

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

І.В. КОЛОС

Київський національний університет технологій та дизайну

В статті з'ясовано та узагальнено випадки, при настанні яких оцінюється вартість підприємства, а також проаналізовано існуючі методичні підходи до оцінки вартості підприємства.

В сучасних умовах господарювання важливим для підприємства є концентрація всіх видів ресурсів (матеріально-технічних, людських, фінансових, інформаційних) в тих сферах діяльності, які створюють вартість підприємства. Світова практика успішно довела переваги вартісного підходу до управління підприємством. Компанії успішно розвиваються, коли створюють реальну економічну вартість для своїх акціонерів, а також збільшують вартість, за умови залучення капіталу з доходністю, що перевищує витрати на його залучення.

В останні часи питання сутності вартісно-орієнтованого управління підприємством та оцінки вартості з різним ступенем теоретичного та практичного висвітлення розглянуто в багатьох іноземних та вітчизняних виданнях, зокрема Р. Брейлі, С. Майерса, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Мурріна, В.В. Ковальова, О.С. Черемних, С.В. Черемних, М.Г. Чумаченка, С.Ф. Голова, В.А. Панкова, О.О.Терещенка. Однак, потребують узагальнення методичних підходів до оцінки вартості підприємства.

Постановка завдання. Метою пропонованої статті є дослідження методичних підходів до оцінки вартості підприємства в умовах ринкової економіки. У процесі досягнення мети поставлені такі основні завдання: узагальнити випадки, при настанні яких оцінюється вартість підприємства; проаналізувати існуючі методичні підходи до оцінки вартості підприємства, а також з'ясувати їх позитивні риси та можливість застосування.

Теоретичною основою дослідження є класичні та сучасні теорії менеджменту. Для вирішення поставлених завдань використані такі методи наукового пізнання: теоретичного дослідження (при вивченні значення та місця вартісно-орієнтованого управління), метод порівняльного аналізу (при дослідженні концепцій вартісно-орієнтованого управління підприємством).

Результати та їх обговорення. Серед проблемних та найскладніших економічних питань теорії та практики функціонування підприємства є оцінка його вартості. З початку 80-х років ХХ в. у США, а з 90-х років у європейській практиці усе більшого поширення стали набувати підходи до менеджменту, орієнтовані на показники вартості підприємства.

Відповідно до міжнародних стандартів оцінки вартість діючого підприємства в цілому визначається як оцінка безперервно функціонуючого підприємства, виходячи з якої можливий розподіл загальної вартості діючого підприємства за його складовими частинами

відповідно до їх внеску в загальну вартість [2, с. 90]. Вартість бізнесу – це вартість діючого підприємства або вартість 100 % корпоративних прав у діловому підприємстві [4, с.356].

Необхідність оцінки вартості підприємства виникає у таких випадках [4, 6]:

- під час інвестиційного аналізу у ході прийняття рішень про доцільність інвестування коштів у те чи інше підприємство, у т. ч. при здійсненні операцій M&A (поглинання і злиття);
- у ході реорганізації підприємства (мета оцінки – визначення бази для складання передавального чи розподільного балансу, а також для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав);
- у разі банкрутства та ліквідації підприємства (оцінка проводиться з метою визначення вартості ліквідаційної маси);
- у разі продажу підприємства як цілісного майнового комплексу (мета оцінки – визначення реальної ціни продажу майна);
- у разі застави майна та при визначенні кредитоспроможності підприємства (мета оцінки – визначити реальну вартість кредитного забезпечення);
- у процесі санаційного аудиту при визначенні санаційної спроможності (оцінка вартості майна проводиться з метою розрахунку ефективності санації);
- під час приватизації державних підприємств (метою оцінки є визначення початкової ціни продажу об'єкта приватизації).

В закордонній практиці застосовуються Міжнародні стандарти оцінювання вартості майна такі, як: „Концепція оцінки діючого підприємства”; „Оцінка бізнесу”; „Оцінка основних виробничих засобів, машин та устаткування”; „Ринкова вартість як база оцінки”; „Бази оцінки, відмінні від ринкової вартості”; „Оцінка з метою фінансової звітності та суміжної документації”; „Оцінка забезпечення позики, застави і боргових зобов'язань”.

