

DOI: <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2019-10-74-69>

УДК 658.1

Корбутяк А.Г., Кульбачинська І.М.

Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича

ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Анотація. Важливе місце в розвитку підприємства, як складної системи, що постійно змінюється, займає вартість підприємства. Світовий досвід свідчить, що найбільш конкурентоспроможними підприємствами є ті, у яких головний критерій оцінки якості прийнятого управлінського рішення – майбутнє підвищення вартості підприємства. У статті досліджено підходи до оцінки вартості підприємства та їх методи. Проаналізовано класифікації різних науковців, щодо виділення факторів, що впливають на вартість. На основі даних підприємства розраховано вартість дохідним підходом. Незважаючи на економічну та політичну ситуацію в країні, ринок злиття та поглинання демонструє позитивну динаміку зростання. Відновлення економіки, ріст показників ВВП повинні підвищити впевненість інвесторів, тому розвиток оціночної діяльності та управління вартістю підприємства є доцільним на сьогоднішній день, задля збільшення прозорості та вартості угод, що укладаються на українському ринку.

Ключові слова: вартість підприємства, дохідний підхід, витратний підхід, ринковий підхід, ставка дисконтування, механізм управління вартістю.

Korbutiak Alina, Kulbachynska Inna

Chernivtsi National University named after Yury Fedkovich

FORMING OF ENTERPRISE VALUE ESTIMATION MECHANISM

Summary. An important place in the development of the enterprise, as a complex, constantly changing system, occupies the cost of the enterprise. World experience shows that the most competitive enterprises are those, in which the main criterion of quality assessment made by managerial decisions is the future of increasing the value of the enterprise. The article explores approaches to valuation of the enterprise and their methods. The classifications of different scholars are analyzed, as regards allocation of factors influencing the cost. Based on the enterprise data, the cost of the income approach is calculated. Despite the economic and political situation in the country, the merger and acquisition market demonstrates the positive dynamics of growth. Economic recovery and GDP growth should increase the confidence of investors, therefore the development of valuation activities and enterprise value management is advisable to date, to increase the transparency and value of the agreements concluded on Ukrainian market. An indicator of the value of the enterprise is one of the generalized indicators of activity, the increase of which testifies to achievements of positive results that satisfy different stakeholders' goals. Development of globalization processes, increased competition and development of financial market force companies to change the approach to their cost management. Determining the value that satisfies the interests of all stakeholders requires an effective approach to determining the value of the enterprise. In foreign and domestic practice valuation of property the most common approaches are income, property (costly) and market. Within each approach, distinguish basic methods that have advantages and disadvantages. The concept of value management allows achieving steady growth of the enterprise value, to agree all other goals and to secure a competitive position in the market. Thus, the valuation of the enterprise is no less important process in the enterprise than the calculation of main indicators of activity. Interaction of the principles, functions, factors and objectives of the enterprise value estimation is ensured through the mechanism of enterprise value formation.

Keywords: enterprise value, profitable approach, costs approach, market approach, discount rate, value management mechanism.

Постановка проблеми. Оцінка вартості підприємства багато у чому визначає ефективність виконання управлінських рішень та результативність фінансового менеджменту. Основними завданнями оцінки вартості є: визначення доцільності здійснення інвестицій, визначення вартісної оцінки підприємства для проведення операцій поглинання і приєднання, визначення реальної ціни продажу підприємства, розрахунок реальної вартості кредитного забезпечення. Досягнення цих завдань неможливе без ефективно побудованої системи управління вартістю підприємства, поєднання традиційних підходів визначення вартості підприємства, з метою отримання обґрунтованої величини вартості.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження механізму формування вартості підприємства відображено в наукових працях таких авторів, як: І.О. Бланк, О.М. Кравчук, В.П. Лешук, О.В. Мендрул, С.І. Тарасенко, С.А. Казанцева, З.О. Коваль.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Більшості вітчизняних підприємств притаманні такі негативні явища, як дефіцит власних ресурсів, високий рівень кредиторської заборгованості, неефективне використання оборотного капіталу та збитковість. Тому дослідження полягає в аналізі підходів оцінки вартості підприємства та їх методів, з метою використання їх як комплексного підходу до оцінки вартості, що дозволить враховувати усі фактори зміни вартості та виділення найвагоміших.

