

УДК 658:005.591.4
К 48

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА В ПРОЦЕСІ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ*

О. Ф. Кльосова, студ.

Національний університет кораблебудування, м. Миколаїв

Анотація. Розглянуто методичні підходи до оцінки вартості підприємства та обґрунтовано доцільність їх використання в процесі реструктуризації.

Ключові слова: реструктуризація, вартісна оцінка.

Аннотация. Рассмотрены методические подходы к оценке стоимости предприятия и обоснована целесообразность их использования в процессе реструктуризации.

Ключевые слова: реструктуризация, стоимостная оценка.

Annotation. Methodic approaches to the assessment of cost of enterprise have been studied, practicability of their use in the process of restructuring has been proved.

Keywords: restructuring, cost.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

У світовій і вітчизняній теорії та практиці одним із поширених засобів фінансового оздоровлення підприємства є реструктуризація. Складність, високий ступінь невизначеності результатів реструктуризації підприємств вимагає наявності всеосяжного критерію оцінки ефективності цього процесу. В якості такого критерію досить тривалий час використовується вартість підприємства, так як її оцінка вимагає повної інформації щодо запланованих перетворень, глибокого аналізу несприятливих обставин і сприятливих можливостей, з якими стикається підприємство в процесі реструктуризації [14].

Оцінка вартості будь-якого об'єкта є впорядкований, цілеспрямований процес визначення в грошовому виразі вартості даного об'єкта з урахуванням потенційного і реального доходу, принесеного ним у конкретних ринкових умовах. Саме тому, оцінка підприємства необхідна для вибору обґрунтованого напрямку його реструктуризації, адже в процесі оцінки виявляють альтернативні підходи до управління підприємством і визначають, який з них забезпечить підприємству максимальну ефективність, а, отже, і більш високу ринкову ціну, що і є основною метою власників і завданням керуючих фірм в ринковій економіці.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Проблемам оцінки вартості підприємства реструктуризації в сучасних умовах присвячено чимало досліджень вітчизняних учених, таких як А. М. Кругляк [6], І. О. Лепьохіна [8], К. І. Деревянко [4], А. В. Миронюк [12], А. Д. Ротар [12], С. Скочиляс [13], Г. В. Єфімова [5].

МЕТА СТАТТІ – дослідити методичні підходи до оцінки вартості підприємства та обґрунтувати їх використання в процесі реструктуризації.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Процес реструктуризації можна визначити як забезпечення ефективного використання виробничих ресурсів, що призводить до збільшення вартості підприємства [2]. В якості критерію ефективності проведених перетворень виступає зміна вартості бізнесу.

В оцінці вартості підприємства використовується три підходи: дохідний, майновий та ринковий.

Оцінка вартості підприємства з використанням дохідного підходу ґрунтується на визначенні теперішньої вартості очікуваних вигід (доходів, грошових потоків) від володіння корпоративними правами підприємства. В основі підходу лежить теза, що метою вкладання капіталу інвестором у купівлю підприємства передусім є отримання стабільних доходів. У рамках цього підходу виокремлюють два основні методи:

– дисконтування грошових потоків (дисконтування Cash-flow);

– визначення капіталізованої вартості доходів.

При оцінці вартості підприємства цими методами дані про вартість, склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку, а використовується лише інформація про здатність активів генерувати доходи. Такий методологічний підхід за своєю природою є однотипним з методологією оцінки доцільності інвестицій на базі концепції зміни вартості грошей у часі [10].

Згідно з майновим підходом вартість підприємства розраховується як сума вартостей усіх активів (основних засобів, запасів, вимог, нематеріальних активів тощо), що складають цілісний майновий комплекс, за

* Стаття виконана під науковим керівництвом канд. екон. наук, доц. Г. В. Єфімової.

мінусом зобов'язань. Основним джерелом інформації за даного підходу є баланс підприємства [3].

Оцінка вартості підприємства на базі активів заснована на так званому принципі субституції, згідно з яким вартість активу не повинна перевищувати ціни заміщення всіх його складових. У рамках цього підходу розрізняють такі основні методи:

- оцінка за відновною вартістю активів (витратний підхід);

- метод розрахунку чистих активів;

- розрахунок ліквідаційної вартості.

Ринковий підхід передбачає розрахунок вартості підприємства на основі результатів його зіставлення з іншими бізнес-аналогами. Головним тут є наявність прийнятної бази для порівняння та підприємств-аналогів. Подібний бізнес повинен вестися в тій же галузі, що і об'єкт оцінки, або в галузі, що є чутливою до тих самих економічних чинників. Для з'ясування цього питання слід провести порівняльний аналіз кількісних та якісних подібностей та відмінностей між аналогічними підприємствами та об'єктом оцінки [11]. В рамках ринкового підходу найуживанішими методами вважаються методи:

- зіставлення мультиплікаторів;

- порівняння продажів (транзакцій).