У вітчизняній практиці оцінка вартості майна та підприємства в цілому регламентується Законом України „Про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність в Україні”, а також нормативними актами Фонду державного майна, зокрема, методичними рекомендаціями оцінки вартості майна під час приватизації, положеннями (національними стандартами) експертної оцінки.

На сьогодні існує значна кількість концепцій управління, які засновані на створенні та збільшенні вартості підприємства. Вважаємо за доцільне провести порівняльний аналіз найбільш застосовуваних в практиці зарубіжних корпорацій концепцій вартісно-орієнтованого управління та підходів до оцінки вартості підприємства.

Фундаментальною працею з управління, орієнтованого на вартість визнана книга Альфреда Раппапорта “Створення акціонерної вартості – новий стандарт для оцінки бізнесу”,

видана вперше в США в 1986 р. і перевидана у 1998 р. Головною метою підприємства в концепції Раппапорта є максимізація доходу власників через збільшення дивідендних виплат і вартості курсу акцій.

У даній концепції відкидається використання при оцінці вартості підприємства тільки облікових показників результатів діяльності таких, як дохід на акцію, рентабельність інвестованого капіталу або рентабельність власного капіталу. Одночасно пропонується розраховувати економічну вартість альтернативних стратегій на базі майбутніх грошових потоків, що дозволить врахувати ризики та інвестиційні вимоги. Вартість акціонерного капіталу підприємствах в межах даної концепції запропоновано розраховувати як різниця між вартістю підприємства та ринковою вартістю позикового капіталу. В свою чергу вартість підприємства визначається як поточна вартість прогнозованих грошових потоків збільшена на поточну та ринкову вартість залишкової вартості операційних грошових потоків.

Раппапортом виділено п'ять можливих випадків застосування своєї концепції акціонерної вартості: (1) для розробки й оцінки стратегій, орієнтованих на вартість; (2) для визначення фінансового потенціалу стратегій за допомогою моделі прийнятного зростання доходу підприємства; (3) для інтерпретації сигналів ринку акцій на основі системи моніторингу; (4) для оцінки результатів роботи і винагороди керівників з погодження їх індивідуального внеску в довгострокове підвищення вартості через чистий (залишковий) прибуток / EVA й валову акціонерну додану вартість; (5) для аналізу злиття та поглинання зіставляється одинична вартість підприємства, яке продається, і вартість переваг, одержуваних у результаті поглинання, покупній ціні об'єкта поглинання. Одночасно, об'єкт поглинання аналізується з погляду створення вартості для акціонерів, що вступають у володіння.

Том Коупленд, Тім Коллер і Джек Муррін [1] виділяють основні причини необхідності застосування вартісного підходу в управлінні: посилення ролі активного фондового ринку, що викликано появою ринку корпоративного контролю; зростаюча роль опціонів на акції як форм винагороди більшості вищих менеджерів; збільшення числа домашніх господарств (приватних осіб), що володіють акціями; роль пенсійних фондів, що підсилюється, на ринках капіталів; позитивний вплив не тільки на збільшення багатства акціонерів, але й економіку в цілому і всі зацікавлені в підприємстві групи.

Для оцінки та управління підприємством в межах концепції Коуплендом, Коллером і Мурріном рекомендовано метод дисконтованих грошових потоків як найбільш придатний. В рамках даного методу вартість підприємства визначається як сума майбутніх грошових потоків, дисконтованих за адекватною ризикам ставкою витрат на залучення капіталу.

Розрахована таким чином вартість підприємства ближче до його ринкової вартості, чим при розрахунку на базі бухгалтерського прибутку.

