

DOI: <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2020-11-87-45>

УДК 65.011

Циган Р.М., Лижова Є.М.

Кременчуцький національний університет імені Михайла Остроградського

## АНАЛІЗ ПІДХОДІВ ТА МЕТОДІВ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

**Анотація.** Оцінка вартості підприємства є одним з основних етапів під час здійснення угод злиття та поглинання. За допомогою M&A бізнес має змогу розвиватися, а якщо розвивається бізнес, то розвивається галузь, у якій цей бізнес функціонує. Все це сприяє розвитку національної економіки. Саме тому оцінка вартості підприємства важлива як для розвитку конкретного підприємства, так і для розуміння тенденцій розвитку галузі та економіки в цілому. Саме тому вибір правильного методу та підходу до оцінки вартості підприємства є важливим та актуальним нині. У разі вибору правильного підходу зводяться до мінімуму ризики переоцінити або недооцінити вартість підприємства, що обумовлено такими факторами як: особливості ринку, на якому функціонує компанія, особливості самого підприємства, його внутрішніх та зовнішніх чинників. У статті розглянуті такі методи та підходи: дохідний (метод дисконтування грошових потоків та метод визначення капіталізованої вартості доходів), ринковий (метод ринку капіталу, метод угод та метод галузевих коефіцієнтів) та витратний (метод вартості чистих активів, метод балансової вартості, метод вартості заміщень, метод ліквідаційної вартості та метод надприбутків). Розглянуті основні підходи, їх сутність, виокремлені їх переваги та недоліки, виявлені закономірності використання кожного з підходів та розроблено алгоритм їх застосування для оцінки підприємств виходячи з їх віку, стану та існування розвинутого ринку. Також запропоновано комплексний метод оцінки вартості бізнесу на базі витратного підходу за допомогою розрахунку чистих активів з використанням даних балансу: вартість основних засобів, оборотних активів, гудвілу та довгострокових і короткострокових зобов'язань та забезпечень.

**Ключові слова:** оцінка вартості, злиття, поглинання, підходи до оцінки вартості, дохідний підхід, ринковий підхід, витратний підхід.

Tsyhan Raisa, Lyzhova Yelyzaveta

Kremenchuk Mykhailo Ostrohradskyi National University

## ANALYSIS OF APPROACHES AND METHODS OF VALUATION OF THE ENTERPRISE

**Summary.** Valuation of the enterprise is one of the main stages in the implementation of mergers and acquisitions. With the help of M&A, a business has the opportunity to develop, and if a business develops, then the industry in which the business operates develops. All this further contributes to the development of the national economy. That is why the assessment of the value of the enterprise is important both for the development of a particular enterprise and for understanding the development trends of the industry and the national and world economy as a whole. That is why choosing the right method and approach to assessing the value of the enterprise is important and relevant today. If you choose the right approach, the risks of overestimating or underestimating the value of the enterprise are minimized, due to such factors as: the nature of the market in which the company operates, the characteristics of the enterprise, its internal and external factors, the identified reason for evaluation. By assessing the value of the enterprise, the firm can identify the main factors that positively affect the value of the enterprise, which will positively affect the enterprise in the future, and for investors it can be a key indicator in making important decisions. The article considers the following methods and approaches: income (cash flow discounting method and method of determining the capitalized value of income), market (capital market method, transaction method and method of industry ratios) and cost (net asset value method, book value method, replacement cost method), liquidation value method and excess profit method). The main approaches, their essence, advantages and disadvantages of each approach, identified patterns of use of each approach and developed an algorithm for their application to assess enterprises based on their age, condition and existence of a developed market, which can greatly facilitate the selection of the required method. It also proposes a comprehensive method of estimating the value of the business based on the cost approach by calculating net assets using balance sheet data: value of fixed assets, current assets, goodwill and long-term and short-term liabilities and collateral.

