

УДК 658.14/17

МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ПІДПРИЄМСТВ З ПОЗИЦІЇ УПРАВЛІННЯ ЇХ ВАРТІСТЮ

Сарапіна О.А.

У статті наведено результати вивчення методологічних підходів до оцінки підприємств з позиції управління їх вартістю. Наведено сучасну концепцію управління вартістю підприємства й методи її оцінки зорієнтовані на визначення й управління ринковою вартістю. Звернено увагу на переваги BSC, що дає можливість оцінити підприємство з погляду клієнтів і акціонерів. Розглянуто типи вартості підприємств і їх постійних активів відповідно до національних стандартів.

Ключові слова: методологія, оцінка, вартість підприємства, справедлива (ринкова) вартість, реструктуризація.

ВСТУП

Функціональна й економічна неефективність більшості промислових підприємств, недостатня сприйнятливість їх до досягнень науково-технічного прогресу і соціально-управлінських інновацій катастрофічно сповільнює розвиток країни в цілому, вивела Україну з числа передових країн світу. Ситуація в промисловості досягла критичного стану, що робить реформування підприємств настійно необхідною задачею.

Проблеми оцінки підприємств знайшли відображення у багатьох працях зарубіжних вчених, таких як Р.С. Каплан, Д.П. Нортон [1], І. Сегварі [2] та ін. Однак, ці дослідження і рекомендації потребують адаптації до вітчизняних умов, розробки методологічних підходів до оцінки підприємств з позиції управління їх вартістю, що й є метою даної статті.

Мета дослідження полягає у обґрунтуванні методологічних підходів до оцінки підприємств з позиції управління їх вартістю. Теоретичною та методологічною основою дослідження є діалектичний метод пізнання і системний підхід до вивчення

Сарапіна О.А., к.е.н., доцент, докторант Миколаївського державного аграрного університету

економічних процесів; монографічний; законодавчі, нормативно-правові акти з питань оцінювання підприємств аграрного сектору та управління їх вартістю.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Під впливом сучасних тенденцій розвитку макроекономічних умов набувають значення процеси трансформації економіки, заснованої на ціновому підході. Дана концепція виникла на базі концептуальних системних підходів стратегічного управління, розроблених Р.С. Капланом, Д.П. Нортеном (BSC) [1, с.368].

Вартісний підхід дає можливість використати єдині показники під час прийняття як стратегічних, так і оперативних інвестиційних рішень, визначати, де створюється додана вартість і ефективно управляти грошовими потоками для збільшення капіталу акціонерів у процесі реструктуризації.

Сучасна концепція управління вартістю підприємства й методи її оцінки зорієнтовані на визначення й управління ринковою вартістю. При цьому підході можливо в цілому вартість підприємствам розбити на декілька методів, визначених по наступних групах:

- методи, які базуються на визначенні вартості окремих активів (майновий підхід);
- методи, які базуються на аналізі кон'юнктури фондового ринку (ринковий підхід);
- методи, в основі яких лежить аналіз доходів компанії (дохідний метод).

Майновий підхід при оцінці вартості компанії базується на оцінці витрат, спрямованих на нагромадження або визначення можливої вартості реалізації різних видів активів: матеріальних – основних і обігових, і нематеріальних. Сума вартості всіх цих активів є загальною вартістю підприємства.

Ринковий підхід дає можливість визначити ціну, яку готові заплатити нові власники нинішнім акціонерам за оцінене підприємство, при цьому загальна вартість підприємства визначається як сукупна ринкова вартість її акцій на основі порівняння оцінюваного підприємства з аналогічним. Такий підхід дає можливість визначити поточну ринкову вартість без урахування перспектив її зростання.

