

## Вдосконалення підходів до оцінювання вартості компанії

Ю. М. Дерев'янко<sup>i</sup>, О. А. Лукаш<sup>ii</sup>, Л. В. Старченко<sup>iii</sup>

В статті досліджено проблеми вдосконалення підходу до оцінювання вартості компанії, який враховуватиме більшу кількість факторів впливу та дасть більш адекватну інформацію про вартість комерційної діяльності з урахуванням можливих змін у майбутньому. Більшість підходів до оцінки компаній ґрунтуються на статичних показниках, які не дають вичерпної інформації про темпи розвитку підприємства, та не можуть визначити його реальний ринковий потенціал, що обумовлюватиме надходження прибутку від подальшої діяльності або продажу. Для встановлення адекватної вартості підприємницького бізнесу запропоновано використовувати інтегрований показник вартості компанії, розрахунок якого базується на використанні принципів як доходного, так і витратного підходів, що дозволить врахувати більший спектр інформації.

*Ключові слова:* вартість, витрати, дохід, модель, оцінювання.

УДК 658.155

JEL коди: G32, C52

**Актуальність дослідження.** Інвестування або передача власності на платній або безоплатній основі базується, в першу чергу, на оцінці певного об'єкту власності (бізнесу, проекту, підприємства інше). Останнім часом досить детально вивчається питання оцінки вартості підприємницької діяльності вченими різних наукових шкіл та країн.

Актуальність даної статті полягає у необхідності подальшого вдосконалення методичного інструментарію оцінки суб'єктів господарювання, що обумовлено турбулентністю навколишнього середовища компаній, значною невизначеністю прогнозних значень економічних параметрів діяльності компаній та значними недоліками існуючих методик оцінки. Очевидною є і недостатньо розв'язана проблема відсутності комплексного збалансованого підходу до оцінки вартості юридичних осіб. Привертає увагу той факт, що в Україні законодавчо закріплене застосування доходного, витратного і порівняльного підходів, кожен з яких дає оцінку вартості бізнесу на основі теперішніх даних, і в той же час жоден з них фактично не враховує показники інших часових вимірів, зокрема прогнозування можливого зростання або спаду діяльності, попередні досягнення компанії.

**Аналіз останніх наукових досліджень та публікацій.** У науковій економічній літературі приділяється значна увага аналізу проблеми використання практичних підходів до оцінки вартості бізнесу. В роботах вітчизняних та іноземних авторів найчастіше цей аналіз здійснюється в контексті застосування стандартних методів оцінки. У зарубіжній науковій літературі значну увагу даній проблематиці приділяли А. Дамодаран, Т. Коллер, Т. Коупленд, М. Міллер, Ф. Модільяні, Дж. Муррін, Дж. Стерн, Дж. Стюарт, К. Уолт, Г. Харрисон, Дж. Харвей, У. Шарп, та ін. Аспекти

<sup>i</sup> Дерев'янко Юрій Миколайович, кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри економіки та бізнес-адміністрування Сумського державного університету;

<sup>ii</sup> Лукаш Ольга Анатоліївна, кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри економіки та бізнес-адміністрування Сумського державного університету;

<sup>iii</sup> Старченко Людмила Володимирівна, кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри економіки та бізнес-адміністрування Сумського державного університету.

© Ю. М. Дерев'янко, О. А. Лукаш, Л. В. Старченко, 2013



оцінювання вартості бізнесу досліджувались і вітчизняними вченими, серед них: О. Кириченко, П. Круш, О. Кузьмін, Я. Маркус, Т. Момот, Д. Олексіч, С. Панков, О. Шевчук та ін [1; 3; 5; 8].

Запропоновані вище наведеними вченими підходи достатньо обґрунтовані задля їх практичного застосування при оцінці вартості компаній, однак в результаті сучасних змін в соціально-економічному просторі, викликів нещодавніх та поточних економічних кризових явищ та їх наслідків вони потребують вдосконалень та відповідного коригування. Незважаючи на досягнення зарубіжних та вітчизняних вчених, актуальними залишаються дослідження та аналіз використання концептуальних підходів до оцінювання вартості бізнесу.