**Keywords:** valuation, mergers, acquisitions, valuation approaches, revenue approach, market approach, cost approach.

**Постановка проблеми.** Оцінка вартості компанії є одним з основних етапів при здійсненні угод M&A. За допомогою оцінки можна визначити прибутковість та конкурентоздатність підприємства на ринку, що є показником успішності бізнесу. Існує велика кількість методів та підходів, які мають свої особливості, переваги та недоліки. Також не існує єдиного алгоритму визначення застосування того чи іншого підходу. Саме тому тема статті є актуальною.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вагомий внесок у дослідження даної проблеми зробили такі науковці: А. Грязнова, Н. Грицина, І. Коваль, О. Мних, Г. Островська, О. Лаговська, О. Тара-

сова, А. Сотніков, Г. Єгорова, М. Корягін, В. Шевчук, В. Хаустова, Т. Колодяжна, А. Корабутяк, І. Кубчинська, О. Калініна, Е. Божко та багато інших.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** Через велику кількість підходів та методів оцінки можна помилитися при виборі моделі, саме тому існує необхідність систематизувати та об'єднати їх за певними характеристиками та розробити комплексний метод оцінки.

**Мета статті.** Основною метою статті є визначення переваг та недоліків кожного з підходів, створення алгоритму вибору необхідного методу та розробка комплексного методу оцінки вартості підприємства.

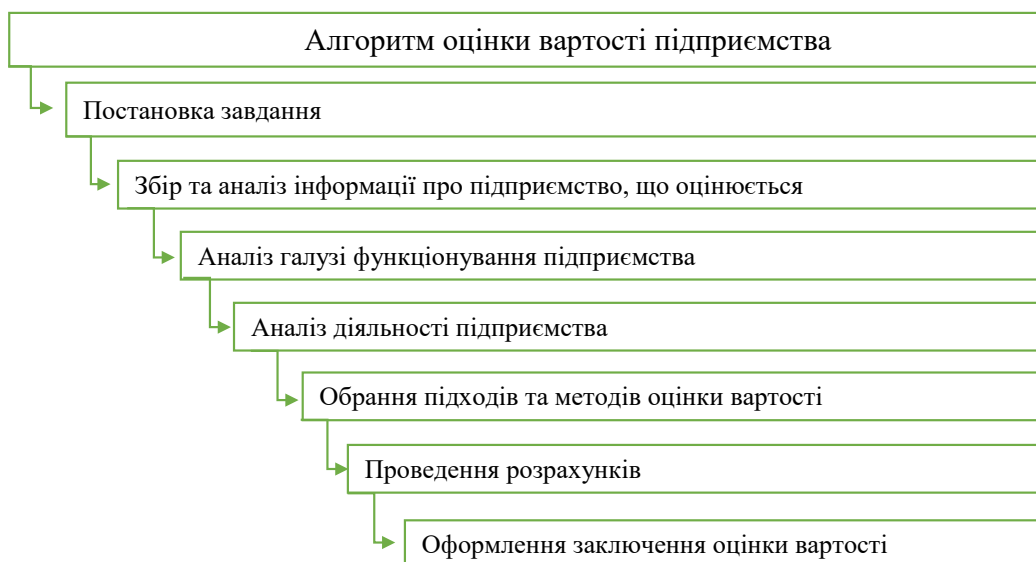


Рис. 1. Алгоритм оцінки вартості підприємства

Джерело: узагальнено авторами [1]

**Виклад основного матеріалу.** Однією з цілей проведення оцінки вартості підприємства є його реструктуризація, зокрема злиття або поглинання. Сам алгоритм визначення оцінки вартості підприємства наведений на рис. 1.