Як методичну основу оцінки підприємства Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррін виділяють модель єдиного об'єкта оцінки (entity model) та модель економічного прибутку (economic profit model), які повинні спільно застосовуватися на підприємстві. При використанні моделі єдиного об'єкта оцінки [1, с. 154-159] вартість власного капіталу підприємства розраховують як вартість її основної діяльності (вартість підприємства, доступна для всіх інвесторів) за вирахуванням боргових зобов'язань та інших законних вимог інвесторів, які мають перевагу перед звичайними акціями. При цьому вартість основної діяльності підприємства визначається сумою дисконтованих грошових потоків, яка збільшена на вартість інвестицій в необоротні активи підприємства. У межах моделі економічного прибутку [1, с. 166-169] вартість сукупного капіталу для основної діяльності розраховується шляхом додавання до інвестованого капіталу вартості, яка створюється в кожному наступному році (економічного прибутку). На практиці показник економічного прибутку є основним критерієм визначення успішності діяльності підприємства в будь-якому періоді.

Т. Коуплендом, Т. Коллером і Дж. Мурріном виділено шість випадків, коли необхідно використовувати концепцію вартісно-орієнтованого управління: (1) при встановленні зв'язку між баченням підприємства та системою ключових цілей, орієнтованих на вартість, і формулюванні критеріїв ефективності їх досягнення; (2) в управлінні бізнес-портфелем за критеріями внеску у створення додаткової вартості та забезпеченню можливості майбутнього росту підприємства; (3) при адаптації організації та культури підприємства через чіткий поділ відповідальності та формулювання чітких цілей для кожного підрозділу й окремих працівників підприємства; (4) для ідентифікації ключових чинників вартості, які дозволяють обґрунтовувати стратегічні й оперативні рішення, що спрямовані на довгострокове збільшення вартості підприємства; (5) в управлінні кожним видом бізнесу через відповідні цільові фінансові та нефінансові показники бізнес-стратегії, що спрямовано на збільшення вартості; (6) при створенні системи оцінки та стимулювання менеджерів будь-якого рівня по досягненню збільшення вартості підприємства.

Концепція Д.М. Стерна і Дж.Б. Стюарта викладена в базовій роботі “У пошуках цінності – посібник з управління економічною доданою вартістю”, яка опублікована в 1991р. Мета цієї концепції полягає у створенні ефективної системи фінансового менеджменту, яка орієнтована на максимізацію добробуту акціонерів. Авторами створена інформативна система показників вимірювання успішності підприємства, яка погоджена з ринковими методами оцінки вартості. Д.М. Стерном і Дж.Б. Стюартом зареєстровані як товарні знаки

ключові показникам концепції: економічна додана вартість (economic value added – EVA) і ринкова додана вартість (market value added – MVA).

Економічна додана вартість (EVA) визначається як різниця між виробничим результатом (чистим операційним прибутком) до сплати відсотків, але після сплати податків (net operating profit after taxes – NOPAT) і витратами на залучення власного та позикового капіталу, що забезпечує одержання прибутку. Для усунення фінансових, податкових і технічних перекоордувань показника NOPAT, що базується на облікових показниках прибутку, використано більше 160 методів можливих коригувань щодо системи обліку US-GAAP. Капітал визначають як інвестований в активи капітал з урахуванням відсотків, а його балансову вартість коригують на величину резервів і нематеріальних активів. При цьому витрати на капітал розраховують шляхом множення капіталу на середньозважені витрати на капітал (WACC), що відповідає мінімальній прибутковості, яку очікують від підприємства інвестори та кредитори.

Ринкова додана вартість (MVA) показує додатково створену ринкову вартість або вартість власного капіталу підприємства і розраховується як різниця між сукупною вартістю підприємства та інвестованим капіталом.

Вищою метою в інтересах акціонерів керівництво підприємства відповідно до концепції Д.М. Стерна і Дж.Б. Стюарта визначає максимізацію MVA, а критерієм успішності діяльності за період обирає EVA. Одночасно визначають чотири напрями використання своєї концепції: (1) включення як складової частини до місячної та квартальної звітності підприємства EVA; (2) планування та бюджетування повинні ґрунтуватися на EVA і стимулювати ті заходи, які спрямовані на максимізацію вартості власного капіталу підприємства; (3) використання EVA як базового критерію оплати праці менеджерів за підвищення вартості підприємства; (4) зміни корпоративної культури на основі EVA.

