

# ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

## THEORETICAL AND METHODOLOGICAL BASIS OF ENTERPRISE'S COST EVALUATION



**Максим КОРЯГІН,**  
кандидат економічних наук,  
Львівська комерційна академія

**Maksym KORYAGIN,**  
PhD Economics,  
Lviv Academy of Commerce

**Володимир ШЕВЧУК,**  
доктор економічних наук,  
Національна академія статистики,  
обліку та аудиту, Київ

**Volodymyr SHEVCHUK,**  
PhD Economics,  
National Academy of Statistics,  
Accounting and Auditing, Kyiv



Процес визначення або розрахунку вартості підприємства являє собою явище, інформаційне забезпечення якого не обмежується даними бухгалтерського обліку, виходить за межі його системи і опосередковується виконанням додаткових аналітичних процедур.

Актуальність вирішення проблеми вибору оптимальних методів оцінки вартості підприємства обумовлюється відсутністю чітко встановлених обмежень щодо застосування відповідних методів оцінки, недостатнім обґрунтуванням математичних змінних та нечіткою інтерпретацією одержаних результатів і параметрів їх достовірності, недосконалістю чинної системи бухгалтерського обліку, яка формує фінансову звітність, що ускладнює здійснення процесу визначення вартості підприємства. У зв'язку з цим неаналітичне застосування пропонованих методів оцінки вартості підприємства не дозволяє повноцінно врахувати інформацію, сформовану в системі бухгалтерського обліку, вплив факторів макро-, мезо- та мікросередовища, тому в умовах нестабільного економічного середовища виявляється неефективним. Якщо оцінка вартості підприємства не підтверджується релевантною інформацією щодо його діяльності, при цьому прогностичні дані не базуються на точних методах вимірювання, то звітність про оцінку вартості підприємства та результати оцінки, наведені в ній, виявляються неприйнятними для обґрунтованих економічних рішень.

Вагомий внесок у формування теоретично-методологічних засад оцінки вартості підприємства зробили вітчизняні та зарубіжні вчені. Однак недослідженими залишаються питання в частині проведення комплексної оцінки ринкової вартості суб'єкта господарювання, що призводить до отримання користувачами недостовірної та/або несвоечасної інформації щодо реальної ринкової вартості підприємства.

Розглянемо детальніше пропоновані економічні методи оцінки вартості підприємства, які у своїй переважній більшості ґрунтуються на даних бухгалтерського обліку та фінансової звітності (див. **табл.**).

Особливий методологічний підхід до оцінки вартості підприємства передбачає використання моделей Едвардса-Белла-Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation

model, (EBO) та економічної доданої вартості (EVA). Економічна додана вартість [1, с. 70] являє собою відомий з економічної теорії показник економічного прибутку (economic profit), який відрізняється від бухгалтерського прибутку тим, що для його визначення враховуються не тільки явні бухгалтерські витрати, а й неявні витрати з використання капіталу (втрачені вигоди за найдохіднішим альтернативним варіантом інвестування).

Методи EBO та EVA використовують бухгалтерську вартість активів і базуються на аналізі надлишкових прибутків шляхом порівняння показників ефективності діяльності підприємства із середньогалузевими. Сутність методів EBO та EVA, за словами Г. Янчук [2, с. 107], полягає в тому, що вартість підприємства визначається його поточними активами та надприбутком. При цьому метод EBO в оцінці вартості підприємства враховує вартість акціонерного капіталу, метод EVA – вартість усіх активів компанії. Внаслідок такої специфіки метод EBO знаходить застосування в процесах оцінки вартості акціонерних товариств, метод EVA – при оцінці вартості бізнесу в різних організаційно-правових формах.

Аналіз змісту найбільш поширених методів оцінки вартості підприємства свідчить про наявність двох базових підходів до врахування вартості капіталу у складі власного (акціонерного) та/або залученого. Зокрема, врахування вартості власного капіталу, що визначається, як правило, на основі середньогалузевого рівня доходності, формує менші витрати на капітал. Має місце в методах дисконтування грошових потоків для акціонерного капіталу, моделі Едвардса-Белла-Ольсона (EBO), моделі А. Дамодарана.

