

**Пильнова В. П., к.е.н., доцент,
Пильнов Д. О., к.е.н., магістрант
Горпинич Л. І., магістр**
Державний університет інформаційно-комунікаційних
технологій, м. Київ

ОЦІНКА ВАРТОСТІ МАЙНА КОМПАНІЇ В СИСТЕМІ ДІАГНОСТИКИ БІЗНЕСУ

У статті узагальнено теоретичні положення оцінки вартості бізнесу, систематизовано наявні принципи, підходи та методи оцінки вартості; обґрунтовано необхідність вдосконалення методики оцінки ринкової вартості бізнесу. Розроблена методика дозволяє визначати ринкову вартість бізнесу через його ефективність, якій не властиві основні недоліки існуючих методик (використання прогнозних значень, інформації про подібні компанії тощо), а також може слугувати основою для проведення багатокритеріального аналізу сильних та слабких сторін бізнесу; запропоновано перелік показників, який, на відміну від рекомендованого в літературі, найбільш повно відображає його ефективність; запропонована та апробована методика оцінки ринкової вартості бізнесу. Обґрунтовано доцільність використання інтегрального показника, розрахованого на основі показників ефективності бізнесу, відібраних для оцінки ринкової вартості бізнесу. Сформульовано новий принцип оцінки ринкової вартості бізнесу - принцип інтегрованості результатів оцінки у фінансову систему підприємства. Розроблено методичку визначення ринкової вартості бізнесу, що відрізняється від наявних використанням ефективності бізнесу як фактору його ринкової вартості, яка враховує можливість проведення багатокритеріального аналізу сильних та слабких сторін бізнесу, що являється базою для прийняття фінансових рішень. В рамках розробленої методики оцінки ринкової вартості бізнесу запропонована шкала для інтерпретації рівня ефективності бізнесу. На основі застосування запропонованої методики, розроблена матриця фінансових рішень, що дозволяє приймати найбільш оптимальні фінансові рішення, враховуючи ринкову вартість бізнесу.

Ключові слова: оцінка вартості бізнесу, багатокритеріальний аналіз, інтегральний показник, оптимальні фінансові рішення

Постановка проблеми. Важливість оцінки ринкової вартості бізнесу визначається значенням від результату оцінки щодо діяльності компанії при прийнятті різних рішень. Результат оцінки може бути орієнтиром для прийняття обґрунтованого інвестиційного рішення, при реструктуризації, розробці плану розвитку бізнесу, і в багатьох інших випадках, коли аналізуються фінансові ресурси підприємства. У свою чергу, збільшення ринкової вартості бізнесу це те, до чого прагнуть його власники, тому не дивно, що в країнах з розвиненими фінансовими ринками менеджерів часто мотивують приймати такі рішення, які покликані збільшувати ринкову вартість бізнесу.

Оцінка ринкової вартості бізнесу особливо важлива, враховуючи збільшення обсягу угод на ринку злитті і поглинань та кризи, в умовах якої точність оцінки повинна бути якомога вищою.

Зміни в сучасних економічних умовах передбачають перегляд деяких теоретичних та практичних засад визначення ринкової вартості бізнесу. Таким чином, актуальність

даного дослідження очевидна, що також підтверджується великою кількістю дискусійних положень у визначенні єдиних теоретико-методологічних підходів до визначення ринкової вартості бізнесу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням оцінки вартості компаній присвячений значний обсяг наукових праць зарубіжних та вітчизняних дослідників.

Дане дослідження базується на працях вітчизняних вчених серед яких, необхідно відзначити О. Г. Мендрул, Н. В. Тертична, В.Н. Гавва, В. В. Галасюк, Н. Г. Чумаченко, Л. Р. Прус, В. І. Довбенко, О. М. Кравчук, В. П. Лещук, Р. А. Костирко, проте в працях зазначених авторів відсутня емпірична перевірка ефективності запропонованих методик оцінки [6]. Використовувалися також роботи зарубіжних вчених з питань оцінки компанії, а особливо активно праці Ф. Модільяні, М. Міллера, Г. М. Десмонда, Р. Е. Келлі, Р. Хіггінса, Т. Коупленда, Т. Коллера, Ф. Ч. Еванса, Д. М. Бішопа.

У даний час в літературі не представлені методичні основи і практичні рекомендації з оцінки ринкової вартості бізнесу на основі застосування методик всебічної оцінки його ефективності.

