

*Гордієнко Н.І.**к.е.н., професор,**професор кафедри фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту,**Харківський національний університет міського господарства**імені О.М. Бекетова**Gordiyenko Nataliya**O.M. Beketov National University of Urban Economy in Kharkiv*

## ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

### BUSINESS VALUATION THEORY

**Анотація.** Сучасні підходи до оцінювання ринкової вартості підприємства використовуються залежно від того, як розглядається підприємство: як діюче або як таке, що має намір ліквідуватися й розпродавати своє майно. При цьому майже немає випадків, коли вартість діючого підприємства визначається задля надання власникам достовірної інформації про результативність використання вкладених коштів на відповідному етапі антикризового управління діяльністю підприємства для забезпечення його економічної безпеки. У статті узагальнено теоретичні підходи та методи оцінювання ринкової вартості підприємства. Встановлено, що національні технології оцінювання вартості бізнесу характеризуються недосконалістю методів оцінювання, яка полягає у малочисельності та спрощеності практичних методик, які можуть застосовуватися у сучасних умовах. Крім того, відсутність розвинутого фондового ринку (закритість, непрозорість, високий рівень ризику), відсутність об'єктів-аналогів, труднощі процесу й складність розрахунків ускладнюють їх застосування у практиці оцінювання та призводять до заниження вартості. Запропоновано ринкову вартість підприємства визначати шляхом використання показника економічної доданої вартості (EVA) за допомогою приблизного способу розрахунку.

**Ключові слова:** вартість бізнесу, оцінка, результативність, антикризове управління, підприємство, вартісно-орієнтоване управління.

**Постановка проблеми.** В обставинах світової фінансової кризи особливої актуальності набула проблема антикризового управління діяльністю підприємства. З огляду на це значущість та актуальність питань, які вимагають вирішення та відповідають рівню господарського розвитку підприємств, обумовлює необхідність вдосконалення процесу вартісно-орієнтованого управління діяльністю підприємства.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Управлінню вартістю присвячено численні наукові праці відомих вчених, але досі залишається багато питань щодо неоднозначності критеріїв оцінювання вартості бізнесу, браку моделей управління вартістю підприємств, адаптованих до реалій України.

Категорія вартості є однією з базових в економічній теорії та сучасній економічній науці. Її еволюція простежується в наукових працях від періоду зародження капіталізму до сучасних концепцій. На сучасному етапі розвитку простежується наяв-

ність великого кола теорій та концепцій вартості, а неоднозначну трактовку цієї категорії підтверджують її важливість і складність, а також роблять тему дослідження актуальною.

**Постановка завдання.** Головною метою роботи є узагальнення теоретичних підходів та методів оцінювання вартості підприємства в процесі антикризового управління діяльністю.

**Виклад основного матеріалу.** Аналіз тлумачень економічних категорій вартості як у ретроспективі, так і в сучасній економічній літературі свідчить про їх складність і багатогранність, залежить від спрямованості досліджень та об'єктивних обставин.

Базуючись на аналізі еволюції категорії вартості, погоджуємося з висновком багатьох дослідників, що до 80-х років XIX століття існувало два підходи до визначення вартості підприємств. Перший характеризував її як суб'єктивну корисність об'єкта оцінювання, а другий – як суму об'єктивно необхідних витрат на його створення [1; 2].

Під оцінкою вартості підприємства найчастіше розуміють «определение в денежном выражении стоимости предприятия, учитывающей его полезность и затраты, связанные с получением этой полезности» [3, с. 15].

Задля оцінювання під вартістю бізнесу в зарубіжній практиці розуміють ринкову вартість вкладеного капіталу MVIC (“market value of invested capital”).

Вибір підходу до оцінювання ринкової вартості підприємства (бізнесу) залежить від мети оцінювання, а саме під час продажу, реорганізації, оренді, приватизації, емісії акцій; під час оцінювання ефективності управління підприємством; під час вирішення заставних і податкових питань, а також обумовлює вибір видів вартості об'єктів оцінки (ринкова вартість, вартість заміщення, вартість відтворення, інвестиційна вартість, ліквідаційна вартість, вартість у використанні).

В національній практиці бухгалтерського обліку об'єктивною ринковою оцінкою є оцінка за «справедливою вартістю» [4].