Дохідний метод базується на аналізі грошових потоків або визначенні економічного прибутку. По суті, дохідний підхід показує ефективність і період повернення інвестицій, з огляду на альтернативну вартість використання капіталу й премії за ризик, і зорієнтований на задоволення потреб власників підприємства в збільшенні свого капіталу. Вартість підприємства, визначена за дохідним методом, багато в чому обумовлена очікуваними доходами. Оцінка вартості на основі майнового, ринкового або дохідного методів лише з використанням ринкового критерію не показує вартісної цінності для широкого кола споживачів, не адекватно показує конкурентоспроможність і її можливості до зростання.

Концепції BSC і управління вартістю в процесі

реструктуризації виникли одночасно й у даний момент вважаються одними з популярних концепцій у світі бізнес-реструктуризації. Перевага BSC полягає в цілісності й системності, дає можливість оцінити підприємство з погляду клієнтів і акціонерів. Управління вартістю має іншу перевагу – математичну точність і єдність критеріїв щодо прийняття управлінських рішень. Такі автори, як Сегварі І. [2, с.51], Стігліц Дж. [3, с.251], Хікс Джон [4, с.63] звертають увагу на потребу інтеграції концепції BSC і управління вартістю підприємства з використанням показника економічної доданої вартості (EVA), що дає можливість ліквідувати недоліки й збільшити переваги кожної з концепцій.

Формування нової методології оцінки й управління вартістю підприємства в процесі фінансової реструктуризації має базуватися на оцінці можливості підприємства генерувати більше цінностей для споживачів і значно ефективніше, ніж конкуренти. Тобто цінність реструктуризованого підприємства показує не тільки фінансові, економічні показники функціонування, а й характеризує роль у соціально-економічному розвитку регіону й держави, суспільства у цілому.

На підставі такого підходу вартість є сумарним показником, що характеризує розміри й конкурентоспроможність, ринкову вартість капіталу підприємств, ефективність функціонування, роль підприємства в соціально-економічному розвитку суспільства. Таким чином, вартісний метод являє собою замкнуту систему визначення розмірів, моніторингу для проведення реструктуризації.

Порівняльний похід до оцінки вартості на основі цінового підходу в процесі фінансової реструктуризації передбачає оцінку досліджуваного підприємства за головними показниками в порівнянні зі світовими досягненнями. Порівняльна оцінка вартості до й після фінансової реструктуризації повинна дати відповідь на питання: як реструктуризувати підприємство, щоб стабільно генерувати більше цінностей і ефективніше управляти грошовими потоками. Відповідь на це питання вимагатиме ідентифікації головних показників максимізації вартості підприємства й відділення ключових стратегічних сфер компетенції.

Актуалізація завдань управління вартістю підприємств передбачає усвідомлення того, що являє собою об'єкт управління. У цей час склалася стійка концепція вартості, зафіксована в Міжнародних стандартах фінансової звітності й, у більшій мірі, у Міжнародних стандартах оцінки і яка знайшла загально визнане тлумачення. Що стосується національних стандартів, то частина з них використовується або перебуває в стадії впровадження, а інші – тільки розробляються.

Ринкова вартість (*market value*) – це розрахункова грошова величина, за яку на дату оцінки після адекватного маркетингу передбачає перехід підприємства (як бізнесу, корпоративних прав або активів) внаслідок комерційної угоди між добровільними покупцем і продавцем за умови, що кожна зі сторін діяла компетентно, розважливо й без примусу, ринкова вартість визначається без обліку

витрат, пов'язаних із трансакцією.

Ринкова вартість набуває форми оцінної вартості (*estimated value*), тобто такої, котра обчислюється професійним оцінювачем, а будучи зафіксованою в балансі підприємства, стає переоціненою сумою (*revalued amount*) [5, с.54].

Прояв вартості підприємства на фондовому ринку простежується через категорію "ринкова вартість фірми" (*market value of firm*), під якою розуміється ринкова вартість акціонерного капіталу (*market value of equity*), тобто ціна простої акції корпорації помножена на кількість акцій в обороті. Оскільки підприємство можна розглядати як існуючий або майбутній бізнес, функціонування якого пов'язане із внесенням інвестицій, або як набір активів.

