УДК 334.716.007.62

Іванченко А. М., к.е.н., доцент, Козир Ю. В., оцінювач (Національний університет водного господарства та природокористування, м. Рівне)

ЕКОНОМІЧНА ДОЦІЛЬНІСТЬ ПРОВЕДЕННЯ ЕКСПЕРТНОЇ ОЦІНКИ ДІЮЧИХ ПІДПРИЄМСТВ

У статті проаналізовано основні методичні підходи до визначення і оцінювання вартості підприємства, як цілісного майнового комплексу. Здійснено дослідження основних методів оцінки вартості підприємства і можливостей їх застосування.

В статье проанализированы основные методические подходы к определению и оценке стоимости предприятия, как целостного имущественного комплекса. Осуществлено исследование основных методов оценки стоимости предприятия и возможностей их применения.

The article analyzes the main methodological approaches to the determination and valuation of the enterprise, as the entire property complex. The research of the basic methods of valuation and suitability.

Ключові слова: вартість підприємства, дохідний підхід, витратний підхід, порівняльний підхід, гудвіл.

Ще зовсім недавно поняття оцінки бізнесу в Україні розумілося як оцінка окремого підприємства у якості юридичної особи. У цьому аспекті оцінка бізнесу компанії ототожнювалася з оцінкою її майна, тобто вартість бізнесу розумілася як вартість всього майна оцінюваного підприємства. Таке бачення питання досить ефективно використовувалося у процесі приватизації державних підприємств, де головною метою було не оцінити майбутні можливості підприємства, а визначити вартість активів, що перебували у нього на балансі.

В умовах, коли процеси приватизації майже завершені, коли активно встановлюється вторинний ринок, оцінка бізнесу полягає в тому, щоб з'ясувати, скільки коштує фірма, яка отримує доходи, а також права власності, технології, конкурентні переваги, активи (матеріальні та нематеріальні), які дають можливість отримувати ці доходи.

Значну увагу оцінюванню вартості діючих підприємств в науковій літературі приділили Т. Коллер, Т. Коупленд, М. Міллер, Ф. Модільяні, Дж. Стюарт, К. Уолт, Дж. Фридман, Г. Харрісон, Дж. Хікс, У. Шарп та багато інших. Серед українських вчених можна виділити таких, як П. Круш, О. Кузьмін, Я. Маркус, В. Панков та інші.

Сьогодні оцінка бізнесу в України може розумітися у двох аспектах: як оцінка підприємства (оцінка цілісного майнового комплексу), та як оцінка власне бізнесу як конкретної діяльності, організованої в рамках певної організаційно-правової форми [9].

Особливістю процесу оцінки вартості є її ринковий характер. Це означає, що оцінка не обмежується визначенням лише одних витрат на створення або придбання оцінюваного об’єкту. Вона обов'язково враховує сукупність ринкових факторів: фактора часу, фактора ризику, ринкову кон'юнктуру, рівень і модель конкуренції, економічні особливості оцінюваного об’єкту, його ринкове реноме, а також макро- і мікроекономічне середовище.

На сьогодні актуальності набуває такий об’єкт оцінки, як цілісний майновий комплекс у вигляді діючого підприємства.

Для визначення реального стану справ на підприємстві оцінювачу необхідно з'ясувати:

- які цілі ставить перед собою підприємство (вижити або розвиватися);
- чи користується попитом продукція підприємства;
- який рівень конкуренції в галузі;
- чи є можливість підвищувати ціну на продукцію;
- який фінансовий стан підприємства [9].

Сторони, зацікавлені в проведенні оціночних робіт, прагнучи реалізувати свої економічні інтереси, визначають цілі оцінки. Оцінку бізнесу проводять в цілях:

- підвищення ефективності поточного управління підприємством;
- визначення вартості цінних паперів у разі купівлі-продажу акцій підприємств на фондовому ринку;
- визначення вартості підприємства у разі його купівлі-продажу цілком або по частинах.

Коли власник підприємства вирішує продати свій бізнес або коли один з членів товариства має намір продати свій пай, виникає необхідність визначення ринкової вартості підприємства або частини його активів. В ринковій економіці часто необхідно оцінити підприємство для підписання договору, що встановлює частки співвласників у разі розірвання договору або смерті одного з партнерів;

- реструктуризації підприємства. Ліквідація підприємства, злиття, поглинання або виділення самостійних підприємств зі складу холдингу передбачає проведення його ринкової оцінки, оскільки необхідно визначити ціну купівлі акцій, конвертації, величину премії, яку виплачують акціонерам фірми, що поглинається;
- розробки плану розвитку підприємства. В процесі стратегічного планування важливо оцінити майбутні доходи фірми, ступінь її стійкості і цінність іміджу;

- визначення кредитоспроможності підприємства і вартості застави при кредитуванні. В даному випадку оцінка потрібна внаслідок того, що величина вартості активів по бухгалтерській звітності може різко відрізнятися від їхньої ринкової вартості;

- страхування, в процесі якого виникає необхідність визначення вартості активів напередодні втрат;

- прийняття обґрунтованих управлінських рішень. Інфляція спотворює фінансову звітність підприємства, тому періодична переоцінка майна незалежними оцінювачами дозволяє підвищити реалістичність фінансової звітності, що є базою для прийняття фінансових рішень;

- здійснення інвестиційного проекту розвитку бізнесу. В цьому випадку для його обґрунтовування необхідно знати початкову вартість підприємства в цілому, його власного капіталу, активів, бізнесу [3].