Таким чином, оцінку вартості підприємства доцільно розпочинати з постановки завдання, що включає визначення мети та об'єкту оцінки, технічне завдання та укладення договору. Згідно з наведеним алгоритмом, наступним етапом є збір та аналіз такої інформації: ринкової, фінансової,

бухгалтерської, юридичної, технологічної та іншої в залежності від сфери діяльності компанії. Аналіз сфери економіки включає в себе визначення проблем, головних конкурентів, середньої собівартості та рентабельності, перспективи розвитку. Аналіз діяльності підприємства здійснюється на основі управлінського обліку, фінансового стану та включає в себе: аналіз платоспроможності, ліквідності, майнового стану, рентабельності, фінансової стійкості, ділової активності та можливості банкрутства. Після аналізу визначають

Таблиця 1

## Підходи до оцінки вартості підприємства

Підхід	Сутність	Методи	Сутність
Дохідний	оцінка потоку майбутніх доходів компанії від використання об'єкту оцінки	метод дисконтування грошових потоків	застосовується при нестабільному доході або при використанні різних коефіцієнтів капіталізації.
		метод визначення капіталізованої вартості доходів	за допомогою коефіцієнту капіталізації визначається ринкова вартість компанії шляхом перетворення доходу за один рік до вартості
Порівняльний (ринковий)	визначення вартості компанії на основі ринкової ціни конкурентів	метод ринку капіталу (метод компанії-аналога)	аналіз реальних цін акцій компанії, що сформовані на відкритому фондовому ринку
		метод угод порівняння продажів (транзакцій)	порівняння даних з продажу контрольних пакетів акцій компанії або продаж взагалі
		метод галузевих коефіцієнтів (зіставлення мультиплікаторів)	використання рекомендованих співвідношень між фінансовими параметрами та ціною
Витратний (майновий)	розрахунок ринкової вартості всіх активів та зобов'язань компанії	метод вартості чистих активів	різниця між справедливою вартістю активів та поточних зобов'язань
		метод балансової вартості	різниця між балансовою вартістю активів та зобов'язань
		метод вартості заміщень	сума витрат, необхідних для створення аналогічної компанії
		метод ліквідаційної вартості	різниця між активами та зобов'язаннями підприємства з врахуванням витрат на його ліквідацію
		метод надприбутків	сума капіталізованої вартості нематеріальних активів та матеріальних активів

Джерело: узагальнено авторами [3]

підходи та методи оцінки вартості оцінюваного підприємства, найуживанішими підходами є такі: дохідний, майновий, порівняльний. Проведення розрахунків здійснюються за методами, розглянутими в таблиці 1. Після проведення оцінки вартості оформлюється заключення про результати оцінки вартості, в якому надається повна та остаточна оцінка вартості підприємства.

Таким чином, основним фактором під час оцінки вартості підприємства є визначення інструменту оцінки – методичного підходу та методу оцінки вартості: дохідний, ринковий (порівняльний) та майновий (витратний), їх методи та сутність розглянуті в таблиці 1.

Дохідний підхід є основним способом оцінки при злиттях та поглинаннях. Він заснований на принципі граничної корисності, за якої інвестор обирає найприйнятніше співвідношення ризику та прибутковості. Його основою є оцінка майбутніх доходів підприємства, що ґрунтується на визначенні теперішньої вартості вигод, які очікуються від володіння корпоративними правами підприємства. В рамках дохідного підходу виділяють такі два методи: метод дисконтування та метод капіталізації, їх переваги та недоліки розглянуті на рис 2. В основі розглянутих методів лежить аналіз та оцінка чистого операційного доходу та коефіцієнта дисконтування або капіталізації.

Таким чином, дохідний підхід є основним способом оцінки вартості діючої компанії: метод дисконтування застосовується у разі, коли прогнозовані грошові потоки від використання об'єкта є неоднаковими за величиною, непостійними протягом конкретного періоду, що прогнозується або їх отримання є обмеженим в часі, в той час як метод капіталізації застосовується при прогнозуванні чистого операційного доходу, який не є обмеженим в часі та з постійним за величиною та рівним у проміжках періоду прогнозування.