**Постановка завдання.** Метою статті є вдосконалення підходу до оцінювання вартості компанії, який враховуватиме більшу кількість факторів впливу та дасть більш адекватну інформацію про вартість комерційної діяльності з урахуванням можливих змін у майбутньому.

**Викладення основного матеріалу.** Виділяють три основні напрямки оцінювання вартості стратегічної одиниці бізнесу (зокрема, компанії): дохідний, майновий, ринковий. При чому у дохідному підході виділяють: дисконтування грошового потоку, модель Гордона, метод капіталізації доходів. Оцінка вартості підприємства з використанням доходного підходу являє собою визначення вартості майбутніх доходів, які виникнуть в результаті комерційної діяльності і (можливого) подальшого його продажу. Отже, оцінка з позиції доходного підходу багато в чому залежить, які перспективи має оцінювана компанія.

Однією з основних проблем, що виникає при використанні доходного підходу, є прогноз майбутніх доходів. Для розрахунку величини вартості в межах даного підходу важливим є отримання достатньо точних (достовірних та обґрунтованих) даних щодо майбутніх доходів підприємства, що викликає певні ускладнення у практичному застосуванні. Використання даного підходу дозволяє більш повно врахувати цільові значення вартості, узгоджені з показниками економічного і соціального розвитку країни в цілому.

У зв'язку з тим, що всі юридичні особи володіють достатньо добре встановленими системами обліку та автоматизації своєї діяльності, а їх звітність часто перевірена аудитором та відповідними державними органами, застосування доходного підходу буде базуватись на добре структурованій та перевірній інформації. Це, в свою чергу, робить отримані результати обґрунтованими та об'єктивними. Основними методами даного підходу є метод дисконтування грошового потоку (метод непрямой капіталізації); метод капіталізації (метод прямої капіталізації); метод економічної доданої вартості [4].

Вибір методів в межах доходного підходу визначається специфікою оцінюваного підприємства та особливостями його діяльності, проте найчастіше це – метод капіталізації прибутку та метод дисконтування грошових потоків.

Переваги дохідного підходу підприємства полягають в тому, що в нього з'являється реальна можливість розрахувати вартість свого бізнесу, виходячи з якості поточних фінансових показників, можливості одержання майбутніх доходів, неявного зіставлення діяльності із аналогами.

У той же час, є ряд факторів, що ускладнюють застосування даного підходу, у тому числі – проблема складання прогнозу на середньо- або довгостроковий період (5-6 років і більше), проблема обчислення норми віддачі капіталу, особливо – проблема визначення альтернативної вартості капіталу.

Дохідний підхід характеризує спроможність бізнесу приносити прибуток у майбутньому і теперішню вартість об'єкта виходячи з очікуваних доходів у

майбутньому. Витратний підхід, на відміну від дохідного розглядає вартість об'єкта оцінки на сьогоднішній день з позиції витрат на його створення у минулому.

Сутність витратного підходу полягає в тому, що підприємство як майновий комплекс, який використовується для здійснення комерційної (виробничої, торгівельної тощо) діяльності. При цьому вартість визначається шляхом переоцінки ресурсів, що були витрачені на створення даного бізнесу, тобто оцінюється з позиції вже понесених витрат. Для розрахунку при цьому використовують дані балансу на дату оцінки. Найбільш поширеними методами витратного підходу є метод чистих активів та метод ліквідаційної вартості фірми і т.д.

Актуальність витратного підходу полягає у можливості оцінити балансову вартість юридичної особи незалежно від прибутковості її діяльності. Це обумовлено наявністю, як правило, достовірної інформації для розрахунків, а також використанням традиційних для вітчизняної економіки витратних методів до оцінки вартості бізнесу. Але з іншого боку, коли діяльність компанії починає «набирати обертів», вважається некоректним використовувати методи оцінки, що базуються на ретроспективних даних і не враховують перспективи розвитку – майбутній прибуток [4].