В процесі антикризового управління також фігурує оцінка підприємства та отримання інформації про його вартість. Збільшення ринкової вартості підприємства означає, що підприємство знаходиться на стадії зростання, а її зниження є головним індикатором неблагополучного становища справ. Оцінка бізнесу, проведена при антикризовому управлінні, виконує ряд специфічних функцій. Зокрема, оцінка дозволяє визначити співвідношення між вартістю майна і розміром заборгованості за грошовими зобов'язаннями. Знання цього співвідношення необхідно для прийняття управлінських і судових рішень у всіх процедурах арбітражного управління [1].

Якщо звернутися до практики здійснення оцінки в Рівненській області., то однією з провідних фірм, які здійснюють оціночну діяльність є асоціація „Компанії „Експерт – Рівне”.

В 2003–2005 роках підприємство приймало участь в Проекті підтримки приватизації землі в Україні Агентства США з міжнародного розвитку. За Проектом було виготовлено близько 14 тис. державних актів на право власності на земельну частку (пай) по 15 сільських радах Костопільського та Сарненського районів.

В 2005 році була розроблена технічна документація по земельно-кадастровій інвентаризації земель м. Костопіль на загальній площі 1519,2856 га. У 2006 р. виграний тендер на участь в “Проекті видачі Державних актів на право власності на землю в сільській місцевості та розвиток системи кадастру”; згідно даного проекту виготовлено біля 8 тис. державних актів по 11 сільських радах в багатьох районах Рівненської області.

Успішно були виконані такі роботи:

- оцінка майна та боргових зобов’язань АК АПБ «Україна» на теренах Західної України;

- проведення робіт з оцінки майна та майнових прав ВАТ «Укртелеком» – філій у Рівненській, Волинській, Тернопільській, Хмельницькій, Чернівецькій областях;

- проведення оцінки майна відокремлених підрозділів ДП НАЕК «Енергоатом» у Рівненській та Хмельницькій областях (АЕС в Кузнецовську та Нетішині);

- переоцінка основних засобів ВАТ «Ощадбанк» у Волинській, Рівненській, Тернопільській, Хмельницькій областях.

Ще одним підприємством, яке працює на ринку з надання послуг по експертній оцінці є ЗАТ фірма «Техносервіс», що працює здебільшого над складними експертними оцінками на замовлення Міністерства фінансів України, Регіонального відділення Фонду державного майна України по Рівненській області. В числі оцінених об"єктів: два ювелірні заводи, УДППЗ "Укрпошта", золотоносний Можиївський рудник у Закарпатті, цукрові заводи й інші організації та підприємства України.

За період діяльності з 1997 року по теперішній час "Техносервіс" здійснив незалежну експертну оцінку 25 цілісних майнових комплексів, виконав понад 5 тисяч договорів.

Сучасна концепція управління вартістю підприємства і методи її оцінювання зорієнтовані на визначення та управління ринковою вартістю суб'єкта господарювання. При цьому методи, що дають змогу визначати вартість підприємства за ринковим критерієм, умовно можна поділити на кілька груп:

а) методи, засновані на аналізі доходів підприємства (дохідний підхід);

б) методи, які ґрунтуються на аналізі кон'юнктури фондового ринку, зокрема угод, які здійснюються з акціями або частками статутного капіталу підприємств, аналогічних оцінюваному (ринковий підхід);

в) методи, що базуються на визначенні вартості окремих активів (майновий підхід) [8].

При оцінці з позиції доходного підходу головним є доход, як основний фактор, який визначає величину вартості об'єкту. Чим більше доход, який приносить об'єкт оцінки, тим більше величина його ринкової вартості за інших рівних умов. При цьому мають значення тривалість періоду отримання можливого доходу, ступінь і вид ризиків, супроводжуючих даний процес. Оцінювач, що уважно вивчає відповідну ринкову інформацію, перераховує ці вигоди в єдину суму поточної вартості.

В межах цього підходу виокремлюють два основні методи:

- дисконтування грошових потоків (Discounted Cash-flow, DCF);

- визначення капіталізованої вартості доходів.