Ринковий підхід спрямований на визначення вартості на основі ринкових цін подібних підприємств та ґрунтується на тому, що розрахунок вартості підприємства відбувається на основі результатів його зіставлення з іншими компаніями-аналогами. Даний підхід застосовується за двох факторів. Першим фактором є розвинутий фінансовий ринок, зважаючи на те, що він використовує дані вже заключених угод, другим фактором є необхідність існування дорослої компанії. Цей підхід складається з таких методів: метод компанії-аналога, що заснований на аналізі цін акцій, сформованих на фондовому ринку, метод угод, за якого порівнюються дані з продажу контрольного пакету акцій або продаж підприємства в цілому, метод галузевих коефіцієнтів ґрунтується на використанні визначених співвід-

		Переваги	Недоліки
		Дохідний підхід	метод дисконтування
	метод дисконтування	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Враховується фактор часу, розглядаючи конкретний період;</li> <li>2. Розглядаються доходи у динаміці, враховуються майбутні доходи та витрати;</li> <li>3. За допомогою ставки дисконтування враховується рівень ризику;</li> <li>4. Враховуються інтереси як власника, так й потенційного інвестора;</li> <li>5. Є змога прорахувати варіанти розвитку компанії та її переобладнання – метод орієнтований на майбутні доходи та перспективу розвитку</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Висока сприйнятливість результатів до змін як зовнішніх, так і внутрішніх чинників;</li> <li>2. Не застосовується щодо компаній, які мають на меті ліквідуватися;</li> <li>3. Існує вірогідність допущення помилки при виборі ставки дисконтування або у прогнозах;</li> <li>4. Висока трудомісткість збору та отримання інформації;</li> <li>5. Зі збільшенням прогнозного періоду збільшується імовірність неправильного прогнозу</li> <li>6. Можлива невідповідність розрахованих даних та даних бухгалтерської звітності</li> </ol>
	метод капіталізації	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. За допомогою ставки капіталізації враховуються ризику бізнесу;</li> <li>2. Здійснюється відображення кон'юнктури ринку;</li> <li>3. Враховуються майбутні доходи та перспективи розвитку підприємства.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Застосовується лише зрілими діючими компаніями, які мають стабільний прибуток;</li> <li>2. Не бере до уваги матеріальні та нематеріальні активи;</li> <li>3. Наявна можливість помилки при прогнозуванні;</li> <li>4. Висока трудомісткість збору та отримання інформації;</li> <li>6. Можлива невідповідність розрахованих даних та даних бухгалтерської звітності</li> </ol>

Рис. 2. Переваги та недоліки методів дохідного підходу

Джерело: розроблено авторами за [2; 4; 5]

		Переваги	Недоліки
		Ринковий підхід	Метод компанії-аналога
Метод угод	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Враховує вплив факторів галузі на ціну акцій підприємства</li> </ol>		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Наявність високого ризику отримання та використання неправдивої інформації;</li> <li>2. Наявна трудомісткість збору інформації;</li> <li>3. Застосовується лише при наявності подібної компанії</li> </ol>
Метод галузевих коефіцієнтів	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Відображає кон'юнктуру ринку;</li> <li>2. Легкість обчислення</li> </ol>		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Базується на ретроперспективній інформації;</li> <li>2. Наявна трудомісткість збору інформації</li> <li>3. Застосовується лише при наявності подібної компанії</li> </ol>

Рис. 3. Переваги та недоліки методів ринкового підходу

Джерело: розроблено авторами за [2; 4; 5]

ношень між ціною та визначеними фінансовими параметрами [6].

Отже, сутність ринкового підходу полягає в тому, що вартістю підприємства є реальна ціна продажу подібного підприємства. Метод компанії-аналога застосовується при обчисленні вартості для компанії, що розвиваються, які мають розвинений ринок подібного бізнесу – він ґрунтується на використанні цін, що сформувався на відкритому фондовому ринку; метод угод застосовується молодими підприємствами, що планують закритися та мають розвинутий ринок аналогічного бізнесу та дорослими підприємствами, що розвиваються, але мають не стабільний прибуток – заснований на цінах придбання контрольних пакетів акцій або цін придбання цілих аналогічних підприємств; метод галузевих коефіцієнтів використовується при проведенні експрес-оцінок, застосовується підприємствами, що розвиваються лише за умови розвинутого ринку аналогічного бізнесу – базується на виведенні залежності між ціною та будь-яким показником на основі аналізу продажів компаній.