Мета статті. Метою даної статті є узагальнення підходів до оцінки вартості підприємства з метою формування відповідного механізму, що забезпечить найоптимальнішу систему управління вартістю.

Виклад основного матеріалу. Оцінка вартості підприємства відноситься до найскладніших питань у сфері фінансів підприємств. В сучасних умовах вартість підприємства є основним параметром, що характеризує його економічний

потенціал, а динаміка зміни вартості є важливим показником якості управління. Підтримка вартості підприємства на належному рівні та забезпечення її зростання створюють передумови для сталого розвитку підприємства.

Не варто ототожнювати поняття «оцінка майна чи майнових прав» та «оцінка вартості підприємства (бізнесу)». Оцінювати будь-який суб'єкт господарювання можна не лише на підставі майна, але й на підставі його зобов'язань, грошових потоків та майбутніх прибутків. Ще однією відмінністю є те, що оцінка майна не враховує такої складової як гудвіл, бренд компанії. Тому, поняття «оцінка вартості підприємства (бізнесу)» вважається ширшим ніж поняття «оцінка майна чи майнових прав».

Бланк І.О. подає таке визначення: «Оцінка вартості підприємства – сукупність впорядкованих дій оцінювача, що включає збір та аналіз вихідних даних, можливостей застосування всієї сукупності підходів і методів оцінки для конкретного об'єкта, серію розрахунків та експертиз результатів для отримання висновку про вартість підприємства» [1, с. 445].

Кравчук О.М., Лещук В.П. визначають: «Оцінка вартості підприємства – це процес визначення величини вартості підприємства» [5, с. 262].

Отже, оцінка вартості підприємства – це розрахунок і обґрунтування вартості підприємства на певну дату з урахуванням факторів, які на неї впливають, в умовах конкретного ринку.

Оцінка вартості підприємства дозволяє вирішувати багато завдань в ринковій економіці та діяльності підприємства. Тому, оцінка вартості як важливий показник ефективної діяльності підприємств в ринковій економіці, повинна бути певним чином і організована. Оцінка вартості підприємства здійснюється відповідно до певних принципів. Можна виділити три групи принципів: перша – принципи, засновані на представленнях власника (заміщення, корисності, заміщення); друга – принципи пов'язані з експлуатацією майна (внеску, граничної продуктивності, збалансованості); третя група – принципи, що пов'язані з ринковим середовищем (відповідності, співвідношення попиту і пропозиції; конкуренції).

Ефективне формування та управління вартістю підприємства не можливе без виокремлених

факторів формування вартості з метою з'ясування їх спрямованості дії та впливу на вартість для прийняття управлінських рішень, орієнтованих на її підвищення. Алгоритм визначення факторів вартості представлений 6-ма етапами:

1. Виявлення наслідків, безпосередньо пов'язаних з реалізацією стратегії всередині підприємства – факторів першого рівня.

2. Визначення зв'язку факторів першого рівня з показниками, що відображають ефективність діяльності.

3. Визначення можливих фінансових наслідків від зміни кожного з факторів другого рівня за показниками доходів і витрат.

4. Визначення зв'язку виявлених змін у показниках, що відображають фінансові наслідки, з іншими показниками.

5. Врахування стадії життєвого циклу підприємства при визначенні ключових факторів та критеріїв вартості.

6. Оцінка чутливості результативного показника вартості та визначення кількісних характеристик, що відображають ступінь впливу кожного з факторів.

Аналіз факторів, що формують вартість підприємства, доцільно здійснювати спираючись на певну їх класифікацію. Узагальнена класифікація вітчизняних і зарубіжних дослідників стосовно факторів вартості представлена в табл. 1.