У зв'язку з цим доцільно розробити методику оцінки ринкової вартості бізнесу у взаємозв'язку з оцінкою його ефективності.

Мета статті. Мета статті – розробка науково обґрунтованої методики визначення ринкової вартості бізнесу для прийняття фінансових рішень.

Виклад основного матеріалу. Оцінка бізнесу є одним з найбільш актуальних напрямків оціночної діяльності. Вона включає не лише оцінку сукупної вартості активів підприємства, а й визначення вартості окремих напрямків роботи підприємства, оцінку його ліквідності, аналіз можливості реалізації інноваційних проектів, які потребують залучення зовнішніх інвестицій [1].

Ринок купівлі-продажу підприємств, що динамічно розвивається, а також інвестування, диктують необхідність своєчасного отримання об'єктивної інформації про об'єкт купівлі-продажу ще на стадії прийняття рішення про укладення угоди. У зв'язку з цим з кожним роком зростає інтерес до питань оцінки вартості бізнесу.

У даний час вітчизняна практика оцінки вартості бізнесу в основному спирається на стандарти оцінки, але в той же час на основі традиційних підходів оцінки формуються нові методики, що враховують сучасний стан економіки, галузеву приналежність підприємств тощо. Все це визначає необхідність вивчення основних засад, окремих методичних підходів, конкретних методів та способів оцінки вартості бізнесу [2-4].

Для вирішення таких задач уточнено поняття бізнесу, проаналізовано наукові підходи, методи і принципи оцінки ринкової вартості бізнесу.

Під бізнесом пропонується розуміти сукупність матеріальної складової, представленої підприємством як майновий комплекс, і нематеріальної складової, яка характеризується ефективністю використання наявних ресурсів. При цьому, метою бізнесу є створення та примноження прибутків його власників, що позитивно впливає на збільшенні вартості бізнесу.

Існуючі визначення бізнесу як діяльності, спрямованої на одержання прибутку, не враховують факт споживання ресурсів у процесі його отримання, що є упущенням.

У той же час не можна ототожнювати бізнес та підприємство як майновий комплекс. Поняття «бізнес» не можна зводити до комплексу сировини та обладнання для виробництва певної продукції. Отримуваний прибуток буде багато у чому залежати від того, наскільки ефективні дії щодо організації роботи майнового комплексу. У зв'язку з цим, прослідковується вплив ефективності бізнесу на його ринкову вартість [7]. Тому, доцільно розглядати ефективність бізнесу у якості основного критерію його ринкової вартості (рис. 1).