Згідно з Постановою Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна та майнових прав»» ринковою вартістю підприємства вважається вартість, за яку є можливим відчуження об'єкта оцінювання на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна зі сторін діяла зі знанням справи, розсудливо та без примусу [5].

На практиці під час оцінювання майна підприємства використовується методика, затверджена Кабінетом Міністрів

України від 10 грудня 2003 року № 1891, згідно з якою вартість майна може визначатися на основі витратного, дохідного та порівняльного підходів [6].

Для оцінювання ринкової вартості традиційно виділяють такі підходи, як доходний, що базується на визначенні спроможності підприємства приносити дохід у майбутньому; витратний, що базується на вартості, яка формується з витрат відтворення усіх активів у ринкових цінах; ринковий (порівняльний), що базується на принципі альтернативних вкладень капіталу шляхом порівняння вартості підприємства з відповідним підприємством-аналогом; опціонний, за якого вартість підприємства розглядається як вартість контрольного пакета акцій, що складається із суми вартостей облігацій та опціонів.

Під час оцінювання вартості майна задля продажу, об'єднання, приєднання, оренди й приватизації у вітчизняній практиці найчастіше застосовується витратний підхід, що заснований на принципі заміщення, тобто вартість активів підприємства дорівнює витратам на їх створення. Оцінювання, як правило, проводиться або за методом чистих активів шляхом корегування балансової вартості активів підприємства, або на підставі розрахунку ліквідаційної вартості чистих активів. Наведені методи є трудомісткими, тому що спираються на дані інвентаризації, а задля управління вартістю, що потребують регулярного оцінювання за певні періоди часу, їх використання є недоцільним.

Ринковий підхід також може бути використаний під час оцінювання вартості майна підприємства або об'єкта за умови наявності у сегменті ринку об'єктів-аналогів шляхом корегування його вартості (включення додаткових активів) задля подальшого порівняння.

Поширені у зарубіжних країнах ринкові методи оцінювання (метод ринку капіталу, за яким зіставляються ціни на одну акцію з тими, що склалися на фондовій біржі; метод угод, за яким на підставі аналізу мультиплікаторів порівнюються дані з продажу підприємств; метод галузевих коефіцієнтів, за яким порівнюються показники, що розраховані на підставі інформації про продаж підприємств відповідної галузі та враховують відповідну специфіку) не можуть бути повністю застосовані у вітчизняній практиці, тому що фондовий ринок України перебуває на початковому етапі формування й не може генерувати ціни на акції, що необхідні для розрахунків і співставлень.

Опціонні підходи можна використовувати для оцінювання вартості пакета акцій акціонерного товариства, що складається з вартості облігацій та опціонів, які можуть в подальшому конвертуватися в акції. Поширеними в практиці вважається біноміальний метод і метод Блека-Школьца [7]. Сутність цих підходів полягає у відокремленому визначенні минулої вартості (балансової вартості необоротних і оборотних активів та боргових зобов'язань) та майбутньої вартості (вартість опціону та гудвілу) підприємства. Застосування цього підходу в практиці оцінювання вартості також спирається на необхідність існування розвинутого фондового ринку, а на підставі відповідної ринкової інформації він може бути використаний під час визначення інвестиційної привабливості вкладення інвестицій. Складність полягає у визначенні дійсної вартості опціону та рівня відсоткових ставок.

В економічній літературі визначення вартості бізнесу найчастіше розглядається у двох аспектах, а саме як оцінка вартості майна і як оцінка доходів, які отримуються завдяки технологічним, конкурентним та іншим перевагам.

Визначення вартості підприємства у вітчизняній практиці в умовах нерозвинутого фондового ринку України переважно

обмежується її оцінкою під час продажу підприємства (зокрема, збанкрутілого), додаткової емісії акцій, оренди, реорганізації, викупу акцій у акціонерів, вирішення юридичних і податкових спорів. При цьому майже немає випадків, коли вартість діючого підприємства визначається задля надання власникам достовірної інформації про результативність використання вкладених коштів на відповідному етапі антикризового управління діяльністю підприємства.

Сучасні підходи до оцінювання ринкової вартості підприємства використовуються залежно від того, як розглядається підприємство: як діюче або як таке, що має намір ліквідуватися й розпродувати своє майно.