Визначення середньозваженої вартості капіталу підприємства (з урахуванням власного й залученого) на основі показника WACC підвищує її рівень за рахунок вартості позикових ресурсів. Застосовується в моделях EVA, методах дисконтування грошових потоків для компанії, дисконтування грошових потоків на активи.

На нашу думку, концептуальні зміни порядку визначення ринкової вартості підприємства повинні забезпечувати сувору достовірність розрахункових показників, їх

*Розглянуто підходи до визначення сутнісних характеристик основних методів оцінки вартості підприємства. Запропоновано концептуальний підхід до визначення вартості підприємства та методіку комплексної оцінки його ринкової вартості, що забезпечить прийняття обґрунтованих економічних рішень.*

*The approaches to defining the essential characteristics of the main methods of company valuation are observed. Conceptual approach to determining the value of the enterprise and the method of complex evaluation of its market value, which will provide making valid economic decisions, is offered.*



Таблиця. Методи та порядок оцінки вартості підприємства

№ з/п	Назва методу	Формула	Коментарі
1	2	3	4
1	Метод дисконтування грошових потоків для підприємства	$FCFF = EBIT(1 - T) - (CE - D) - DNCWC,$ де EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – прибуток до виплати відсотків за зобов'язаннями і до виплати податків; T – ставка податку; CE (Capital Expenditures) – капітальні витрати; D – амортизація; DNCWC (non-cash working capital) – зміни величини негрошової частини оборотного капіталу $WACC = k_e(E_f / (E_f + D_f)) + k_d(1 - T)(D_f / (E_f + D_f)),$ де WACC (Weighted Average Cost of Capital) – середньозважена вартість капіталу; $k_e$ – вартість акціонерного капіталу (визначається методами CAPM, APM і т.п.); $k_d$ – вартість обслуговування боргу; $E_f$ – ринкова вартість акціонерного капіталу; $D_f$ – ринкова вартість боргів $PV_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} - D_f,$ де $PV_e$ – ринкова вартість підприємства (акціонерного капіталу)	Оскільки потік генерується всім капіталом, то для розрахунку ринкової вартості акціонерного капіталу в розрахунок віднімається вартість зобов'язань
2	Метод дисконтування грошових потоків для акціонерного капіталу	$FCFE = NI - (CE - D) - DNCWC - (PR - NDI)$ $NI = (EBIT - I) \cdot (1 - T),$ де NI – чистий прибуток; PR – виплати за зобов'язаннями; NDI – нові позички; I – виплати відсотків за зобов'язаннями (ділення ставки за зобов'язаннями на величину зобов'язань). Якщо передбачається зростання доходів, але співвідношення між боргами та акціонерним капіталом буде постійним, формула записується в такому вигляді: $FCFE = NI - (1 - d)(CE - D) - (1 - d) DNCWC,$ де d – співвідношення зобов'язання / (зобов'язання + акціонерний капітал) $PV_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$	Метод базується на аналізі вільного грошового потоку, що відноситься тільки до акціонерного капіталу (Free Cash Flow to Equity). За цим методом безпосередньо визначається вартість акціонерного капіталу
3	Метод дисконтування грошових потоків на активи	$FCFA = EBIT(1 - T) + IT - (CE - D) - DNCWC,$ де $PV_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFA_t}{(1 + (k_e E_f / (E_f + D_f) + k_d D_f / (E_f + D_f)))^t} - D_f$	В основі методу лежить вільний грошовий потік, що генерується всіма активами компанії (Free Cash Flow to Assets). Для визначення вартості акціонерного капіталу результати розрахунку дисконтованого грошового потоку для активів необхідно зменшити на величину ринкової вартості боргів. Частка зобов'язань, необхідних для забезпечення прогнозованого прибутку, в цій моделі є постійною величиною за весь інтервал прогнозу, виходячи з неї та величини очікуваних потоків визначається необхідна величина позикових коштів