Основою витратного підходу є визначення витрат, що необхідні для відтворення, або заміщення об'єкта оцінки з урахуванням його зносу. Цей підхід використовують для дорослих компаній або для молодих, які планують закритися. У межах витратного підходу застосовують такі методи: метод балансової вартості, метод вартості заміщення, метод вартості чистих активів, метод ліквідаційної вартості та метод надприбутків.

Метод вартості чистих активів визначається як різниця між справедливою, ринковою вартістю як матеріальних так і нематеріальних активів та поточною вартістю зобов'язань. Метод балансової вартості заснований на розрахунку вартості під-

приємства на основі різниці між вартістю активів та зобов'язань, що відображені у балансі. Згідно з методом вартості заміщення, вартість підприємства дорівнює сумі витрат, які необхідні на створення подібного підприємства. Відповідно до методу ліквідаційної вартості, вартість підприємства можна визначити як різницю ліквідаційних витрат (витрат на сплату податків, на виплату вихідної допомоги працівникам, інших ліквідаційних витрат) та скорегованої вартості чистих активів. Методу надприбутків притаманне визначення вартості підприємства шляхом додавання матеріальних та нематеріальних активів та обчислення вартості всіх нематеріальних активів шляхом капіталізації прибутку, отриманого понад звичайну норму, що, як вважається, генерується матеріальними активами. Переваги та недоліки даних методів розглянуті на рис. 4.

Отже, витратний підхід застосовується у тих випадках, коли компанія є збитковою, або її вартість неможливо оцінити доходним або ринковими підходами. Метод вартості чистих активів застосовується компаніями, які планують ліквідуватися, або дорослими компаніями, що мають не стабільний прибуток – встановлюється коригуванням даних балансу на ринкову вартість зобов'язань. Метод балансової вартості застосовується у разі закриття компанії – він є найпростішим, проте не відображає повну вартість. Метод вартості заміщення полягає у оцінці з врахуванням витрат на повне заміщення активів. Метод ліквідаційної вартості використовується у разі термінового продажу компанії. Метод надприбутків застосовується в останню чергу та направлений на оцінку нематеріальних активів компанії та полягає у виявленні регулярних та надлишкових прибутків та подальшої капіталізації підприємства.

Таким чином, різні методи та підходи використовуються в залежності від віку, стану, стабільності прибутку та розвиненості ринку. Алгоритм виявлення відповідного підходу наведений на рис. 5.

Враховавши розглянуті вище переваги та недоліки витратного підходу пропонується застосування комплексного підходу до оцінки вартості та розрахувати вартість чистих активів з використанням наведеної формули:

$$ЧА=(ОЗ+ОА+Г)-(ДЗ+КЗ)$$

де ЧА – чисті активи; ОЗ – основні засоби; ОА – оборотні активи; Г – гудвіл; ДЗ – довгостро-

кові зобов'язання та забезпечення; КЗ – короткострокові зобов'язання та забезпечення.

Перевагами запропонованого підходу є те, що він базується на даних балансу та враховує результати використання найкращих управлінських якостей компанії – гудвіл.

Таким чином, за допомогою наведеного алгоритму є можливість спростити вибір підходу до оцінки підприємства. Наприклад, вартість дорослої компанії, яка у перспективі діюча та розвивається зі стабільним прибутком, яка функціонує на розвинутому ринку можна розрахувати