Методикою оцінювання державних корпоративних прав введений термін «вартість бізнесу», що трактує її як вартість діючого підприємства або вартість 100% інтересу в бізнесі (діловому підприємстві), а балансова вартість власного капіталу – це вартість активів господарського товариства, відображена в його бухгалтерському балансі за вирахуванням зобов'язань [8].

Кожний підхід потребує застосування відповідних методів оцінювання.

Таким чином, сучасні національні технології оцінювання вартості бізнесу характеризуються недосконалістю методів оцінювання, яка полягає у малочисельності та спрощеності практичних методик, які можуть застосовуватися у сучасних умовах. Крім того, відсутність розвинутого фондового ринку (закритість, непрозорість, високий рівень ризику), відсутність об'єктів-аналогів, трудомісткість процесу і складність розрахунків ускладнюють їх застосування в практиці оцінювання та призводять до заниження вартості підприємств.

У рамках дослідження, спрямованого на антикризове управління діяльністю підприємства та сферу використання оцінювання, під вартістю підприємства (бізнесу) будемо розуміти оцінювання результативності діяльності, що досягається шляхом отримання доходу з позиції майбутнього економічного результату для власників на базі дохідного підходу й виражається у зростанні вартості капіталу як ринкової вартості підприємства.

В рамках концепції управління, спрямованого на створення вартості (VBM, Value-Based Management), зарубіжними авторами була запропонована низка показників, таких як EVA, MVA, SVA, CVA, CFROI, а на базі EVA сформовані системи управління EVA та EVA-based management, які базуються на методі дисконтованих грошових потоків.

Поширеними методологічними підходами до визначення вартості підприємства на основі оцінювання дисконтованих грошових потоків вважаються середньозважена вартість капіталу (WACC, weighted average cost capital); метод скоригованої приведеної вартості (APV, adjusted present value), який дає змогу оцінювати вартість підприємства; метод приросту акціонерного капіталу (FTE, flow to equity), який дає можливість оцінити вартість акціонерного капіталу; метод розрахунку WACC Модильяні-Міллера; метод розрахунку WACC Майзла-Еццеля. Спільним для цих методів є те, що вони спираються на статистичну інформацію та прогноз ризиків, які пов'язані з акціонерним капіталом. Теорія арбітражного ціноутворення (APT, Arbitrage Pricing Theory) й трифакторна модель ФАМА-ФРЕНЧА також побудовані на принципах CAPM [9, с. 78–79].

Однією з поширеніших моделей вартісно-орієнтованого менеджменту не тільки у Сполучених Штатах Америки, але й у таких країнах, як Австралія, Великобританія, Канада, Бразилія, Німеччина, Туреччина, Франція, та серед інтернаціональних компаній, яка базується на принципі визначення мети

господарської діяльності підприємства, такої як досягнення максимального багатства акціонерів та концепції економічного прибутку, а також пов'язує фінансовий стан інвесторів з прибутками компанії, є економічна додана вартість EVA (Economic Value Added). Розроблена у 1982 році засновниками компанії "Stern Stewart & Co" Г. Беннетом Стюартом і Дж. Стерном EVA й сьогодні вважається багатьма дослідниками вимірником результатів діяльності підприємств [10; 11].

Дослідження, проведені багатьма зарубіжними авторами, довели правомірність застосування приблизного способу розрахунку EVA, що базується на проведенні корегувань еквівалентів власного капіталу та чистого операційного прибутку у таких аспектах, як витрати на дослідження й розробки, резерви LIFO, корегування на використання лізингу, резерви по сумнівних боргах, відкладені податки, амортизація гудвілу [12; 13; 14; 15].

**Висновки і пропозиції.** Сучасні підходи до оцінювання ринкової вартості підприємства використовуються залежно від того, як розглядається підприємство: як діюче або як таке, що має намір ліквідуватися й розпродувати своє майно.

У рамках дослідження вартістю підприємства (бізнесу) вважається економічний результат, який виражається у зростанні ринкової вартості підприємства та визначається за допомогою приблизного способу розрахунку EVA шляхом корегування власного капіталу та чистого операційного прибутку.

