів цілісного майнового комплексу, зменшені на суму витрат, пов'язаних з ліквідацією такого комплексу.
- ✦ інші методи, доцільність використання яких необхідно обґрунтувати.

До основних недоліків майнового підходу відносять те, що він оснований на історичній вартості активів, відображених у балансі, яка не враховує перспектив розвитку підприємства та ринкову ситуацію на дату оцінки.

У міжнародній практиці даний підхід до оцінки вартості бізнесу не є розповсюдженим. У МСО зазначено, що підхід на основі активів слід розглядати при оцінці контрольних пакетів акцій в організаціях бізнесу, які містять один або декілька наступних елементів: інвестиційний або холдинговий бізнес; бізнес, що оцінюється на базі, відмінній від концепції діючого підприємства.

При використанні ринкового (порівняльного) підходу проводиться порівняння оцінюваного бізнесу з аналогічними бізнесами, частками у власності на бізнес та цінними паперами, які були продані на ринку.

Національний стандарт 3 визначає основними методами порівняльного підходу до оцінки цілісних майнових комплексів є метод ринку капіталу та метод ринкових угод.

Міжнародні стандарти не виділяють методи ринкового підходу, визначено лише, що три найбільш поширені джерела даних: відкриті фондові ринки, на яких здійснюється продаж часток власності на аналогічні бізнеси; ринок поглинань, на які здійснюється купівля-продаж бізнесу цілком; попередні угоди з інтересами участі у бізнесі, що розглядається.

До методів оцінки, що використовуються в рамках даного підходу, відносяться: метод дисконтованих грошових потоків та його різні модифікації, метод реальних опціонів, методи, що використовують різні мультиплікатори, що капіталізують очікувані майбутні доходи у величину поточної вартості. До їх основних недоліків відносяться викривлення, що вносяться поточною кон'юктурою ринку та складністю прийомів обліку індивідуальних властивостей об'єкта оцінки відносно об'єктів бази порівняння.

Дохідний підхід при капіталізації доходу для отримання величини вартості потребує розрахунку ставки

капіталізації, а при дисконтування грошового доходу – розрахунку дисконтної ставки.

Метод прямої капіталізації доходу застосовується в разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування майбутній дохід, отримання якого не обмежується в часі, при цьому капіталізація майбутнього доходу здійснюється шляхом ділення його суми на ставку капіталізації.

Таким чином, у сучасній економічній теорії існує велика кількість методів оцінки вартості підприємства, але усі вони базуються на трьох підходах: доходному, витратному та порівняльному. Залежно від мети аналізу можуть розраховуватись різні види вартості підприємств.

Пропонуємо визначити такі види вартості:

- ✦ розрахункова вартість;
- ✦ експертна вартість;
- ✦ прогнозна ринкова вартість;
- ✦ потенційна вартість.

Розглянемо принципи визначення та переваги в застосуванні.

Розрахункову вартість доцільно визначити в процесі оцінки вартості бізнесу з точки зору його власників на основі доходного підходу.

На наш погляд, найбільш адекватною моделлю оцінки розрахункової вартості є модель MVA, тому що вона дозволяє врахувати економічну додану вартість, яку отримує підприємство в майбутньому з урахуванням впливу фактору часу. При цьому потрібно враховувати суб'єкта оцінки (власника підприємства, потенційного покупця акцій підприємства, кредитора). Якщо оцінка проводиться з позиції поточного власника підприємства, то економічну додану вартість необхідно розраховувати на підставі не сумарних активів підприємства, а лише чистих активів, що відображають внесок безпосередньо власника підприємства:

$$S_{роз.влас} = \sum_{t=1}^T \frac{(ROE_t - r_{влас}) \times ЧА_t}{(1 + r_{влас})^t}, \quad (1)$$

де $S_{роз.влас}$ – розрахункова вартість бізнесу підприємства з позиції його власника, грн;

$ЧА_t$ – величина чистих активів (власного капіталу) підприємства на момент часу t , грн;

ROE_t – рентабельність власного капіталу у період t , частки од;

$r_{влас}$ – ставка вартості власного капіталу з позиції власника, частки од.

При цьому можливий альтернативний спосіб визначення розрахункової вартості підприємства з позиції його власника як сума витрат на отримання контролю над підприємством ($З_{контр}$) та внутрішнього гудвілу власника ($\Gamma_{внутр}$):

$$S_{роз.влас} = З_{контр} + \Gamma_{внутр} \quad (2)$$

Більшість вітчизняних підприємств придбавались поточними їх власниками в процесі приватизації або внаслідок проведення процедури банкрутства підприємств. При цьому статутний капітал колишніх державних підприємств часто не переоцінювався, тому витрати на отримання контролю були суттєво нижчими, ніж у разі купівлі приватних підприємств.