Отже, виділення та класифікація факторів формування вартості дозволяє обґрунтувати пріоритетні рішення та об'єкти управління з метою підвищення вартості підприємства та забезпечити його ефективне функціонування. Оскільки на вартість підприємства впливає безліч факторів, від впливу яких змінюється величина оцінки, не існує єдиного підходу до її оцінки. Тому для покращення процесу оцінки вартості підприємства існують різноманітні підходи та методи. Виокремлення факторів, що мають найбільший вплив на вартість допомагає ефективно підібрати підхід та методи для оцінювання.

У зарубіжній та вітчизняній практиці оцінки вартості майна найбільш поширеними підходами стали: дохідний, майновий (витратний) та ринковий. В межах кожного підходу виділяють основні методи, які мають свої переваги та недоліки.

Таблиця 1

Класифікація факторів формування вартості

Автор	Фактори вартості
Раппопорт А. [8]	– темпи зростання продажів; – операційна маржа; – податкова ставка; – інвестиції у робочий капітал; – інвестиції у необоротні активи; – прогнозований період; – вартість капіталу
Мендрул О.В. [6], Тарасенко С.І. [7]	– грошовий потік від основної та інвестиційної діяльності; – вартість активів та зобов'язань; – ціновий механізм і кон'юнктура фондового ринку
Казанцева С.А. [2]	– фінансові фактори; – нефінансові фактори
Коваль З.О. [3]	– соціальна ефективність; – ресурсна (організаційна) ефективність – фінансова ефективність

Джерело: розроблено авторами за даними [2; 3; 6; 7; 8]

Дохідний підхід передбачає використання методу дисконтування грошових потоків та методу капіталізації. При оцінці витратним підходом використовують метод чистої балансової вартості активів, метод скорегованої балансової вартості, метод оцінювання чистої ринкової вартості активів, метод вартості заміщення, метод відновної вартості та метод ліквідаційної вартості. Порівняльний (ринковий) підхід використовує метод зіставлення мультиплікаторів та метод порівняння продажів (транзакцій). Розглянемо сутність підходів та методів оцінки вартості підприємства.

Дохідний підхід базується на визначенні вартості об'єкта на основі поточної вартості очікуваних доходів від володіння цим об'єктом. Основними методами дохідного підходу є метод прямої капіталізації та метод дисконтування грошового потоку (непрямой капіталізації доходу). Вибір методу залежить від наявності на ринку інформації та мети оцінки.

Дохідний підхід до оцінки вартості підприємства краще застосовувати за умови, що досліджуване підприємство не є новоствореним, інформація про результати його діяльності є прозорою, достовірною та доступною, а прибутковість є відносно стабільною протягом кількох років функціонування.

З метою застосування методу капіталізації в контексті оцінки вартості підприємства, визначимо вартість ДП «СЛАП «Ратнеагроліс» (табл. 2).

Метод капіталізації застосовується до тих підприємств, які встигли накопичити активи в результаті капіталізації їх в попередні роки. Цей метод найбільш доцільний для «зрілих» підприємств, досить часто його застосовують для перевірки достовірності оцінки.

В контексті оцінки вартості підприємства ставка дисконту характеризує норму доходу на інвестований капітал та норму його повернення в післяпрогнозний період, відповідно до якої на дату оцінки покупець може інвестувати кошти у придбання об'єкта оцінки з урахуванням компенсації всіх своїх ризиків, пов'язаних з інвестуванням. Ставка дис-

контування враховує премію за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою [4].

Ставку дисконтування можна розраховувати за такими методами: кумулятивної побудови, зіставного продажу, пов'язаних інвестицій, середньозваженої вартості капіталу (WACC), внутрішньої норми дохідності, ставки LIBOR, та капітальних активів (CAPM).

Вартість підприємства, визначена за методом дисконтування грошового потоку, наведена нижче (табл. 3).

Ставка дисконтування характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові потоки приводяться до теперішньої вартості на момент оцінки. Для цілей оцінки вартості підприємства ставку дисконтування рекомендується розраховувати на основі моделі середньозваженої вартості капіталу (WACC).

Перевагами дохідного підходу є те, що він враховує зміни доходів та витрат, враховує ризики та фактор часу, проте як і інші підходи має недоліки.