Порівняльний підхід передбачає аналіз цін продажу та пропозиції схожих об'єктів з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння і об'єктом оцінки.

Головною перевагою порівняльного підходу є те, що він є найпростішим у використанні, а також статистично обґрунтованим, що забезпечує отримання достовірних даних, придатних для застосування в інших підходах. Головним обмеженням у застосуванні даного підходу є обов'язкова наявність активного ринку. До недоліків можна віднести те, що даний підхід потребує внесення поправок, більшість з яких впливає на достовірність результатів. Причому дані не завжди є порівнюваними.

Крім того, застосування порівняльного підходу можливе лише при наявності доступної різносторонньої фінансової інформації не лише по підприємству, що оцінюється, але і по його аналогам, які відібрані оцінником в процесі аналізу. Інформація про угоди між юридичними особами в Україні, що може бути використана за базу порівняння, часто недоступна. Реальна ціна та умови проведення угод часто відомі лише інсайдерам [9].

Ідея порівняльного підходу базується на дотриманні принципу заміщення (наявності еквівалентного замітника), відповідно до якого вартість оцінюваного бізнесу не може перевищувати вартість іншого доступного об'єкта оцінки зі схожими властивостями. Цей підхід можна розглядати більш ширше з урахуванням поправок на особливості діяльності підприємства та ринкової вартості всіх подібних до нього підприємств, повні або часткові права власності, які є доступними для купівлі-продажу на даний момент. Принциповою відмінністю між цими поняттями є виокремлення в останньому варіанті двох суттєвих ознак: урахування повної специфіки роботи оцінюваного об'єкту та права власності на нього (повне чи часткове).

Залежно від типу економічних відносин, покладених в основу розрахунку вартості ринкових аналогів, розрізняють два основних методи порівняльного підходу: закритих угод і котирувань. Ці методи базуються на порівнянні вартості аналогічних об'єктів власності, яка: зафіксована в угодах закритого типу при злитті або поглинанні, придбанні значних пакетів акцій тощо; визначається за даними котирувань акцій компанії на відкритому ринку [5].

Однією з основних проблем, що виникає при використанні дохідного підходу, є прогноз майбутніх доходів. Для розрахунку величини вартості бізнесу в межах даного підходу важливим є отримання достатньо точних даних щодо майбутніх доходів, що породжує певні складнощі. Основними методами даного підходу є метод

дисконтування грошових потоків та метод капіталізації.

Разом з тим, більшість підходів до оцінки бізнесу ґрунтується на статичних показниках, які не дають вичерпної інформації про темпи розвитку підприємства, та не можуть визначити його реальний ринковий потенціал, що обумовлюватиме надходження прибутку від подальшої діяльності або продажу.

Тому, для встановлення адекватної вартості підприємницького бізнесу ми пропонуємо зокрема використовувати інтегрований показник вартості, розрахунок якого базується на використанні принципів як доходного, так і витратного підходів, що дозволить врахувати більший спектр інформації. Даний показник можна розрахувати за формулою:

$$IPV = \left( \sqrt{\frac{FR_n * A}{i}} \right) * d, \quad (1)$$

де  $IPV$  – інтегрований показник вартості бізнесу;  
 $FR_n$  – фінансовий результат (чистий прибуток) у звітному періоді  $n$ ;  
 $i$  – темп приросту фінансового результату;  
 $A$  – балансова вартість, розрахована методами витратного підходу;  
 $d$  – динаміка фінансового результату.

Використання доходного підходу в цій формулі ґрунтується на застосуванні методу, що враховує коефіцієнт приросту фінансового результату, який можна визначити таким чином:

$$d = \frac{FR_n}{FR_{n-1}}, \quad (2)$$

де  $FR_{n-1}$  – фінансовий результат (чистий прибуток) у попередньому періоді  $(n-1)$ .