У разі проведення банкрутства колишні власники також не мають можливості встановити справедливую ринкову вартість підприємства, тому що за законодавством їх інтереси задовольняються у останню чергу. Кредитори або керуючі санацією можуть отримати повний контроль над підприємством за умови погашення зобов'язань підприємства, забезпечених заставою, заборгованості по зарплаті та по податках. У такому разі витрати на отримання контролю включають лише суму погашення цих зобов'язань, яка може бути суттєво нижчою, ніж ринкова вартість контрольного пакету акцій цих підприємств. Внутрішній гудвіл – це додаткова цінність (додана вартість) для власника підприємства від контролю над підприємством. Це дуже суб'єктивний показник, який неможливо визначити методом прямого рахунку. Але враховуючи те що, розрахункова вартість з позиції власника може бути визначена за формулою (1), внутрішній гудвіл може бути визначений непрямим методом шляхом порівнювання формул (1) – (2). Отже, можна записати:

$$G_{\text{внутр}} = S_{\text{роз.влас}} - Z_{\text{контр}} \quad (3)$$

Перевагою показника експертної вартості є можливість його застосування в умовах слабкорозвинутого фондового ринку, тобто є альтернативним варіантом порівняльного підходу. Традиційно вартість за зазначеним методом визначається на основі мультиплікаторів – наприклад, співвідношення між ринковою капіталізацією та сумою операційного прибутку і амортизації. Зазначене співвідношення може бути визначене на підставі даних по інших подібних підприємствах галузі, але враховуючи слабкий рівень розвитку вітчизняного фондового ринку, для визначення мультиплікаторів доцільно залучення експертів. Традиційні ж показники прибутку, що використовуються в моделях вартості бізнесу при застосуванні порівняльного підходу вважаємо доцільним зменшувати на величину надлишку зобов'язань. Зазначений надлишок зобов'язань може бути визначений як величина, на яку потрібно зменшити величину заборгованості підприємства, щоб значення фінансових коефіцієнтів дорівнювало нормативам.

На котирування акцій як на вітчизняних, так і міжнародних фондових біржах суттєво впливають не лише мікроекономічні фактори, безпосередньо пов'язані з самим підприємством, але й макроекономічні, які проявляються у загальній тенденції ринку. Дослідження динаміки котирувань цінних паперів проводиться в рамках так званого «технічного аналізу» [4]. При цьому тенденція розвитку економіки та ринку визначається на підставі різноманітних фондових індексів. Так, в Україні найбільш відомим є індекс ПФТС, який визначається по цінних паперах з найбільшим обсягом продажів на відповідній біржі. На міжнародних фондових біржах загальноновизнаними є такі індекси, як S&P 500, Dow DJAI.

За даними дослідження 2005 року, проведеного The PBN Company та Interactive Research Group серед керівників найбільших російських корпорацій, на ринкову вартість компанії значним чином впливає її репутація.

Зниження індексу репутації викликає відповідне падіння ринкової вартості.

Отже, якщо інвестор планує купувати акції підприємства, він повинен на момент дати укладання угоди прогнозувати не лише фінансові показники діяльності підприємства, а також темпи розвитку економіки та репутацію підприємства. З цією метою пропонуємо використовувати регресійні залежності котирувань акцій даного підприємства або усіх підприємств даної галузі на вітчизняних біржах від фінансових показників діяльності, репутації та показників тенденції ринку. Прогнозна ринкова вартість ($S_{\text{прог.рин}}$) може бути визначена шляхом підстановки прогнозних значень кожного з зазначених факторів на момент дати укладання угоди:

$$S_{\text{прог.рин}} = f(\text{ЕБИТДА}, Z_{\text{кред}}, B_{\text{рен}}, I_{\text{рин}}), \quad (4)$$

де $Z_{\text{кред}}$ – загальний обсяг зобов'язань підприємства по банківських, товарних та інших кредитах, грн;

$B_{\text{рен}}$ – бальна оцінка репутації підприємства, грн;

$I_{\text{рин}}$ – індекс тенденції вітчизняного фондового ринку (індекс ПФТС).