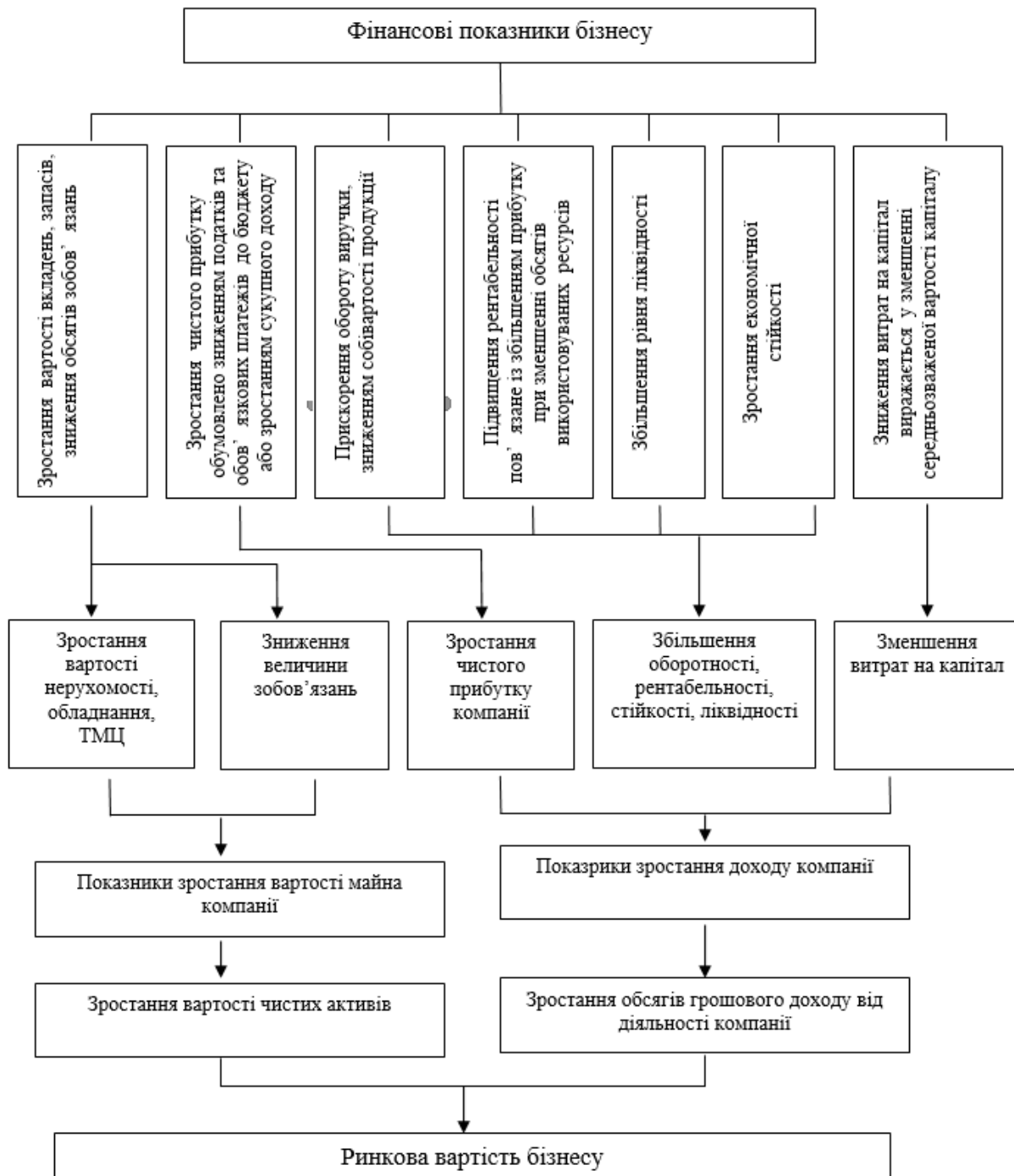


Рис.1. Взаємозв'язок фінансових показників бізнесу та його ринкової вартості

Наведений взаємозв'язок фінансових показників бізнесу та його ринкової вартості, характеризує інтегральну природу показника вартості. Мета будь-яких інвестицій, модернізації виробництва та організаційної структури бізнесу, злиття та об'єднання - збільшення обсягів збуту, зниження витрат виробництва, тобто збільшення прибутку, активів та, як наслідок, вартості бізнесу. Темпи зростання вартості бізнесу відображають ефективність його розвитку. Використання загальних фінансових показників оцінки бізнесу та визначення його ринкової вартості дозволяють обґрунтувати ті напрямки, на яких менеджменту компанії слід зосередити свої зусилля з метою прийняття адекватних фінансових рішень для забезпечення бізнесу конкурентних переваг та збільшення його вартості. Етапи управління вартістю відображені на рис. 2.