Однак динаміку розвитку підприємства враховує тільки дохідний підхід в частині методу дисконтування грошових потоків. Всупереч думці деяких економістів [1], які стверджують, що "метод дисконтування грошових потоків в "чистому" вигляді не дає достатнього чіткого орієнтиру для покупця щодо реальної вартості бізнесу, так як існуюча методика не включає в себе елементи, які можуть не брати участь у формуванні грошового потоку, але, тим не менш, істотно впливають на вартість бізнесу. До переліку даних елементів відносяться в першу чергу складові витратного підходу – активи і зобов'язання підприємства [1]. З приводу даного твердження необхідно зауважити, що урахування як довгострокових, так і короткострокових зобов'язань підприємства неодмінно враховується в розрахунку грошового потоку. Вартість активів відображається через їх прибутковість, що найбільше відповідає ринковим вимогам, тому що нікому не потрібне майно, яке не приносить дохід. Причому саме даний метод дозволяє найбільшою мірою коректно врахувати всі перетворення, що були заплановані в процесі реструктуризації, всі вимоги інвесторів і тим самим визначити інвестиційну вартість бізнесу.

Метод капіталізації може застосовуватися в тих випадках, коли очікувані результати діяльності компанії не суттєво відрізнятимуться від їх поточного обсягу або будуть зростати прогнозованими темпами, що вже не відповідає умовам реструктуризації і не може бути застосовано. Метод, заснований на дисконтуванні майбутніх доходів, використовується за умови, що вони будуть суттєво відрізнятися від поточного рівня внаслідок

дії таких факторів, як очікувані зміни в структурі бізнесу або в економічній ситуації. Метод дисконтування грошових потоків охоплює найбільшу кількість факторів, що впливають на вартість капіталу. Це обумовлено високим ступенем кореляції грошового потоку з показниками ринкової вартості компанії та економічною сутністю показника грошового потоку, що враховує всі рішення щодо операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства. Даний метод орієнтований на оцінку перспектив підприємства і передбачає оцінку насамперед не майна оцінюваного об'єкта, а доходів, які може принести це майно. Тому вартість підприємства в цьому випадку залежить, в першу чергу, від майбутніх вигод, які будуть отримувати власник або інвестор даної компанії. Отже, особливу роль у формуванні вартості компанії відіграють очікування, пов'язані з майбутнім створенням вартості. Сутність методу дисконтування грошових потоків. Весь період володіння підприємством ділиться на прогнозний і пост прогнозний (залишковий) періоди. Прогнозний період триває до тих пір, поки існує можливість визначення майбутніх грошових потоків і темпи зростання компанії не стабілізуються.

Далі майбутні грошові потоки та залишкова вартість дисконтуються до своєї поточної вартості з використанням ставки дисконту, яка відповідає прийнятній для інвестора ставці доходу з урахуванням ризику отримання очікуваних грошових потоків.

Основні етапи методу дисконтування грошового потоку [14]:

Етап 1. Прогноз валових витрат і доходів до того моменту, коли господарська діяльність стабілізується.

Етап 2. Проведення інвестиційного аналізу, який включає:

- прогнозування зміни власного оборотного капіталу;

- прогнозування капітальних вкладень;

- розрахунок зміни довгострокової заборгованості (для моделі грошового потоку, принесеного власним капіталом).

Етап 3. Визначення вільного грошового потоку, тобто грошового потоку від основної діяльності, на який можуть претендувати кредитори та акціонери. Дуже важливо правильно визначити вільний грошовий потік (далі, грошовий потік), щоб не допустити невідповідності між ним і ставкою дисконту.

Якщо величина грошового потоку від'ємна, тобто відтік грошових коштів перевищує їх надходження, то вартість бізнесу – від'ємна. Фактично це означає відтік грошових коштів від власників бізнесу. Даний факт, як правило, зумовлений хронічною нестачею власних оборотних коштів, потребою в капіталовкладеннях, зменшенні амортизаційних відрахувань внаслідок численних нерегламентованих переоцінок основних фондів.

Етап 4. Визначення відповідної ставки дисконту. Ставка дисконту характеризує норму прибутку, за якою

майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на момент оцінки. Вона враховує премію за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою. Ставку дисконтування для цілей оцінки вартості підприємства рекомендується розраховувати на основі використання моделі середньозваженої вартості капіталу (*WACC*) [11].