Метод дисконтування грошових потоків побудований на концепції теперішньої вартості майбутнього Cash-flow оцінюваного підприємства відповідно до окремих періодів.

Згідно з методом дисконтування грошових потоків вартість об'єкта оцінювання прирівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків (Cashflow) або дивідендів, які можна отримати в результаті

володіння підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства та збільшеної на вартість надлишкових активів.

Важливим є питання врахування при визначенні вартості підприємства його зобов'язань. При цьому виокремлюють два підходи:

- брутто-вартість – на базі сукупного капіталу (Entity);
- нетто-вартість – на базі власного капіталу (Equity).

Здебільшого, якщо структура капіталу підприємства є задовільною і воно не перевантажене боргами, використовують брутто-підхід.

Якщо ж баланс підприємства переобтяжено боргами, то об'єктивність оцінювання забезпечується використанням Equity-підходу. Отже, застосувавши ставку дисконтування до прогнозної суми чистого грошового потоку (чи дивідендів) за окремі періоди, отримаємо вартість підприємства (брутто). Різниця між цією вартістю та сумою позичкового капіталу відповідає чистій вартості підприємства (нетто) або загальній сумі власного капіталу за ринковою вартістю. Ринкова вартість власного капіталу дорівнює ринковій ціні корпоративних прав оцінюваного підприємства, тобто ціні, за яку його можна продати.

Капіталізація передбачає трансформацію доходів у вартість. Для визначення вартості підприємства за цим методом характерний для підприємства рівень доходів перетворюють у вартість шляхом його ділення на ставку капіталізації [8].

Метод доцільно використовувати для оцінювання вартості підприємств зі стабільними доходами чи стабільними темпами їхньої зміни.

Щодо порівняльного підходу – він є особливо ефективний у разі існування активного ринку співставних об'єктів власності. Точність оцінки залежить від якості зібраних даних, оскільки, застосовуючи даний підхід, оцінювач повинен зібрати достовірну інформацію про недавні продажі зіставних об'єктів.

Порівняльний підхід базується на застосуванні принципу заміщення. Для порівняння вибираються конкуруючі з оцінюваним бізнесом об'єкти. Звичайно, між ними існують відмінності, тому потрібно провести відповідне коригування даних.

У межах порівняльного підходу найпоширенішими методами вважаються такі:

- зіставлення мультиплікаторів;
- порівняння продажів [8].

Метод зіставлення мультиплікаторів дає змогу оцінити вартість підприємств на основі зіставлення значень окремих показників аналогічних підприємств.

Метод ґрунтується на тезі про рівність окремих мультиплікаторів, розрахованих для підприємств-аналогів.

У ролі мультиплікаторів здебільшого використовують такі показники: відношення ціни (корпоративних прав чи підприємства) до чистої виручки від

реалізації; відношення ціни підприємства до операційного грошового потоку; відношення ціни до чистого прибутку та ін.

Метод порівняння продажів (транзакцій) базується на оцінюванні вартості підприємства, виходячи з ціни продажу аналогічних об'єктів. Він передбачає, що суб'єкти ринку здійснюють операції купівлі-продажу майна за цінами, які були встановлені при купівлі-продажу аналогічних об'єктів. Оскільки абсолютних аналогів практично немає, ціни продажу порівнюваних підприємств коригуються на спеціально обчислені поправочні коефіцієнти, які характеризують рівень відмінності об'єкта оцінювання та його аналога.

Витратний підхід базується на оцінюванні витрат на відтворення (заміщення) або визначенні можливої вартості реалізації різних видів активів: матеріальних (основних і обігових) та нематеріальних, у т. ч. прав на інтелектуальну власність (патентів, ліцензій, торгової марки).

У межах цього підходу виокремлюють такі основні методи:

- оцінювання за відновною вартістю активів (витратний підхід);
- розрахунок чистих активів;
- розрахунок ліквідаційної вартості [10].

У межах витратного підходу основним методом оцінювання вважають метод відтворення (оцінювання за відновною вартістю активів).

Відновну вартість розраховують із використанням інформації про вартість відтворення майна в наявному вигляді в ринкових цінах на момент оцінювання. Метод базується на показниках первісної вартості активів, величини їхнього зносу та індексації.

Первісна вартість активів – це вартість окремих об'єктів активів, за якою вони були зараховані на баланс підприємства.

Відновна вартість – це вартість відтворення об'єкта оцінювання на дату оцінювання. Її визначають шляхом множення первісної вартості активів на коефіцієнт індексації. Враховуючи те, що з часом активи поступово втрачають споживчу вартість, на їхню оцінку суттєво впливає рівень фізичного та морального зносу. В разі індексації первісної вартості активів відбувається також індексація величини зносу. Реальна вартість матеріальних і нематеріальних активів характеризується їхньою залишковою вартістю, яку визначають як різницю між відновною (первісною) вартістю та проіндексованою сумою зносу. Вартість підприємства дорівнюватиме різниці між реальною вартістю його активів і ринковою ціною зобов'язань [4].