4	Рентабельність вкладеного капіталу і коефіцієнт реінвестування (А. Дамодаран)	$ROC = EBIT(1 - T) / (BD + BE),$ де ROC (Return on Capital) – рентабельність всього капіталу; BD – балансова вартість зобов'язань; BE – балансова вартість акціонерного капіталу $RR = (CE - D) - DNCWC / EBIT(1 - T),$ де RR (Reinvestment Rate) – коефіцієнт реінвестицій	Потенціал розвитку підприємства визначається тим, наскільки ефективно використовуються його активи і яка частина прибутку вкладається в оновлення основних засобів та збільшення оборотного капіталу. Ця модель з урахуванням визначення необхідних показників дозволяє отримати систему взаємно узгоджених складових очікуваного грошового потоку на весь прогнозний період. На основі прогнозованого таким чином грошового потоку розраховується ринкова вартість підприємства
5	Економічна додана вартість	$EVA_t = (ROCI - WACC) \cdot CI_t - I_t,$ де EVA <sub>t</sub> (Economic Value Added) – економічна додана вартість у момент t; ROC (Return on Capital) – рентабельність активів (усього капіталу) в момент t; $CI_t$ , (Capital Invested) – інвестований капітал (вартість активів підприємства) в момент t-1 Для розрахунку вартості підприємства (всього капіталу) необхідно визначити поточну вартість потоків доданої вартості за кожен період, а також врахувати вже здійснені вкладення капіталу: $PV_e = CI + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 - WACC)^t}$	Характеризує частину вартості бізнесу, яка перевищує необхідну норму створення вартості на вкладений капітал. Вартість підприємства визначається як вартість усіх його активів. При цьому не враховується зниження рентабельності активів. Обчислення EVA базується на одночасному дисконтуванні й використанні фактичних показників зростання продажів, операційної маржі, податкового навантаження, інвестицій в оборотний капітал, інвестицій у необоротний капітал і періоду утримання конкурентних переваг
6	Метод Едвардса-Белла-Ольсона (ЕВО)	$PV_e = BD + \sum_{t=1}^n \frac{E[\Delta x_t]}{(1 + k_e)^t},$ де $E[\Delta x_t]$ – очікувані надприбутки підприємства	Вартість підприємства визначається поточними активами і надприбутками. У даному випадку розглядається вартість акціонерного капіталу як сума поточної (балансової) вартості акціонерного капіталу і дисконтована вартість генерованого капіталом надприбутку. Тобто в моделі ЕВО не враховуються доходи від майбутніх капітальних вкладень та реінвестицій
7	Модель Гордона	$V = \frac{CF(t+1)}{(K - g)},$ де V – вартість у постпрогнозний період; CF(t+1) – грошовий потік доходів за перший рік постпрогнозного (залишкового) періоду; K – ставка дисконту; g – довгострокові темпи зростання грошового потоку	У моделі річний дохід післяпрогнозного періоду капіталізується в показники вартості за допомогою коефіцієнта капіталізації, розрахованого як різниця між ставкою дисконту і довгостроковими темпами зростання. При відсутності темпів зростання коефіцієнт капіталізації буде дорівнювати ставці дисконту. Модель Гордона заснована на прогнозі отримання стабільних доходів і передбачає, що величини зносу необоротних активів і капіталовкладень є однаковими
8	Прибутковість власного капіталу (формула Дюпона)	$ROE = \frac{NetIncome}{Equity},$ де Net Income – чистий прибуток; Equity – середня за рік величина всіх активів підприємства	Є основним показником прибутковості та еквівалентний коефіцієнту рентабельності власного (акціонерного) капіталу. Змістовне наповнення показує частку прибутку у власному капіталі, вкладеному в підприємство його власниками (акціонерами), тобто міру винагороди, одержаної за прийняття на себе ризику, пов'язаного з вкладенням коштів у ризикове підприємство