Рядом методик пропонується також розрахунок ставки дисконту як суми двох її основних компонентів:

- процентної ставки з мінімальним ризиком (чи без ризикової): рекомендується розраховувати, виходячи з середньої по ринку дохідності за депозитними вкладеннями; можуть братися ставки за гривневими депозитами, скориговані на середньорічні темпи інфляції, які закладаються в них, або ставки за валютними депозитами;

- кумулятивної надбавки за ризик, яка включає різні надбавки за ризик вкладень у конкретне підприємство, зокрема можуть передбачатися надбавки за [7]: неточність прогнозування очікуваних грошових потоків (1–3%); ризик структури капіталу (0–2 %); високий рівень поточної заборгованості (0–2 %); ризик помилкових рішень менеджменту, ризик погіршення ситуації підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції (2–4 %); інфляційні ризики (залежно від прогнозних темпів інфляції).

Слід звернути увагу на необхідність узгодження розрахунку ставки дисконтування з типом очікуваних вигід, які приводяться до теперішньої вартості: якщо майбутні доходи чи грошові потоки розраховуються з урахуванням сплати податків, то ставку дисконту також слід скоригувати на вплив податкового фактора (наприклад, *WACCs*). Навпаки, вигоди до оподаткування слід дисконтувати за ставкою, розрахованою без урахування ставки оподаткування.

Етап 5. Розрахунок залишкової вартості залежно від перспектив підприємства.

Для об'єктивного прогнозування всіх майбутніх грошових доходів, які можна одержати, вкладаючи кошти в підприємство, слід визначити його залишкову вартість у пост прогнозний період (вартість реверсії) [9].

Правильно оцінити вартість грошового потоку пост прогнозного періоду – дуже важливий момент, тому що на її частку може припадати 55 % і вище сукупної вартості компанії. Якщо підприємство прибуткове і у нього стабільні темпи зростання, тоді залишкова вартість розраховується такими методами [11]:

- модель Гордона, згідно з якою залишкова вартість підприємства (загальна ринкова вартість його корпоративних прав = K_A) може бути розрахована як відношення чистого $FCFp$ у постпрогнозний період (квартал, рік) до різниці між ставкою дисконту (*WACC*) і темпами приросту $FCF(g)$: $K_A = FCFp / WACC - g$;

- триступінчата модель розрахунку, за якою період ділової активності підприємства умовно поділя-

ється на три фази: протягом першої (наприклад, від 1 до 5 років) рентабельність інвестицій у підприємство набагато перевищує ставку дисконту; протягом другої (6–10 років) спред між *WACC* та *ROI* зменшується; починаючи з 10–20 року темпи приросту підприємства є мінімальними і ставка дисконту наближена до рентабельності активів. Відповідно до цього підходу, який на сьогодні є найпоширенішим в європейській практиці оцінки вартості підприємств, прогнозна залишкова вартість підприємства може розраховуватися як відношення FCF у постпрогнозний період до ставки дисконту.

Якщо передбачається, що в залишковий період підприємство неприбуткове і нестабільне, тоді використовуються методи [14]:

- за вартістю чистих активів. У цьому випадку в якості залишкової вартості використовується очікувана залишкова ринкова вартість активів на кінець прогнозного періоду;

- за ліквідаційною вартістю. В якості залишкової вартості використовується очікувана ліквідаційна вартість активів на кінець прогнозного періоду.

Етап 6. Дисконтуємо майбутні річні грошові потоки (або прибуток) і залишкову вартість з використанням коефіцієнта поточної вартості.

Етап 7. Підсумовуємо річну та залишкову поточні вартості, щоб визначити величину вартості діючого підприємства.

Етап 8. Додати вартість надлишкових активів, надлишок власного оборотного капіталу. Відняти вартість неврахованих зобов'язань і нестачу власних оборотних коштів.

Етап 9. Відняти вартість боргових зобов'язань, якщо при розрахунках використовувався грошовий потік для інвестованого капіталу.

Етап 10. Врахувати премії (знижки) за володіння контрольним (неконтрольним) пакетом акцій і рівень ліквідності.

Щодо ступеня доцільності використання методу дисконтованих грошових в тому класичному варіанті, як він розглянутий вище, думки вітчизняних економістів розділяються. Одні є прихильниками методу і вважають, що він один з небагатьох відображає реальну вартість бізнесу. Інші вважають, що безпосередньо моделі типу Гордона чи моделлю, пов'язані з дисконтуванням грошових потоків в Україні застосовувати неможливо. Ці моделі дають занадто великі помилки.