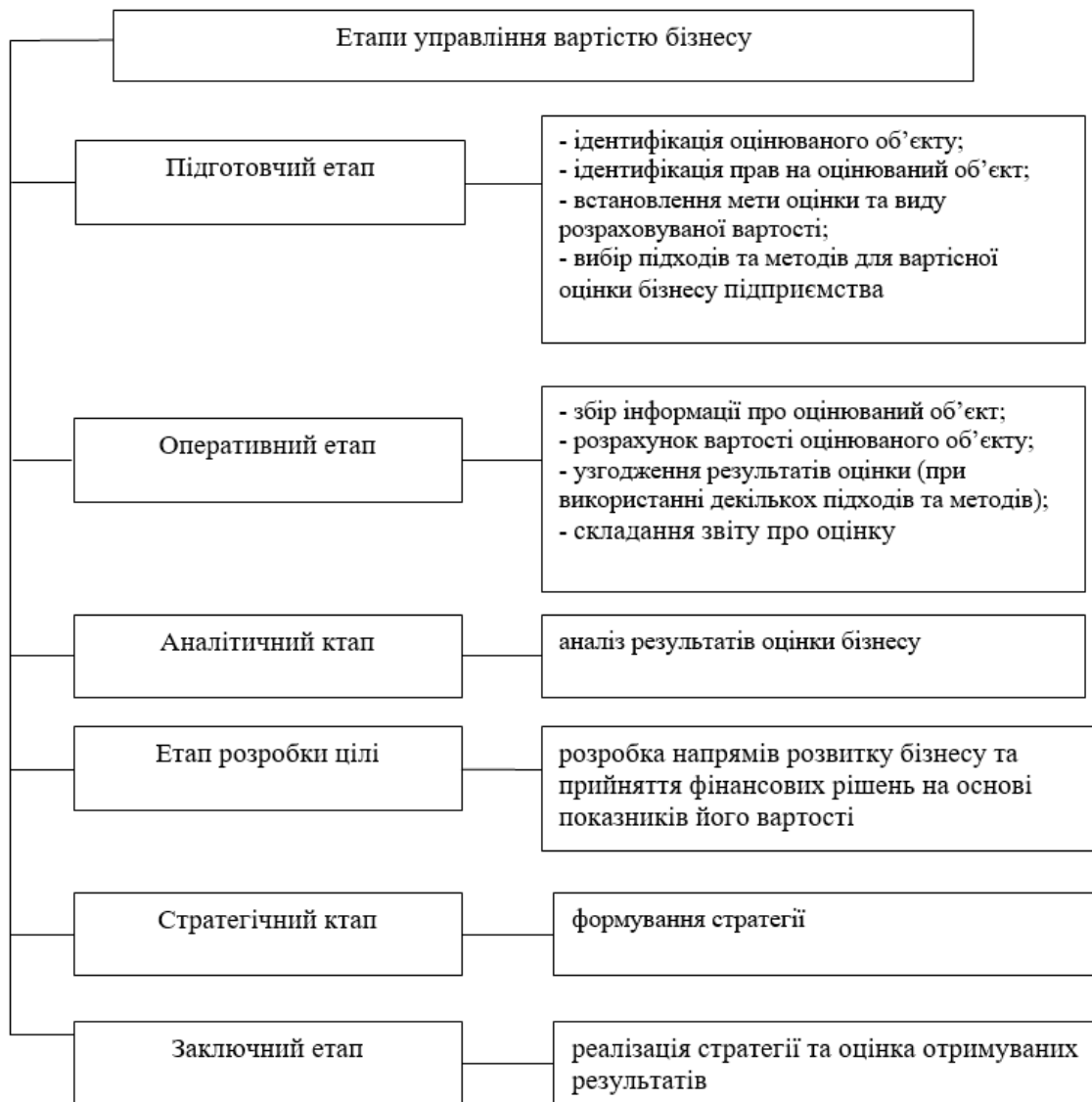


Рис. 2. Етапи управління вартістю бізнесу

Найбільш ґрунтовно проаналізовані концептуальні підходи до оцінки ринкової вартості бізнесу в сучасних економічних умовах України [5]. За результатами даного аналізу визначено недоліки існуючих підходів, які наведені в табл. 1.

Таблиця 1

Недоліки концептуальних підходів щодо оцінки ринкової вартості бізнесу

Підходи	Недоліки
Витратний підхід	- неможливість врахувати перспективи розвитку бізнесу та рівня прибутку - відсутність можливості порівняння інформації про своє підприємство з конкурентами
Ринковий підхід	- наявність викривленої інформації про компанії, які використовують для порівняння; - неможливість врахувати перспективи розвитку бізнесу
Дохідний підхід	- найбільш складний та трудомісткий, нерідко носить ймовірнісний характер; - обмежені можливості прогнозування очікуваних грошових потоків компанії; - похибки у визначенні параметрів: ризиків бізнесу, вартості залученого та акціонерного капіталу, а також темпів зростання грошових потоків в постпрогнозному періоді

Слід також зазначити, що крім недоліків, наведених вище, пропонується враховувати обмеження, властиві даними підходам при застосуванні їх в умовах кризи [8]. Так, наприклад, при використанні витратного підходу в умовах кризи необхідно враховувати наступні обмеження:

- необхідно провести аналіз запасів за термінами перебування на складі та переконатися у правильності оцінки найбільш важливих складових;
- необхідно проаналізувати список дебіторів з найбільшою заборгованістю, розбити заборгованість за термінами виникнення та провести коригування відповідної статті;
- якщо відшкодування здійснені частинами, потрібно вивчити контрагентів та оцінити ефективність інвестицій. Слід розрізняти вкладення в акції публічних компаній, сторонніх організацій та афілійованих структур. Якщо компанія надала позику, необхідно оцінити її виходячи з рівня платоспроможності позичальника;
- необхідно переконатися, що грошові кошти компанії не лежать на рахунках в сумнівних банках тощо.