Якщо підприємство планує виходити на міжнародні фондові біржі, може визначатись потенційна вартість бізнесу. Але тут виникає проблема вибору адекватного показника, що враховує відмінності між вітчизняним та міжнародним фондовим ринком. Це потребує детального аналізу цих ринків та проведення відповідних коригувань.

Тенденції розвитку міжнародних і вітчизняних ринків можуть не співпадати у часі. Так, якщо на міжнародному ринку зниження індексу S&P 500 та початок кризи відповідає приблизно липню 2007 р., то в Україні криза почалась з запізненням майже на півроку, приблизно у січні 2008 р. Хоча в подальшому до кінця 2010 р. тенденції майже співпадають. Найгірше значення обох цих фондових індексів (дно кризи) спостерігається у лютому 2009 р.

Також потрібно враховувати, що на міжнародних фондових біржах значно вища інвестиційна активність, ніж в Україні, що призводить до суттєвого збільшення біржових котирувань. Так, за даними інвестиційної компанії «Альтана-капітал» [5], середнє значення мультиплікаторів МС/ЕБИТДА по найкрупніших міжнародних гірничорудних підприємствах, зокрема ВНР Billiton, RIO Tinto, у 2010р. складає 11,3. У той же час на вітчизняних фондових біржах зазначений показник не перевищує 4,5. Отже, коефіцієнт співвідношення мультиплікаторів для міжнародного та вітчизняного фондових ринків дорівнює 2,51 (11,3/4,5).

На наш погляд, при визначенні потенційної вартості бізнесу також потрібно враховувати коефіцієнт ризику країни. Це пов'язано з тим, що Україна, як і інші країни СНД, відноситься до країн з підвищеним інвестиційним ризиком. За даними відомої рейтингової агенції «Standard & Poors» (S&P), Україні у 2010 р. присвоєно суверенний рейтинг В, що за міжнародною шкалою виражає середній рівень ризику, нижчий за рейтинг А, який мають розвинуті країни, але вищий за найгірший рейтинг С, який мала Україна у період світової фінансової кризи у 2009 р. Усього за шкалою S&P передбачено

11 рейтингів, з яких рейтинг В має 6 позицію за рівнем погіршення. Отже, коефіцієнт ризику країни для України складає 0,54 (6/11).

Рівень ризику країни знижує інвестиційну привабливість підприємств відповідної країни і, відповідно, вартість їх акцій на міжнародних фондових біржах. Отже, при визначенні потенційної вартості підприємств потрібно умовну ринкову вартість помножити на різницю одиниці та зазначеного коефіцієнта ризику країни. Таким чином, можна записати:

$$S_{пот} = S_{ум.рин} \times K_{мул} \times (1 - K_{країн}), \quad (5)$$

де $S_{пот}$ – потенційна вартість підприємства, грн;
 $K_{мул}$ – коефіцієнт співвідношення мультиплікаторів для міжнародного та вітчизняного фондових ринків, частки од.;

$K_{країн}$ – коефіцієнт ризику країни, частки од.

ВИСНОВКИ

Таким чином, запропоновані методи визначення вартості бізнесу дозволяють усунути ряд обмежень, пов'язаних з використанням загальноприйнятих підходів до її оцінки. Розрахункова вартість дозволяє визначити вартість бізнесу з точки зору її поточного власника, при цьому замість традиційного чистого грошового

поточку застосовується показник економічної доданої вартості, визначений на підставі власного, а не усього інвестованого капіталу. Визначення експертної вартості дає можливість оцінити вартість бізнесу в умовах слабо-розвинутого фондового ринку та застосовуватись для неопублічних господарчих товариств. Прогнозна ринкова вартість, на відміну від традиційних методів визначення порівняльної вартості, враховує не лише тенденції фондового ринку, а й вплив репутації підприємства на його вартість. Потенційна вартість бізнесу дозволяє визначити очікувану вартість акцій підприємства, що планує вихід на міжнародний фондовий ринок. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Національний стандарт оцінки № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» / Постанова КМУ від 29.11.06 р. № 1655 // Урядовий кур'єр.– 2006.– № 235.– С. 10 – 15.
2. **Самсонов В.** Сравнительный метод оценки стоимости компании // Финансовый директор.– 2004.– № 4.– С.12 – 21.
3. Международные стандарты оценки 2007.– М.: Российское общество оценщиков, 2010.– 240 с.
4. **Эрлих А. А.** Технический анализ товарных и финансовых рынков.– 2-е изд.– М.: ИНФРА-М, 1996.– 176 с.
5. www.altana-capital.com