Від'ємне значення EVA або його зниження слугуватиме негативним сигналом, що свідчить про тенденції зменшення вартості підприємства (крім випадків крупних капіталовкладень) і викликає необхідність пошуку причин для такого зниження, розроблення заходів для їх усунення та прогнозування росту вартості на основі дисконтованих грошових потоків.

#### Література:

1. Федотова М.А. Оценка бизнеса : учебник / под. ред. А.Г. Грязновой. Москва, 2002. 512 с.
2. Островська Г.В. Категорія «вартість підприємства»: методологічні підходи. *Галицький економічний вісник*. 2008. № 3. С. 3–12.
3. Щербак В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). 2-е изд. испр. Москва, 2007. 288 с.
4. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку № 7 «Основні засоби». Київ, 2000. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/z0288-00>.
5. Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»: Постанова Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. № 1440. *Офіційний вісник України*. 2003. № 37. Ст. 64.
6. Про затвердження методики оцінки майна: Постанова Кабінету Міністрів України від 10 грудня 2003 р. № 1891. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1891-2003-%D0%BF>
7. Вайн С. Опционы. Полный курс для профессионалов. Москва, 2003. 416 с.
8. Про затвердження методики оцінки державних корпоративних прав: Постанова Кабінету Міністрів України від 2 серпня 1999 р. № 1406. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1406-99-%D0%BF>
9. Орієр Т., Рагман Дж., Спайсер Л. Настоящая стоимость капитала: практическое пособие / пер. с англ. О.Б. Ватченко. Дніпропетровськ, 2007. 288 с.
10. Biddle G.C., Economic Value Added: Some Empirical EVA dence. *Managerial Finance*. 1998. No. 24. P. 60–70.

11. Worthington A., West T. Economic Value-Added: a Review of the Theoretical and Empirical Literature. *Asian Review of Accounting*. 2001. Vol. 9. No. 1. P. 67–86.
12. Yook K. Estimating EVA using Compustat PC Plus. *Financial Practice end Education Fall*. 1999. Winter. P. 33–37.
13. Girotra A., Yadav S.S. Economic Value Added (EVA): a New Flexible Tool for Measuring Corporate Performance. *Global Journal of Flexible Systems Management*. 2001. Vol. 2. No. 1. P. 7–18.
14. Biddle G.C., Bowen Does R.M., Wallace I.S. EVA at beat earnings? Evidence in associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*. 1997. No. 24. P. 301–336.
15. Stewart G.B., Bonnell G. EVA: Fact and Fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1994. Vol. 7. No. 2. P. 71–87.

#### References:

1. Fedotova M.A. Otsenka byznesa [Business evaluation]: a textbook under ; ed. A.G. Gryaznova. Moscow, 2002. 512 p.
2. Ostrovska H.V. (2008) Kategoria "vartist pidpryemstva": metodolohichni pidkhody [Category "value of the enterprise": methodological approaches: methodological approaches]. *Galician Economic Bulletin*, no. 3. P. 3–12.
3. Shcherbakov V.A. Otsenka stoymosty predpriyatiya (byznesa) [Valuation of the enterprise (business)]. 2nd ed. ispr. Moscow, 2007. 288 p.
4. Polozhennia (standart) bukhgalterskoho obliku № 7 "Osnovni zasoby" [Provisions (standard) of accounting № 7 "Fixed assets"]. Kyiv, 2000. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/z0288-00>
5. Pro zatverdzhennia Natsionalnoho standartu № 1 "Zahalni zasady otsinky maina i mainovykh prav" [On approval of the National Standard № 1 "General principles of property and property rights assessment"]. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine of September 10, 2003, № 1440 // *Official Gazette of Ukraine*. 2003. № 37. Art. 64.
6. Pro zatverdzhennia metodyky otsinky maina [On approval of the property valuation methodology]. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine of December 10, 2003, № 1891. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1891-2003-%D0%BF>
7. Vain S. Opsyony. Polnyi kurs dlia professionalov [Options. Full course for professionals]. Moscow, 2003. 416 p.
8. Pro zatverdzhennia metodyky otsinky derzhavnykh korporatyvnykh prav [On approval of the methodology for assessing state corporate rights]. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine of 02 August. 1999, № 1406. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1406-99-%D0%BF>
9. Oriier T., Rahman Dzh., Spaiser L. Nastoishchaia stoymost kapytala [The real value of capital: a practical guide]: a practical guide. lane. from English O.B. Vatchenko. Dnipropetrovsk, 2007. 288 p.
10. Biddle G.C. (1998) Economic Value Added: Some Empirical EVA dence. *Managerial Finance*, no. 24. P. 60–70.
11. Worthington A., West T. (2001) Economic Value-Added: a Review of the Theoretical and Empirical Literature. *Asian Review of Accounting*. Vol. 9, no. 1, p. 67–86.
12. Yook K. (1999) Estimating EVA using Compustat PC Plus. *Financial Practice end Education Fall*. Winter. P. 33–37.
13. Girotra A., Yadav S.S. (2001) Economic Value Added (EVA): a New Flexible Tool for Measuring Corporate Performance. *Global Journal of Flexible Systems Management*. Vol. 2, no. 1, p. 7–18.
14. Biddle G.C. Does, Bowen R.M., Wallace I.S. (1997) EVA at beat earnings? Evidence in associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, no. 24, p. 301–336.
15. Stewart G.B., Bonnell G. (1994) EVA: Fact and Fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 7, no. 2, p. 71–87.