Також при використанні ринкового підходу в умовах кризи необхідно врахувати факт скорочення обсягів угод на ринку злиттів і поглинань та збільшення серед таких угод частки «вимушених» продажів, тобто угод із продажу бізнесу, які викликані виключно неможливістю подальшого функціонування компанії через її неспроможності (банкрутства). Такі тенденції суттєво знижують цінність інформації, що використовується для розрахунку ринкової вартості бізнесу.

При використанні прибуткового підходу в умовах кризи також слід відзначити деякі обмеження:

- скорочується попит на товари, роботи, послуги. Отже, потрібно врахувати падіння маржі, зумовлене необхідністю зниження цін;
- відбувається відтік грошових коштів за необхідності дострокового погашення зобов'язань і зростання відсоткових ставок;
- збільшується потреба в оборотному капіталі. Нами пропонується при розрахунках збільшувати потребу компанії на 30-50% у порівнянні з інформацією, отриманою раніше;
- безризикова ставка, темпи зростання (падіння) попиту на продукцію компанії та деякі інші оціночні дані можуть надто відрізнятися у різних експертів.

На основі проведеного критичного аналізу існуючих методів оцінки ринкової вартості бізнесу, зроблено висновок, що жоден з них не можна вважати досконалим методом [8].

Виходячи з цього, виникла необхідність у розробці комплексної методики оцінки ринкової вартості бізнесу, яка дозволила б в значній мірі використовувати переваги вже наявних методик та уникнути їх недоліків.

Ринкову вартість бізнесу можна оцінювати із використанням методики оцінки його ефективності. Оцінку ефективності бізнесу пропонується проводити інтегральним методом, заснованим на застосуванні системи показників.

Показники були відібрані відповідно до таких принципів:

- об'єктивність оціночних показників;
- кількісна визначеність показників;
- несуперечливість окремих показників;
- універсальність показників;
- наявність еталонів для показників.

Для отримання оцінки ефективності бізнесу пропонується використовувати комплексну систему узагальнюючих та основних показників. Застосування узагальнюючих показників в оцінці дозволяє отримати загальне уявлення про ефективність використання ресурсів бізнесом. Більш конкретну інформацію забезпечує аналіз основних показників. Основні показники використовуються для характеристики ефективності споживання окремих ресурсів бізнесом. Вважаємо, що об'єднання узагальнюючих та основних показників правомірно, оскільки це висловлює сутність комплексної оцінки господарювання

підприємства та показує ресурси, якими володіє бізнес у взаємозв'язку, а також на скільки інтенсивно, ефективно і повно вони використовуються [7].

Далі для комплексної оцінки ефективності бізнесу розроблений алгоритм, що включає п'ять етапів:

Етап 1. Визначення експертним методом коефіцієнтів вагомості для кожного показника ефективності бізнесу.

Етап 2. Розрахунок показників ефективності бізнесу і переведення їх у відносні величини (індекси) шляхом віднесення їх до еталонних показників (в якості показників еталону виступають нормативні значення показників).

Етап 3. Розрахунок показників ефективності бізнесу з урахуванням коефіцієнтів вагомості.

Етап 4. Розрахунок інтегрального показника оцінки ефективності бізнесу за допомогою формули:

$$K = \sum_{i=1}^n \beta_i \times K_i, \quad (1)$$

де K - комплексний показник оцінки ефективності бізнесу;

K_i - основні показники оцінки;

β_i - коефіцієнти вагомості i -го показника.

Отриманий результат за рівнем інтегрального показника ефективності бізнесу пропонується оцінювати за шкалою, представленою в табл. 2.

Таблиця 2

Шкала ефективності бізнесу

Кількісні значення	Якісні оцінки ефективності
1,20 – 1,50	Більш ефективно
0,80 – 1,20	Ефективно
0,40 – 0,80	Малоефективно
0 – 0,40	Неефективно

Етап 5. Множення вартості чистих активів на інтегральний показник. Інтегральний показник пропонується використовувати в якості мультиплікатора до чистих активів, при цьому максимальне значення визначається на підставі нормативних значень.

На відміну від існуючих методів оцінки вартості бізнесу [6] розроблена методика має наступні переваги:

- наявність інтегрального показника;
- виявлення сильних і слабких сторін компанії;
- облік всіх реально діючих факторів, що визначають умови розвитку бізнесу і впливають на його вартість.