Це дає можливість розширити спектр об'єктів оцінки і робить її більш придатною для визначення вартості аналізованих підприємств.

Динаміка фінансового результату характеризує темпи зміни капіталу за декілька останніх періодів, тобто прогнозує можливу динаміку розвитку фірми. Для більш точного аналізу доцільно враховувати динаміку показника капіталу не менш ніж за 4–6 років. В результаті проведених досліджень було розраховано зміну прибутку деяких вітчизняних підприємств нафтохімічної галузі (табл. 1).

Таблиця 1 – Коефіцієнт зміни балансового капіталу підприємств

Рік	Підприємство		
	ПАТ «Ясинівський коксохімічний завод»	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	ПАТ «Іскра»
2008/2007	1,51	1,52	1,08
2009/2008	0,55	2,45	1,22
2010/2009	0,83	0,51	1,09
2011/2010	1,30	0,73	0,96

Для встановлення адекватності запропонованої нами методики було розглянуто три підприємства нафтохімічної галузі України. Розрахунок даних підприємств дозволяє говорити про адекватність запропонованої моделі (табл. 2) та можливість її застосування на підприємствах різних галузей. Проблемним аспектом даного методу є неможливість оцінки юридичної особи у випадку, якщо значення темпу приросту

фінансового результату дорівнює, або більше одиниці. При такому збігу обставин знаменник формули (1) дорівнюватиме нулю, або буде від'ємним числом, що робить оцінку недоцільною (недостовірною).

Таблиця 2 – Вартість підприємств (тис. грн)

Рік	Підприємство		
	ПАТ «Ясинівський коксохімічний завод»	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	ПАТ «Іскра»
2008	2768324,20	1572297,00	330790,40
2009	939462,44	6970294,20	481338,50
2010	1480961,20	1186156,40	538870,60
2011	3512306,10	1207171,63	532228,60

**Висновки.** Таким чином можна зробити висновок, що запропонований підхід визначення вартості компанії дозволяє інтегрувати у собі результати, отримані різними методами оцінювання, та врахувати динаміку розвитку фірми, що робить результат оцінювання більш об'єктивним.

Позитивними сторонами даної методики можна назвати:

- 1) комплексність оцінювання вартості компанії;
- 2) урахування результативності діяльності компанії;
- 3) урахування такого соціального явища, як очікувані зміни та тенденцій розвитку бізнесу.

До недоліків варто віднести:

- 1) не враховано порівняння досліджуваного бізнесу (компанії) з її аналогами;
- 2) труднощі пошуку достовірної та адекватної інформації.

В цілому подібний інструментарій може бути використаний як один із способів встановлення ціни на об'єкт господарювання. Вона може знайти своє використання в оцінці майна при передачі його від одного суб'єкту власності іншому.

**Перспективи подальших досліджень і публікацій.** Важливим фактом є те, що запропонований інструмент оцінки вартості майна може бути скоригованим за необхідності і використаним у різних галузях економіки. Однією із позитивних рис інтегрованого показника є можливість його переформування шляхом зміни дохідної частини. Наприклад, заміну формули Гордона на приведену чисту вартість грошового потоку, або дисконтований дохід від основної діяльності.

Коефіцієнт очікування, як наведено вище, передбачає коригування вартості компанії в залежності від динаміки показників діяльності підприємства. Тобто, прогнозування можливої зміни у майбутньому на основі екстраполяції, а отже і можливий потенціал. Це означає, що даний показник можна використовувати для оцінки потенціалу конкурентоспроможності і інвестиційної привабливості юридичної особи. Отже, слід зазначити різноманітність можливого подальшого розвитку запропонованої моделі. Доцільним вважаємо також провести оцінку вартості підприємств різних регіонів і навести їх порівняльну характеристику, що дало би змогу протестувати дану методику на прикладі підприємств різних держав.