Вартість підприємства згідно з витратним (майновим) підходом розраховується як сума вартостей усіх активів за мінусом зобов'язань. Джерелом інформації для розрахунку вартості за даним підходом є баланс. Розрахунок вартості за витратним підходом ґрунтується на принципах корисності та заміщення. Згідно з якими вартість активу не повинна перевищувати ціни заміщення всіх його складових, адже покупець не заплатить за об'єкт більше, ніж витратить на відновлення об'єкта, що забезпечуватиме йому подібну корисність.

Перевагою даного методу є визначення вартості підприємства при прискореній ліквідації, проте даний метод не дає найбільш оптимальної ринкової вартості підприємства.

Ринковий підхід ґрунтується на тому, що угоди купівлі та продажу здійснюються за аналогією, орієнтуючись на інформацію про схожі угоди. Даний підхід можна важна найбільш достовірним, адже

Таблиця 2

Оцінка вартості підприємства за методом капіталізації

Показники	Роки			Абсолютне відхилення	
	2016	2017	2018	2017/2016	2018/2017
Чистий прибуток, тис. грн.	935	513	667	-421	154
Позиковий капітал, тис. грн.	72,5	407	2090,5	334,5	1683,5
Власний капітал, тис. грн.	1609,5	1720,5	1892,5	111	172
WACC, %	56,4	13,2	14	-43,2	0,8
Вартість підприємства за нетто-підходом, тис. грн.	1587,4	3147,2	2268,7	1559,8	-878,5
Вартість підприємства за бруто-підходом, тис. грн.	1585,3	3479	2673,7	1894,1	805,7

Джерело: розроблено авторами

Таблиця 3

Оцінка вартості підприємства методом дисконтування

Показник	Роки			Прогнозовані роки		Абсолютне відхилення	
	2016	2017	2018	2019	2020	2017/2016	2018/2017
Вільний грошовий потік, тис. грн.	223	-400	-585	3470	3598	-623	-185
Ставка дисконтування, %	56,4	13,2	14	-	-	-43,2	0,8
Вартість підприємства, тис. грн.	-246	1174,3	2494,4	-	-	1420,3	1320,1

Джерело: розроблено авторами

він відображає дійсну ринкову вартість об'єкта оцінювання. Але його застосування можливе лише за наявності достатнього обсягу достовірної інформації. Розрахунок вартості підприємства здійснюється на основі результатів його порівняння з іншим підприємством-аналогом, що повинно вести свою діяльність в тій же галузі, що і об'єкт оцінки.

Ознайомившись з перевагами та недоліками кожного підходу можна зробити висновок, що дохідний підхід є найбільш зручним, адже відображає величину доходів, яку підприємство здатне принести власникам у майбутньому. Але найбільш наближеним до ринкової вартості підприємства є порівняльний підхід, тому для ефективного управління вартістю, менеджменту підприємства доцільно поєднувати усі підходи визначення вартості підприємства.

Розвиток глобалізаційних процесів, посилення конкуренції та розвиток фінансового ринку змушують компанію змінювати підхід до управління їх вартістю.

Під управлінням вартістю підприємства слід розуміти дії системи менеджменту підприємства, що спрямовані на максимізацію його вартості під час розроблення та прийняття чітко обґрунтованих стратегічних та оперативних рішень.

Серед причин, які впливають на зміну принципів управління підприємством на вартісні, можна виділити такі:

- динамічний розвиток бізнесу (висока частка інтелектуальної складової);
- підвищення рівня конкуренції;
- необхідність задовольняти інтереси всіх стейкхолдерів (споживачів, постачальників, дер-

жавних органів, працівників, власників, кредиторів, інвесторів);

– зміна взаємовідносин власників та менеджерів тощо.

Концепція управління вартістю дозволяє досягти стабільного зростання вартості підприємства, узгодити всі інші цілі та забезпечити конкурентну позицію на ринку.