Для прийняття рішення про доцільність і можливість втілити в життя проект з реорганізації підприємства, аналітики [14]:

- проводять детальний аналіз структури витрат (по елементній);

- прогноз динаміки внутрішніх факторів будують на основі розмови з керівництвом підприємства;

- після зібрання необхідної інформації складають прогноз розвитку компанії;

– отримавши фінансовий результат, намагаються оцінити інші статті доходів і витрат, які можуть бути досить істотними;

– отримавши прогнозні значення прибутку, приступають до оцінки величини податків і до розрахунку чистого прибутку;

– знаходять спосіб спрогнозувати реальний прибуток, який би підприємство показало, якби бухгалтерський облік вівся за західними стандартами, тобто знаходять величину ефективної ставки податку на прибуток;

– після того, як прогноз готовий і вирішені дві проблеми – які характеристики компанії розглядати і з чим їх порівнювати, виконують оцінку вартості підприємства. Найчастіше використовують три основні показники – EV / E , EV / S , EV / I , де EV – капіталізація

плюс чиста фінансова заборгованість, E – прибуток, S – обсяг продажів, A – активи.

ВИСНОВКИ

Отже можна сказати, що теорія оцінки не має більш універсального методу, ніж метод дисконтування майбутніх доходів, який більшою мірою відображає інтереси інвесторів і відповідає сутності інвестиційної вартості. Тому, незважаючи на суб'єктивність оцінок вартості, саме цей метод надає інструменти для адаптації способів визначення вартості капіталу до вітчизняних умов господарювання. Компенсувати існуючі недоліки методу дисконтованих грошових потоків можливо при розрахунку поточної вартості бізнесу в умовах невизначеності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- [1] **Аганбегян, А. Г.** Социально-экономическое развитие России [Текст] / А. Г. Аганбегян. – М. : Дело, 2003.
- [2] **Андрушків, Б.** Управління процесом реструктуризації промислових підприємств в умовах економічних реформ [Електронний ресурс] / Б. Андрушків, Н. Кирич, О. Погайдак. – Режим доступу: nbuv.gov.ua/Portal/Soc_Gum/Venu/2012_1/1.pdf.
- [3] **Гречан, А. П.** Умови ефективного використання інтелектуального капіталу [Текст] / А. П. Гречан // Вісник Хмельницького національного університету. – 2009. – № 1. – С. 12–18.
- [4] **Дервянко, К. І.** Оцінювання впливу зовнішнього середовища на прийняття рішення щодо реструктуризації підприємства [Текст] / К. І. Дервянко // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2010. – № 2. – С. 71–74.
- [5] **Сфімова, Г. В.** Передумови та концепція реструктуризації промислових підприємств [Текст] / Г. В. Сфімова // Економічні інновації. – Одеса : ППРЕД, 2010. – № 41. – С. 97–103.
- [6] **Кругляк, А. М.** Управління процесами реструктуризації як форма фінансового оздоровлення підприємства [Текст] / А. М. Кругляк // Інвестиції: практика та досвід. – 2008. – № 20. – С. 45–49.
- [7] **Круш, П. В.** Оцінка бізнесу [Текст] / П. В. Круш, С. В. Поліщук. – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 264 с.
- [8] **Лепьохіна, І. О.** Реструктуризація підприємства як чинник поліпшення управління діяльністю підприємства [Текст] / І. О. Лепьохіна // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2006. – № 5. – С. 176–179.
- [9] **Маренков, В. Н.** Концепция управления стоимостью [Электронный ресурс] / В. Н. Маренков, В. В. Демшин // Управление компанией. – 2006. – № 4. – Режим доступа: www.cfin.ru.
- [10] **Мендрул, О. Г.** Управління вартістю підприємств [Текст] / О. Г. Мендрул // Монографія. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.
- [11] **Методи оцінки вартості підприємств [Електронний ресурс] / Навчальний матеріал. – Режим доступу: http://www.gendocs.ru_0016.pdf.**
- [12] **Миронюк, А. В.** Основні причини та особливості проведення реструктуризації підприємств в Україні [Електронний ресурс] / А. В. Миронюк, Д. А. Ротар. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/7_NMIV_2010/Economics/60197.doc.htm.
- [13] **Скочиляс, С.** Реструктуризація підприємств в умовах трансформації економіки [Текст] / С. Скочиляс // Економічний аналіз. – 2009. – № 4. – С. 300–303.
- [14] **Чеметов, А. В.** Повышение стоимости предприятия на основе реструктуризации бизнеса [Электронный ресурс] / А. В. Чеметов. – Режим доступа: <http://www.smartcat.ru/Management/NetWorth.shtml>.