#### **Література**

1. *Дамодаран, Асват.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран ; пер. с англ. М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
2. *Кириченко, О. А.* Банківський менеджмент : навчальний посібник / Кириченко О. А., Гіленко І. В., Роголь С., Сиротян С. В., Немой О. – К. : Знання-Прес, 2002. – 438 с.

3. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд ; 3-е изд., перераб. и доп. ; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.
4. Круш, П. В. Управління вартістю підприємств / П. В. Круш, С. В. Поліщук // Маркетинг в Україні. – 2003. – № 4. – С. 16–19.
5. Модильяни, Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ – Модильяни, Миллер / Ф. Модильяни, М. Миллер ; пер. с англ. ; 2-е изд. – М. : Дело, 2001. – 212 с.
6. Олексіч, Д. В. Методичні засади оцінки вартості банківського бізнесу на основі методу ринкової економічної доданої вартості / Д. В. Олексіч // Бізнес Інформ. – 2011. – № 3. – С. 117–120.
7. Подвігін, С. О. Оцінка вартості банківського бізнесу в сучасних умовах розвитку банківської системи / С. О. Подвігін // Збірник наукових праць «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» м. Суми. – Режим доступу : <http://dspace.uabs.edu.ua/handle/123456789/8309>.
8. Шарп, У. Инвестиции / Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. – М. : Инфра-М, 2001. – 1028 с.
9. Шевчук, О. В. Опційний метод оцінки бізнесу / О. В. Шевчук, А. В. Зименко // Збірник наукових праць «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України». – 2008. – № 2(12). – С. 130–134.
10. Яременко, Н. С. Традиційні підходи до оцінки вартості банку та можливість їх використання в Україні / Н. С. Яременко // Збірник наукових праць «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України», м. Суми. – Режим доступу : [http://www.uabs.edu.ua/images/stories//docs/К\\_ЕК/Яременко\\_004.pdf](http://www.uabs.edu.ua/images/stories//docs/К_ЕК/Яременко_004.pdf).

**Отримано 08.08.2013 р.**

#### **Совершенствование подходов к оценке стоимости компании**

**ЮРИЙ НИКОЛЕВИЧ ДЕРЕВ'ЯНКО\***,  
**ОЛЬГА АНАТОЛЬЕВНА ЛУКАШ\*\***,  
**ЛЮДМИЛА ВЛАДИМИРОВНА СТАРЧЕНКО\*\*\***

\* кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономики и бизнес-администрирования Сумского государственного университета,  
ул. Р.-Корсакова, 2, г. Сумы, 40007, Украина,  
тел.: 00-380-542-332223, e-mail: [deyure@mail.ru](mailto:deyure@mail.ru)

\*\* кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономики и бизнес-администрирования Сумского государственного университета,  
ул. Р.-Корсакова, 2, г. Сумы, 40007, Украина,  
тел.: 00-380-542-332223, e-mail: [olha.lukash@gmail.com](mailto:olha.lukash@gmail.com)

\*\*\* кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономики и бизнес-администрирования Сумского государственного университета,  
ул. Р.-Корсакова, 2, г. Сумы, 40007, Украина,  
тел.: 00-380-542-332223, e-mail: [lv\\_star@mail.ru](mailto:lv_star@mail.ru)

В статье исследованы проблемы совершенствования подхода к оценке стоимости компании, который бы учитывал большее количество факторов влияния и дал более адекватную информацию о стоимости коммерческой деятельности с учётом возможных изменений в будущем. Большинство подходов к оценке компаний основываются на статических показателях, которые не дают исчерпывающей информации о темпах развития предприятия, и не могут определить его реальный рыночный потенциал, который предопределяет поступление прибыли от дальнейшей деятельности или продажи. Для установления адекватной стоимости предпринимательского бизнеса предложено использовать интегрированный показатель стоимости компании, расчёт которого основывается на использовании принципов как доходного, так и затратного подходов, что позволит учесть больший спектр информации.