Основним недоліком методу вважають те, що на практиці балансова вартість активів майже ніколи не відповідає ринковій.

При оцінюванні вартості підприємства за цим підходом визначальним є те, що вона не дорівнює арифметичній сумі вартостей окремих майнових об'єктів підприємства. Цю вартість слід скоригувати на вартість гудвілу. Гудвіл – це вартість підприємства, його ділової репутації, нематеріальний актив, вартість якого визначають як різницю між балансовою вартістю активів

підприємства та його ринковою вартістю, що виникає в результаті застосування ефективних дій, домінуючої позиції на ринку, нових технологій тощо.

З метою врахування вартості гудвілу в процесі оцінювання вартості підприємства на практиці рекомендують застосовувати комбінацію методів оцінювання активів та капіталізації доходів (так званий «швейцарський метод середньої оцінки»), також здійснюють розрахунки репутації компанії, як інтегрованої характеристики вартості підприємства.

Згідно з англосаксонським методом враховують коефіцієнт загального дисконту річної ренти від вартості репутації за певну кількість років. Використовують також дисконтний метод визначення вартості репутації на підставі вищого облікового відсотка. Основними показниками в такому разі є офіційний обліковий відсоток або зміна ставки впродовж певного періоду [8].

В цілому всі три підходи взаємозв'язані. Кожний з них передбачає використання різних видів інформації, одержуваної на ринку. Наприклад, основними для витратного підходу є дані про поточні ринкові ціни на матеріали, робочу силу і інші елементи витрат. Доходний підхід вимагає використання коефіцієнтів капіталізації, які також розраховуються за даними ринку [9].

При виборі підходу перед оцінювачем відкриваються різні перспективи. Хоча ці підходи ґрунтуються на даних, зібраних на одному і тому ж ринку, кожний має справу з різними аспектами ринку. На ідеальному ринку всі три підходи повинні привести до однієї і тієї ж величини вартості. Проте більшість ринків є недосконалими, пропозиція і попит не знаходяться в рівновазі. Потенційні користувачі можуть бути неправильно інформовані, виробники можуть бути неефективні. З цих, а також із інших причин дані підходи можуть давати різні показники вартості.

Становлення цивілізованих ринкових відносин в Україні сприяє зростанню актуальності здійснення оцінки бізнесу та нерухомості і дослідження тих питань з оцінки, які завжди були об’єктом пильної уваги економістів усього світу. Процес приватизації, виникнення фондового ринку, розвиток системи страхування, перехід комерційних банків до видачі кредитів під заставу нерухомості формує потребу в новій послузі – оцінці бізнесу, визначенні вартості діючих підприємств.

Описані методики оцінки вартості підприємства використовуються не ізольовано, а доповнюють одна одну, використовуючи комбінацію різних показників (платоспроможності, фінансової стійкості, рівня рентабельності активів і власного капіталу, інвестиційних ризиків та ін.). Слід зазначити, що всі фактори на мікрорівні повинні інтерпретуватися в контексті з прогнозами макроекономічних і галузевих показників, а також політикою і планами власників Вибір методів оцінки залежить від характеристик оцінюваного підприємства та критеріїв вибору методичного інструментарію.

1. Егерев. И. А. Стоимость бизнеса: Искусство управления : учеб. пособие / И. А. Егерев. – М. : Дело, 2003. – 480 с. **2.** Есипов В. Е. Оценка бизнеса / В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова. – СПб. : Питер, 2002. – 416 с. **3.** Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12.07.2001 року № 2658-14. **4.** Комплексна оцінка вартості підприємства : монографія / Р. О. Костирко, Н. В. Тертична, В. О. Шевчук, Східноукр. нац. у-т ім. В. Даля. – Луганськ, 2007. – 224 с. **5.** Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Котлер, Д. Мурин. – Олимп-Бизнес, 2000. – 578 с. **6.** Національний стандарт № 1 „Загальні засади оцінки майна і майнових прав" : постанова КМУ від 10 вересня 2003 р. №1440. **7.** Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» від 29 листопада 2006 року № 1655. **8.** Островська Г. Оцінювання вартості підприємства як основа ефективного управління / Г. Островська // Галицький економічний вісник. – 2011. – №1(30). **9.** Посібник з оцінки бізнесу в Україні: навч. посібник / за ред. Я. І. Маркуса. – К. : Міленіум, 2002. – 320 с. **10.** Брезіцька О. В. Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства / О. В. Брезіцька //. **11.** Економіка. Фінанси. Право. – 2010. – № 1. – С. 3-8. **12.** Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб"єктів господарювання / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.

Рецензент: к.е.н., професор Кушнір Н. Б. (НУВГП)