При реорганізації підприємства шляхом його розподілу використовується категорія "вартість при розподілі" (*breakup value*), під якою розуміється грошова сума, очікувана від розподілу багатопрофільного бізнесу на кілька підприємств і продажу їх окремо.

При ліквідації підприємства його вартість набуває форми ліквідаційної вартості (*liquidation value*), тобто грошової суми, яку можна одержати від розподілу підприємства на певні активи й продажу їх окремо (ліквідація не виключає також продажу підприємства як цілісного майнового комплексу або його акцій). "Власники й кредитори розглядають ліквідаційну вартість із різних точок зору - перших цікавить залишкова вартість акціонерного капіталу (*residual equity value*), других - ефективна чиста вартість (*effective net value*)" [6, с. 12].

Залишкова вартість акціонерного капіталу відповідає грошовій сумі, на яку можуть розраховувати власники простих акцій, майнові вимоги яких розглядаються в останню чергу. Ефективна чиста вартість являє собою суму залишкової вартості акціонерного капіталу й номінальної вартості субординованого боргу.

Категорії "ліквідаційна вартість" і "вартість при примусовому продажу" не є тотожними, оскільки умови ліквідації підприємства можуть відповісти умовам адекватного маркетингу. Якщо ж період ліквідації обмежується кредиторами, то ліквідаційна вартість набуває форми вартості при примусовому продажу.

Вартість виступає як витрати на придбання (*acquisition costs*), що визначають історичну вартість у сукупності з витратами на закриття угоди (*deal closing costs*), тотожним поняттям є "витрати на здійснення угоди" (*transaction costs*). Якщо придбання відбувається під час відкритих конкурсних торгів, використовується термін "аукціонна вартість" (*auction realizable value*), що передбачає обчислення вартості на підставі адекватного маркетингу, при цьому продаж відбувається за місцезнаходженням підприємства й активи виставляються на продаж одночасно [7, с.65].

Головними критеріями, що описують вартість капіталу підприємства як джерела фінансування активів є книжкова вартість власного капіталу (*book value of equity*), тобто розмір власного (акціонерного) капіталу, відображений у бухгалтерському балансі, і

ринкова вартість акціонерного капіталу. У випадку, коли за результатами емісії отримують кошти в сумі більшій, ніж передбачалося, їх вартість характеризує категорія "капітал, внесений понад номінальну (або оголошену) величину" (*capital contributed in excess of par (or stated) value*), синонім - надлишковий капітал (*capital surplus*) [7, с.71].

Наявність надлишкового капіталу є, безумовно позитивним явищем, що свідчить про інвестиційну привабливість підприємства. Антиподом цього виступає погіршення капіталу (*capital impairment*), що представляє собою грошову суму, яка характеризує зниження вартості активів підприємства в порівнянні з номінальною вартістю його акцій, які знаходяться в обігу (табл. 1).

Необхідність переоцінки капіталу, насамперед в умовах значної інфляції, відбиває категорія "переоцінка спожитого капіталу" (*capital consumption adjustment*), що представляє собою суму індексацій величини амортизації. Для цілей оподаткування капіталу використовується категорія "скоректований базис" (*adjusted basis*) - розраховується для встановлення суми податку на збільшення вартості капіталу шляхом збільшення витрат, які амортизуються на величину наступних витрат [7, с. 65].

Порівняння визначень типів вартості за національними і міжнародними стандартами свідчать про їхнє зближення. Розходження обумовлені, по-перше, перекладом термінів, що несуттєво, по-друге, трактуванням ринкової вартості як справедливої (міжнародні стандарти, як було показано вище, розділяють ці поняття й допускають збіг значень цих типів вартості лише в окремих випадках), по-третє, обмеженою кількістю визначень вартості за національними нормативними документами. Останнє є суттєвим фактором, що не дозволяє здійснювати оцінку й управління вартістю за допомогою сучасного категоріального апарата. Негативний прояв цього фактора може бути усунутий при розробці національних стандартів оцінки нерухомості, виробничих засобів, машин і устаткування, діючого підприємства й бізнесу.