**Аннотация.** Современные подходы к оцениванию рыночной стоимости предприятия используются в зависимости от того, как рассматривается предприятие: как действующее или как такое, которое имеет намерение ликвидироваться и распродавать свое имущество. При этом почти нет случаев, когда стоимость действующего предприятия определяется с целью предоставления владельцам достоверной информации о результативности использования вложенных средств на соответствующем этапе антикризисного управления деятельностью предприятия для обеспечения его экономической безопасности. В статье обобщены теоретические подходы и методы оценивания рыночной стоимости предприятия. Установлено, что национальные технологии оценивания стоимости бизнеса характеризуются несовершенством методов оценивания, которое заключается в малочисленности и упрощенности практических методик, которые могут применяться в современных условиях. Кроме того, отсутствие развитого фондового рынка (закрытость, непрозрачность, высокий уровень риска), отсутствие объектов-аналогов, трудоемкость процесса и сложность расчетов затрудняют их применение в практике оценивания и приводят к занижению стоимости. Предложено рыночную стоимость предприятия определять путем использования показателя экономической добавленной стоимости (EVA) с помощью приблизительного способа расчета.

**Ключевые слова:** стоимость бизнеса, оценка, результативность, антикризисное управление, предприятие, стоимостно-ориентированное управление.

**Summary.** The article summarizes theoretical approaches and methods of assessing the market value of a business. It is established that national technologies of business value estimation are characterized by the imperfection of methods of estimation, which consists of smallness and simplification of practical methods, applied in modern conditions. Besides, the absence of a developed stock market (due to the market being closed, non-transparent and bearing high level of risk), absence of object-analogs, labor intensiveness of the process and complexity of calculations, complicates their application in valuation practice and leads to undervaluation of the value. Modern approaches to the estimation of the enterprise market value vary depending on whether the enterprise is considered as currently operating or as such, that is in the process of liquidation and currently selling out its property. At the same time, there are almost no cases of the acting enterprise value being determined with the purpose of granting owners reliable information on the efficiency of the use of the invested means during the corresponding stage of the anticrisis management of the enterprise activity. Determination of the value of the enterprise in domestic practice in the conditions of the undeveloped Ukrainian stock market is mostly limited to its assessment in the following: the sale of the company (including due to bankruptcy); issuance of additional shares; rent reorganization repurchase of shares from shareholders solving legal and tax disputes. The proposed way to estimate market value of an entity using economical value-added index (EVA) is by approximate calculation, which is based on the adjustment of equity equivalents and net operating income in the following areas: research and development costs; LIFO reserves; lease adjustment; allowance for doubtful debts; deferred taxes; depreciation of goodwill other possible areas. The negative value of EVA or a reduction in the criterion for assessing economic security will serve as a negative signal, indicating a tendency to reduce the value of the enterprise (except for cases of large investments). What causes the need to find the reasons for such a decrease and to develop measures to eliminate them, predicting the growth of value based on discounted cash flows.

**Keywords:** business value, valuation, performance, crisis management, preemptive, value-based management.