		Переваги	Недоліки
		Переваги	Недоліки
Витратний підхід	Метод чистих активів	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Зрозумілий для користувачів;</li> <li>2. Враховує вплив виробничо-господарських факторів на зміну вартості активів;</li> <li>3. Легко отримати інформацію.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Має статистичний характер;</li> <li>2. Наявна необхідність переоцінки кожної статті балансу;</li> <li>3. Є цінним у випадку, коли результати, що отримані внаслідок використання дохідного підходу є меншими за вартість чистих активів;</li> <li>4. Не використовується для оцінки вартості підприємств сфери торгівлі.</li> </ol>
	Метод балансової вартості	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Найпростіший у застосуванні;</li> <li>2. Базується лише на даних ф. №1 «Баланс».</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Балансова вартість відображає майбутні доходи – не може бути індикатором майбутніх;</li> <li>2. Наявний сильний взаємозв'язок від методів бухгалтерського обліку;</li> <li>3. Не відображається вартість загалом</li> </ol>
	Метод вартості заміщення	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Визначає поточну ринкову вартість витрат на відтворення компанії;</li> <li>2. Простий для розуміння.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Складний для використання;</li> <li>2. Не показує потенційного прибутку;</li> <li>3. Не враховує вартість матеріальних активів.</li> </ol>
	Метод ліквідаційної вартості	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Використовується за умов прискореної ліквідації, або в екстремальних умовах;</li> <li>2. Враховує рівень розвитку технологій з урахуванням майна, сформованого за власні кошти компанії</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Результати чутливі до причин та швидкості ліквідації;</li> <li>2. Не враховується вартість нематеріальних активів;</li> <li>3. Трудомісткий;</li> <li>4. Незалежність від ринкової ситуації;</li> <li>5. Не відображає потенційного прибутку</li> </ol>
	Метод надприбутків	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Ділить вартість компанії на вартість матеріальних та нематеріальних активів</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Є не точним, застосовується в останню чергу;</li> <li>2. Може показати від'ємну вартість нематеріальних активів у разі якщо прибуток не перевищує середньогалузевий</li> </ol>

Рис. 4. Переваги та недоліки методів дохідного підходу

Джерело: розроблено авторами за [2; 4; 5]