Стандартним у практиці оцінки є використання довгострокового (10-15 років) періоду, що в умовах динамічного й непередбаченого зовнішнього оточення, що постійно міняється, насамперед, внаслідок державного впливу, неможливо.

Це обумовлює нетривалий строк прогнозування (2-3 роки) або використання усередненого (ретроспективного) грошового потоку. Неможливість складання достовірного прогнозу особливо проявляється при оцінці всієї сукупності джерел доходу, тому доводиться обґрунтовувати свої судження на найбільш прогнозованому доході від реалізації продукції.

Варто враховувати також, що внаслідок об'єктивних структурних зрушень кон'юнктура ринку є в принципі складнопрогнозованою, а різка диференціація рентабельності і, як наслідок, поява значної кількості збиткових підприємств часто унеможливають оцінку з використанням дохідного підходу.

Таблиця 1 Типи вартості підприємств і їх постійних активів відповідно до національних стандартів

Тип вартості	Економічна сутність
Справедлива (ринкова)	Імовірна ціна, за якою майно може бути продане на дату оцінки на відкритому конкурентному ринку при відсутності додаткових інвестиційних умов угоди між усвідомленими, зацікавленими й незалежними сторонами. Сума, за якої можуть бути здійснені обмін активу або оплата зобов'язання в результаті операції між знаючими, зацікавленими й незалежними сторонами.
Ринкова вартість підприємства при існуючому використанні	Сукупна переоцінена вартість активів, використовуваних підприємством запланованим способом з метою одержання поточного фінансового результату, збільшена на переоцінену вартість надлишкових активів, які оцінюються виходячи з найкращого варіанта їхнього альтернативного використання, включаючи вартість ліквідації, і зменшена на суму зобов'язань.
Вартість діючого підприємства (цілісного майнового комплексу)	Вартість підприємства, формована завдяки функціонуванню його як діючого і єдиного цілого і яка є сумою капіталізованих доходів від його діяльності, збільшеної на вартість надлишкових активів підприємства, визначену виходячи з найкращого альтернативного варіанта використання цих активів, у тому числі їхньої ліквідації.
Балансова вартість активів	Вартість, за якою активи відображені в балансі підприємства, після втримання суми накопиченої амортизації.
Чисті активи	Активи підприємства за відрахуванням його зобов'язань
Переоцінена вартість активів	Вартість необоротних активів після їхпереоцінки. Вартість, за якою активи відображені в передатному балансі підприємства, складеному на дату оцінки.
Інвестиційна	Вартість майна при конкретних додаткових інвестиційних умовах договору.
Ліквідаційна	Вартість майна, оцінюваного виходячи з умов змушеного його продажу в строк, визначений ліквідаційною комісією і який є занадто коротким для проведення відповідного маркетингу. Сума коштів або вартість інших активів, що підприємство очікує одержати від реалізації (ліквідації) необоротних активів після закінчення строку їхнього корисного використання (експлуатації), за винятком витрат, пов'язаних із продажем (ліквідацією).
Вартість ліквідації	Чиста поточна грошова сума, що очікується одержати за майно після утримання очікуваних витрат, пов'язаних з ліквідацією (окремий випадок застосування ліквідаційної вартості)
Первісна вартість	Історична (фактична) собівартість необоротних активів у сумі коштів або справедливої вартості інших активів, сплачених (переданих), витрачених для придбання (створення) необоротних активів
Амортизаційна вартість	Первісна або переоцінена вартість необоротних активів за винятком їхньої ліквідаційної вартості
Вартість відтворення	Поточна вартість витрат на відтворення необоротних активів за винятком всіх видів зносу
Залишкова вартість заміщення	Поточна вартість витрат на придбання (будівництво) об'єкта, подібного за функціональним призначенням до оцінюваного, котрий може бути йому задовільною заміною
Сума очікуваного відшкодування	Сума, що підприємство очікує до відшкодування вартості необоротного активу під час його майбутнього використання, включаючи його ліквідаційну вартість
Початкова ціна майна	Ціна, з якої починається продаж майна, розрахована встановленими законодавством способами, що передбачають конкуренцію покупців і зміну цієї ціни при продажу
Станова вартість	Дисконтна на дату оцінки справедлива (ринкова) вартість необоротного активу, визначена на передбачувану дату закінчення терміну дії договору застави з метою укладання договору застави майна