об'єктивність та економічну обґрунтованість. Формування ринкової вартості підприємства повинно здійснюватися в системі бухгалтерського обліку та визначатися показником чистих активів, який повинен коригуватися на прогнозний рівень прибутковості з урахуванням альтернативних безризикових вкладень та рівень ризиків діяльності підприємства.

В основу пропонованої методики розрахунку вартості підприємства має бути покладено показник чистих активів (різниця між вартістю активів та загальною сумою зобов'язань). При цьому вартість чистих активів повинна прийматися на кінець звітного періоду (на відміну від їх вартості на початок періоду за методом EVA) та має бути відкоригована в системі бухгалтерського обліку й доведена до їх справедливої вартості. Визначення справедливої вартості здійснюється окремо для різних видів необоротних та оборотних активів і зобов'язань з використанням специфічних методів затратного, дохідного та ринкового підходів залежно від виду активів та зобов'язань.

Загальний показник ринкової вартості підприємства повинен коригуватися на ступінь ризиків його діяльності. Визначення ризику ґрунтується на врахуванні ризик-факторів макро-, мезо- та мікросередовища, оцінка яких забезпечується використанням експертних методів.

Розрахунок ринкової вартості підприємства пропонуємо здійснювати за такою формулою:

$$V_t = \left( NAV_t + \sum_{i=1}^T \frac{E_t \left[ \frac{NI_i}{NAV_i} - r_e \right] NAV_t}{(1+r_e)^i} \right) \cdot R_t, \quad (1)$$

де  $V_t$  – ринкова вартість підприємства в момент часу  $t$ ;  
 $NAV_t$  – відкоригована вартість чистих активів на кінець звітного періоду;

$NAV_i$  – вартість чистих активів у прогнозованому періоді з урахуванням одержаного прибутку;

$E_t[\dots]$  – очікувані значення, що базуються на прогнозних даних, доступних у момент часу  $t$ ;

$NI_i$  – чистий прибуток у прогнозованому періоді;

$r_e$  – ціна власного капіталу;  $R_t$  – оцінений ризик діяльності на момент визначення вартості підприємства.

При визначенні суми додаткового прибутку, який забезпечується синергетичною взаємодією складових інтелектуального капіталу, слід використовувати показник дисконтованої різниці між чистим прибутком і вартістю власного капіталу:

$$\sum_{i=1}^T \frac{E_t \left[ \frac{NI_i}{NAV_i} - r_e \right] NAV_t}{(1+r_e)^i}, \quad (2)$$

При цьому рентабельність власного капіталу повинна визначатися на основі розрахункового значення вартості чистих активів у прогнозованому періоді з урахуванням одержаного прибутку в попередньому періоді ( $NAV_{i-1}$ ):

$$ROE_i = \frac{NI_i}{NAV_i} = \frac{NI_i}{NAV_{i-1} + \sum_{i=1}^T \frac{E_t \left[ \frac{NI_{i-1}}{NAV_{i-1}} - r_e \right] NAV_t}{(1+r_e)^{i-1}}}, \quad (3)$$

де  $NAV_t$  – відкоригована вартість чистих активів на кінець звітного періоду;

$NAV_i$  – вартість чистих активів у прогнозованому періоді з урахуванням одержаного прибутку;

$NAV_{i-1}$  – вартість чистих активів у попередньому прогнозованому періоді;

$NI_{i-1}$  – чистий прибуток, одержаний у попередньому прогнозованому періоді.

Врахування щорічних змін у власному капіталі за рахунок одержаного фінансового результату (чистий прибуток / збиток) підвищує достовірність проведення розрахунків.

Загальний показник ринкової вартості підприємства повинен коригуватися на ступінь ризиків його діяльності. Визначення ризику ґрунтується на врахуванні ризик-факторів макро-, мезо- та мікросередовища, оцінка яких забезпечується використанням експертних методів.

### ВИСНОВКИ

Таким чином, відсутність чітко встановлених критеріїв та обмежень застосування різних методів оцінки, недостатнє обґрунтування математичних змінних та нечітка інтерпретація одержаних результатів і параметрів їх достовірності ускладнюють розуміння результатів оцінки вартості підприємства. У зв'язку з цим формальне застосування наявних методів оцінки вартості підприємства призводить до надання нерелевантної інформації, яка є неприйнятною для управлінських рішень.

Розроблена концепція визначення ринкової вартості підприємства включає три базових компоненти (відкориговану справедливу вартість чистих активів, дисконтовану різницю між прогнозованим чистим прибутком та альтернативною вартістю капіталу за рівнем безризикових вкладень, оцінений ризик господарської діяльності). Використання зазначеної концепції дозволяє уникнути завищення чи заниження ринкової вартості підприємства й забезпечити надання достовірної та релевантної інформації потенційним власникам щодо реальної ринкової вартості суб'єкта господарювання.

### ЛІТЕРАТУРА

1. Голубева Т.С. Методологічні підходи до оцінки ефективності діяльності підприємства / Т.С. Голубева, І.В. Колос // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – №5. – С. 66-71.
2. Damodaran A. The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables. – Los Angeles: Stern School of Business, 1999.