Як покаже вітчизняний та зарубіжний досвід, успішна реалізація стратегії, які спрямована на підвищення вартості підприємства, приносить вигоди як для власників та інвесторів, так і для управлінців та суспільства в цілому, через збільшення заробітної плати та освоєння нових позицій на конкурентному ринку в результаті ефективного функціонування підприємства. Отже, система підвищення вартості дозволяє підвищити конкурентоспроможність підприємства, ефективно використовувати засоби виробництва та переважати на галузевому ринку.

Висновки і пропозиції. Оцінка вартості підприємства – це процес визначення вартості підприємства в грошовому виразі з урахуванням потенційного та реального доходу на певну дату. Ключовою категорією оцінки є «вартість» – показник доцільності та корисності певного результату якої-небудь діяльності у сфері ринкових відносин, а «вартість підприємства» – показник фінансово-господарської діяльності підприємства як цілісної та неподільної системи.

Для отримання більш адекватних результатів в оцінці вартості підприємства необхідно поєднувати усі методичні підходи, тобто кожен з відомих підходів та методів не є взаємовиключним, а доповнює інший.

Список літератури:

1. Бланк І.О. Управління фінансовими ризиками : підручник. Київ : Ніка-Центр, 2007. 600 с.
2. Казанцева С.А. Проблемы определения факторов, влияющих на формирование стоимости предприятия. *Актуальные вопросы экономики и управления*. 2011. Т. 1. С. 183–188.
3. Коваль З.О. Оцінювання ефективності вартісно-орієнтованого управління підприємством в екосистемі інновацій. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. 2011. № 714. С. 348–357.
4. Корбутяк А.Г., Михайлюк А.В. Методи розрахунку ставки дисконтування. *Молодий вчений*. 2019. № 5(69). С. 543–546.
5. Кравчук О.М., Лешук В.П. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва : навч. посіб. Київ : Центр навчальної літератури, 2010. 504 с.
6. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства : монографія. Київ : КНЕУ, 2002. 272 с.
7. Тарасенко С.І. Формування системи факторів вартості підприємства. *Культура народів Причорномор'я*. 2006. № 80. С. 149–153.
8. Rappaport A. Creating shareholder value: a guide for managers and investors. Rev. and updated ed. New York : Free Press, 1998. P. 205.

References:

1. Blank, I.O. (2007). *Upravlinnia finansovymy ryzykamy* [Financial risk management]. Kyiv : Nika-Tsentr. (in Ukrainian)
2. Kazantseva, S.A. (2011). Problemy opredeleniya faktorov, vliyayushchikh na formirovaniye stoimosti predpriyatiya [Problems of determining the factors affecting the formation of enterprise value]. *Aktual'nye voprosy ekonomiki i upravleniya*, vol. 1, pp. 183–188.
3. Koval, Z.O. (2011). Otsiniuvannya efektyvnosti vartisno-orientovanoho upravlinnia pidpriemstvom v ekosystemi innovatsii [Assessing the effectiveness of value-oriented enterprise management in the innovation ecosystem]. *Visnyk Natsionalnoho universytetu «Lvivska politekhnika»*, no. 714, pp. 348–357.
4. Korbutiak, A.H., & Mykhailiuk, A.V. (2019). Metody rozrakhunku stavky dyskontuvannya [Methods of calculating the discount rate]. *Molodyi vchenyi*, no. 5(69), pp. 543–546.
5. Kravchuk, O.M., & Leshchuk, V.P. (2010). *Finansova diialnist sub'ektiv pidpriemnytstva* [Financial activity of business entities]. Kyiv : Tsentr navchalnoi literatury. (in Ukrainian)
6. Mendrul, O.H. (2006). *Upravlinnia vartistiu pidpriemstva : monohrafiya* [Enterprise Value Management : Monograph]. Kyiv : KNEU, p. 272. (in Ukrainian)
7. Tarasenko, S.I. (2006). Formuvannya systemy faktoriv vartosti pidpriemstva [Formation of a system of factors of enterprise value]. *Kultura narodiv Prychornomor'ia*, vol. 80, pp. 149–153.
8. Rappaport, A. (1998). Creating shareholder value: a guide for managers and investors. Rev. and updated ed. New York : Free Press, p. 205.