Концепція Томаса Г. Левіса опублікована в 1995р. в роботі “Підвищення вартості підприємства: загальне управління вартістю”. Дана концепція базується на оригінальному підході до управління вартістю, який розроблено Бостонською консалтинговою групою. Ідея концепції вартісно-орієнтованого управління Левіса полягає в підвищенні вартості підприємства для акціонерів. При цьому повинні отримувати вигоду всі інші зацікавлені групи в функціонуванні підприємства. Ключовим показником створення вартості підприємства обрано показник прибутковості акцій, що визначається на основі прибутку, що підлягає розподілу, та росту курсу акцій. Одночасно вартість власного капіталу розглядається як важливий критерій управління підприємством.

Визначення рентабельності окремого бізнесу Левісом запропоновано здійснювати на підставі показника прибутковості інвестованого капіталу на базі грошового потоку (cash-flow

return on investment – CFROI). Другим критерієм вартості виступає показник росту. Збільшення вартості підприємства за цим показником відбувається в разі перевищення рентабельності інвестицій над витратами на залучення капіталу. Витрати на залучення капіталу запропоновано розраховувати як усереднену ставку витрат на сукупний капітал на базі представницької вибірки акціонерних підприємств із найважливіших галузей. Для оцінки конкретного підприємства усереднену ставку витрат на сукупний капітал використовують без коригування на індивідуальну структуру капіталу.

Томасом Г. Левісом виділено п'ять випадків, коли застосування методики загального управління вартістю дозволяє усунути недоліки традиційних методів: (1) оцінка відповідності бізнес-сегментів баченню підприємства й обґрунтування заходів щодо реструктуризації бізнес-портфелю та їх вплив на вартість підприємства; (2) стратегічне планування, що орієнтоване на створення вартості, в прогнозному періоді; (3) обґрунтування інвестиційних рішень щодо розподілу ресурсів, які спрямовані на створення вартості бізнес-сегменту; (4) орієнтація бюджетування та звітності на доходність акцій; (5) оцінка діяльності менеджерів здійснюється на підставі їх внеску у створення вартості підприємства, а винагорода визначається диференційовано за рівнями управління.

Концепцію вартісно-орієнтованого управління Д. Хана і Х. Хунгенберга, яка запропонована в межах класичного, спрощеного та міжнародного планування і контролінгу, опубліковано в роботі “ПіК. Вартісно-орієнтовані концепції контролінгу” [5]. Авторами підприємство інтерпретується як центр інтересів, договорів і дій. Здійснення певного внеску у діяльність підприємства дає можливість зацікавленим особам досягати своїх економічних і неекономічних цілей. В якості зацікавлених осіб авторами розглядаються покупці, постачальники, держава, кредитори, акціонери, а також як основні суб'єкти підприємства працівники та особливо менеджери. Саме тому підприємство є центром інтересів, які зв'язані між собою договорами. Вищою метою підприємства є його збереження та подальший успішний розвиток, що дозволяє реалізувати відповідні індивідуальні цілі всіх зацікавлених осіб. Найбільш успішний розвиток підприємства досягається при максимізації його вартості з урахуванням реалізації інших матеріальних і соціальних цілей, на досягнення яких скоординовані всі стратегічні та оперативні дії. За концепцією Д. Хана і Х. Хунгенберга розподіл доходу повинен здійснюватися з метою зміцнення підприємства між акціонерами – у формі додаткових дивідендів; менеджерами – у вигляді тантьєми / участі в прибутку; іншими працівниками – у формі премій. Додаткові дивіденди та винагороди виплачуються за умови позитивної чистої (залишкової) вартості капіталу підприємства, що очікується в майбутньому відповідно до плану.

Впровадження управління, орієнтованого на вартість, як зазначено в роботі [5, с. 169], повинне проходити у всіх підсистемах системи планування та контролю: цільового, стратегічного, оперативного та загальнофірмового фінансово-економічного планування.