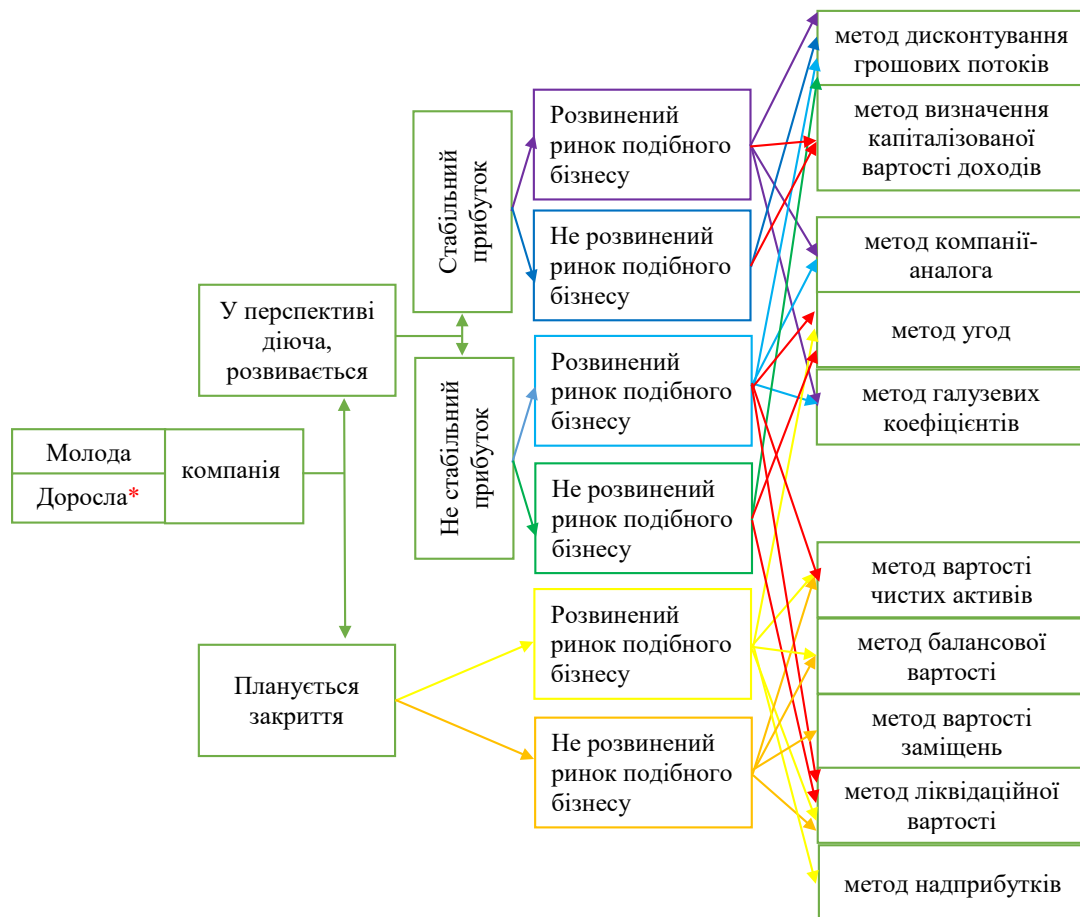


Рис. 5. Застосування методів оцінки вартості в різних випадках стану підприємства

Джерело: розроблено авторами

такими методами: дисконтування грошових потоків, визначення капіталізованої вартості доходів, компанії-аналога та галузевих коефіцієнтів.

**Висновки та пропозиції.** За допомогою детального аналізу підходів та методів оцінки вартості підприємства визначені закономірності між розглянутими методами та станом компанії. Методи дохідного підходу ґрунтуються на ана-

лізі фінансових складових підприємства та цей підхід основним способом оцінки вартості діючої компанії. Методи ринкового підходу застосовуються підприємствами з будь-яким станом, проте лише за наявності компанії-аналогів. Методи витратного підходу застосовуються щодо зрілих компаній, які не мають стабільного прибутку та планують ліквідацію.

## Список літератури:

1. Задерей В.Ю. Методи оцінки вартості компаній. *Агросвіт*. 2017. № 5. С. 48–54.
2. Лаговська В. Оцінка вартості підприємства: аналіз підходів та методів. *Економічний аналіз*. 2012. Вип. 10, № 2. С. 414–417.
3. Сотніков А.В. Основні підходи та методи оцінки вартості підприємств. *Вісник НТУ «ХПІ»*. 2015. № 61 (1170). С. 70–73.
4. Тарасова О.В. Аналіз методів оцінки вартості компанії при злитті та поглинанні. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2017. № 1(44). С. 367–373.
5. Хаустова В.Є., Колодяжна Т.В. Вплив процесів злиттів і поглинань на конкурентоспроможність економіки в умовах глобалізації: монографія. Харків, 2019. 416 с.
6. Fernandez P. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Elsevier, 2002. 631 p.

## References:

1. Zaderey V.Y. (2017). Metody otsinky vartosti kompaniy [Valuation methods]. *Agrosvit*, no. 5, pp. 48–54.
2. Lagovska V. (2012). Otsinka vartosti pidpryyemstva: analiz pidkhodiv ta metodiv [Evaluation of the cost of the organization: analysis of approaches and methods]. *Economic analysis*, vol. 10, no. 2, pp. 414–417.
3. Sotnikov A.V. (2015). Osnovni pidkhody ta metody otsinky vartosti pidpryyemstv [Basic approaches and methods of valuation of enterprises]. *Bulletin of NTU "KhPI"*, no. 61 (1170), pp. 70–73.
4. Tarasova O.V. (2017). Analiz metodiv otsinky vartosti kompaniyi pry zlytti ta pohlynanni [Analysis of methods for estimating the value of the company in mergers and acquisitions]. *Bulletin of socio-economic research*, no. 1(44), pp. 367–373.
5. Haustova V.E., Kolodyazhna T.V. (2019). *Vplyv protsesiv zlyttiv i pohlynan' na konkurentospromozhnist' ekonomiky v umovakh hlobalizatsiyi* [Influence of mergers and acquisitions on the competitiveness of the economy in the context of globalization: a monograph]. Kharkiv. (in Ukrainian)
6. Fernandez P. (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Elsevier.