ВИСНОВКИ

При порівнянні підходів до оцінки вартості підприємств, використовуючи традиційну методологію й пріоритетні прийоми застосування оцінки в умовах економічної трансформації,

виявлено, що дохідний метод у традиційній методології практично за всіма критеріями відзначений позитивним фактором участі, при відсутності такого у майновому методі. По порівняльному відзначено два випадки: факторної участі за середньо- і короткостроковими доходами і

можливістю перепродажу як контрольного пакета акцій у майбутньому; за орендою окремих активів. Традиційна методологія побудована на методах оцінки доходів підприємств, тому саме даний метод є найкращим.

Критерій цільової настанови інвесторів при використанні пріоритетних прийомів оцінки вартості в умовах економічної трансформації кращий для майнового методу, тут відзначено три позитивних значення фактора участі: по доходах від реалізації майна; по довгострокових доходах за рахунок проведення реструктуризації; по одержанню кредиту під заставу майна.

При використанні критерію – тип підприємства, за традиційною методологією застосовані всі три методи; фактори позитивної участі різні по кожному з них. По дохідному методу: новостворене підприємство, що функціонує в перспективній галузі; підприємство з обмеженим ринком; підприємство, що має значні темпи зростання в перспективній галузі.

По порівняльному: ефективно працююче в стабільній галузі з високим рівнем конкуренції; галузь, до якої належить підприємство зі статистичною залежністю між вартістю й показниками діяльності. По майновому методу схожі фактори участі, що й по дохідному.

Критерій стану ринку запропонований при використанні традиційної методології максимально по дохідному методу по фактору участі: фондового ринку. Слід зазначити, що в цей час найбільш застосований є дохідний метод у традиційній методології практично за всіма критеріями оцінки. Пріоритетні прийоми застосування оцінки в умовах економічної трансформації практично не затребувані. Це є негативним явищем і свідчить про необхідність наукової трансформації даних методів при обліку критеріїв оцінки по факторах участі. В умовах економічної трансформації пріоритетними прийомами є майновий метод – тут відзначена максимальна тенденція факторів участі.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Kaplan R.S. *Advansit Manadgmt Accouting* / R. S.Kaplan, A. A. Atkinson // Upper Saddle Rivers New Gersey A Prentice Hall, 2001. – 379 p.
2. Ледомская С. Сертификатной приватизации в Украине: некоторые аспекты определения основных результатов / С. Ледомская // *Економіка України*. – 2001. – № 8. – С. 24-28.
3. Стиглиц Дж. *Економіка государственного сектора* / Дж. Стиглиц. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 403 с.
4. Хикс Дж. Р. *Стоимость и капитал* / Хикс Дж. Р. – М.: Прогресс, – 2005. – 488 с.
5. Галасюк В.В. О нижнем пределе значений ликвидационной стоимости объекта оценки / В.В. Галасюк // *Держ. інформ. бюл. приватизації*. – 2000. – № 2. – С. 51-53.
6. Акимова И.А. Анализ пассивной и стратегической реструктуризации на крупных промышленных предприятиях Украины / И.А. Акимова // *Вестник Харьковского политехнического университета*. – 2005. – №16. – С. 12-18.
7. Огаджанян А. Б. Ликвідаційна вартість і початкова ціна продажу майна з аукціону / А. Б. Огаджанян // *Держ. інформ. бюл. приватизації*. – 2002. – №6. – С. 65-71.