Порівняння концепцій вартісно-орієнтованого управління дає нам можливість зробити висновок, що основні відмінності між ними полягають в особливостях методики оцінки (табл. 1).

Таблиця 1

Порівняння методик оцінки при вартісно-орієнтованому управлінні

		Американські концепції				Німецька концепція Хан-Хунгенберг		
		Раппапорт	Коупленд, Коллер, Муррін	Стерн-Стюарт	Левіс	Класичний ПіК	Спрощений ПіК	Міжнародний ПіК
Ставка витрат на капітал		WACC, ставка витрат на власний капітал за CAPM	WACC, ставка витрат на власний капітал за CAPM	WACC, ставка витрат на власний капітал за CAPM	Середня ставка витрат на сукупний капітал	WACC, ставка витрат на власний капітал за CAPM	WACC, ставка витрат на власний капітал за CAPM	WACC, ставка витрат на власний капітал за CAPM
Критерії успішності	за декілька періодів	Акціонерна вартість	Вартість власного капіталу	Ринкова додана вартість (MVA)	Ринкова вартість власного капіталу	Вартість сукупного, власного та залишкового капіталу, темп росту СК	Вартість сукупного, власного та залишкового капіталу, темп росту СК	Корпоративна вартість, акціонерна вартість, MVA
	за період	Рентабельність обороту, критична маржа	Доходність від інвесторного капіталу (ROIC)		Доходність від іввестицій за грошовим потоком (CFROI)	Доходність від іввестицій (ROI)	Доходність від іввестицій (ROI)	Доходність від іввестицій (ROI)
	надприбуток		Економічний прибуток	Економічна додана вартість (EVA)	Грошова додана вартість (CFROI)	Розрахунковий результат	Внесок у вартість	Економічна додана вартість (EVA), економічний прибуток

Враховуючи конкретні умови функціонування підприємства можна стверджувати, що для оцінки його вартості доцільно обґрунтувати методичний підхід. Отримані за різними

концепціями результати співставляються для визначення остаточної оцінки вартості підприємства.

Висновки. Таким чином, можна сформулювати такі основні висновки та пропозиції щодо методичних підходів до оцінки вартості підприємств:

1. З'ясовано та узагальнено випадки, при настанні яких оцінюється вартість підприємства: 1) під час інвестиційного аналізу при прийнятті рішень про доцільність інвестування коштів; 2) у ході реорганізації підприємства; 3) у разі банкрутства та ліквідації підприємства; 3) у разі продажу підприємства як цілісного майнового комплексу; 4) у разі застави майна та при визначенні кредитоспроможності підприємства; 5) у процесі санаційного аудиту при визначенні санаційної спроможності; 6) під час приватизації державних підприємств.

2. Проаналізовано існуючі методичні підходи до оцінки вартості підприємства в рамках зарубіжних концепцій вартісно-орієнтованого управління, а також з'ясовано можливість їх застосування.

ЛІТЕРАТУРА

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2005. – 554с.
2. Международные стандарты оценки. Кн. 1, Г.И. Микерин (руководитель), М.И. Недужий, Н.В. Павлов, Н.Н. Яшина; в подготовке дополнений принимали участие (в скобках номера дополнений): Д.М. Гриненко (5), А.Н. Козырев (2), Г.В. Попов (1). – М.: ОАО «Типография «НОВОСТИ», 2000. – 264с.
3. Оценка бизнеса: Учебник / Под. ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 736с.
4. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2003. – 554с.
5. Хан Д., Хунгенберг Х. ПИК. Стоимостно-ориентированные концепции контроллинга: Пер. с нем. / Под ред. Л.Г. Головача, М.Л. Лукашевича и др. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 928с.
6. Черемных О.С., Черемных С.В. Стратегический корпоративный реинжиниринг: процессно-стоимостной подход к управлению бизнесом: Учеб. пособие. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 736с.
7. Чумаченко М.Г., Панков В.А. Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу // Фінанси України. – 2004. – №2. – С. 66-79.