Ключевые слова: доход, затраты, модель, оценка, стоимость.

Improving Approaches to Evaluation of the Company

YURIY M. DEREV'YANKO\*,  
OLHA A. LUKASH\*\*,  
LIUDMYLA V. STARCHENKO\*\*\*

\*C. Sc. (Economics), Associate Professor, Department of Economics and Business-Administration  
Sumy State University, R.-Korsakova Street, 2, Sumy, 40007, Ukraine,  
phone: 00-380-542-332223, e-mail: deyure@mail.ru

\*\*C. Sc. (Economics), Associate Professor, Department of Economics and Business-Administration  
Sumy State University, R.-Korsakova Street, 2, Sumy, 40007, Ukraine,  
phone: 00-380-542-332223, e-mail: olha.lukash@gmail.com

\*\*\*C. Sc. (Economics), Associate Professor, Department of Economics and Business-Administration  
Sumy State University, R.-Korsakova Street, 2, Sumy, 40007, Ukraine,  
phone: 00-380-542-332223, e-mail: lv\_star@mail.ru

Manuscript received 08 August 2013.

The paper studies the problem of improving the approach to assessing the value of the company, which would take into account more factors of influence and give more adequate information on the cost of business, taking into account possible changes in the future. Most approaches to the assessment of the companies are based on static indicators that do not provide comprehensive information about the pace of development of the enterprise, and cannot determine its real market potential, which will determine the flow of profits from future operations or sales. In order to establish an adequate cost entrepreneurial businesses proposed to use the integrated index of the company value, the calculation of which is based on the use of the principles of both the income and cost approaches that would allow for a wider range of information.

Keywords: income, expenses, model, evaluation, cost.

JEL Codes: G32, C52

References: 10

Language of the article: Ukrainian

References

1. Damodaran, A. (2004), Investment Valuation: Tools and Techniques to Assess any Assets, *Alpina Biznes Buks*. (In Russian)
2. Kyrychenko, O. A. (2002), Banking Management, *Znannia-Pres*. (In Ukrainian)
3. Koupland, T. (2015), Value of Companies: Assessment and Management, *Olimp-Biznes*. (In Russian)
4. Krush, P. V. (2003), "Cost Company Management," *Marketynh v Ukraini*, 4, 16–19. (In Ukrainian)
5. Modigliani, F. (2001), How much is the company? Theorem MM - Modigliani, Miller, *Dielo*. (In Russian)
6. Oleksich, D. V. (2011), "Methodological principles of valuation of banking on the basis of market economic value added," *Biznes Inform*, 3, 117–20. (In Ukrainian)
7. Podvigin, S. O. (2012), "Valuation of banking business in modern conditions of development of the banking system," *Zbirnyk naukovykh prats «Problemy i perspektyvy rozvytku bankivskoi systemy Ukrainy»*, Sumy, <http://dspace.uabs.edu.ua/handle/123456789/8309>. (In Ukrainian)
8. Sharp, U. (2001), Investment, *Infra-M*. (In Russian)
9. Shevchuk, O. V. (2008), "Optional method of business valuation," *Zbirnyk naukovykh prats «Problemy i perspektyvy rozvytku bankivskoi systemy Ukrainy»*, Sumy, 2(12), 130–34. (In Ukrainian)
10. Yarenko, N. S. (2010), "Traditional approaches to the valuation of the bank and the possibility of their use in Ukraine," *Zbirnyk naukovykh prats «Problemy i perspektyvy rozvytku bankivskoi systemy Ukrainy»*, Sumy, [http://www.uabs.edu.ua/images/stories/docs/K\\_EK/Yarenko\\_004.pdf](http://www.uabs.edu.ua/images/stories/docs/K_EK/Yarenko_004.pdf). (In Ukrainian)