За результатами випробування запропонованої методики, розроблена матриця фінансових рішень, в якій наведено найбільш оптимальні фінансові рішення залежно від ринкової вартості бізнесу, яка визначається інтегральним показником (табл 3).

Доцільно при рівні інтегрального показника від 1,20 до 1,50, що є відображенням високого ступеня ефективності існуючого бізнесу, розглянути можливість екстенсивного зростання компанії, тобто інвестувати в додаткові виробничі потужності, зрозуміло, за умови наявності достатнього попиту на продукцію компанії на ринку. Дане рішення є оптимальним - в ситуації, коли основні показники діяльності компанії краще середньогалузевих і формують інтегральний показник близький до максимальних значень, очевидно наявність конкурентних переваг, що передбачає нарощування частки на ринку. Такі рішення як фінансова реструктуризація або продаж бізнесу не можуть вважатися оптимальними, тому що в першому випадку показники ефективності знаходяться у максимальних значеннях, що

не передбачає значного їх збільшення, а отже і вартості бізнесу, а в другому випадку, власник бізнесу упускає можливість довгострокового нарощування обсягів виробництва та збільшення капіталізації компанії.

Таблиця 3.

Матриця фінансових рішень

Вартість бізнесу		Оптимальне фінансове рішення		Розширення бізнесу	Фінансова реструктуризація	Продаж бізнесу
		Коількісні значення інтегрального показника	Якісна оцінка ефективності бізнесу			
1,20 – 1,50		Найефективніше		X		
0,80 – 1,20		Ефективно		X	X	
0,40 – 0,80		Малоефективно			X	X
0 – 0,40		Неефективно				X

При рівні інтегрального показника від 0,80 до 1,20, тобто в ситуації, коли бізнес, в загальному і цілому ефективний, найбільш оптимальним рішенням є фінансова реструктуризація, тобто зміна структури активів та пасивів підприємства, а також відносин, що виникають в процесі формування, розподілу і використання ресурсів з метою подальшого поліпшення показників діяльності компанії, що має привести до збільшення інтегрального показника ефективності, а отже, і вартості бізнесу. Однак, поряд з реструктуризацією можна розглянути і варіант розширення бізнесу. Такий варіант може бути доцільним в ситуації, коли ефект від реструктуризації, тобто приріст вартості бізнесу, не відповідає витратам на проведення різних перетворень ресурсів. Іншими словами, в даній ситуації, перш ніж зробити вибір між інтенсивним розвитком (реструктуризацією) та екстенсивним (розширення) необхідно попередньо розрахувати, який з варіантів фінансового рішення призведе до найбільшого збільшення вартості бізнесу.

У тому випадку, якщо бізнес малоефективний, тобто інтегральний показник становить від 0,4 до 0,8, пропонується розглянути варіант продажу бізнесу. Таке рішення обумовлене тими обставинами, що показники ефективності істотно нижчі середньогалузевих (нормативних) і в цій ситуації фінансова реструктуризація повинна бути масштабною, а отже ресурсомісткою, що може привести до ситуації, коли приріст вартості бізнесу за результатами проведеної реструктуризації може не компенсувати витрачених ресурсів. Отримані в результаті продажу бізнесу кошти, можуть бути спрямовані на придбання меншого за масштабом, але більш ефективного бізнесу, що в довгостроковій перспективі має привести до збільшення добробуту власника такого бізнесу, в той час як, будучи власником неефективного бізнесу, власник згодом буде втрачати у вартості. Однак, в тому випадку, якщо попередні розрахунки покажуть доцільність фінансової реструктуризації, можна сконцентруватися на розвитку бізнесу. Також, як варіант, можна запропонувати комбінацію цих двох рішень - продаж частини бізнесу і спрямування отриманих коштів на реструктуризацію залишеної частини бізнесу.

При ситуації, коли бізнес неефективний, тобто інтегральний показник знаходиться у межах від 0 до 0,4, єдиним вірним рішенням є продаж бізнесу та спрямування отриманих коштів на придбання меншого за розмірами, але більш ефективного бізнесу. Варіант реструктуризації малоймовірний, оскільки ресурси, які передбачається витратити на відновлення бізнесу, швидше за все, будуть на рівні з вартістю функціонуючої компанії.

В ході аналізу результатів застосування розробленої методики на практиці, був сформульований новий принцип оцінки ринкової вартості бізнесу - принцип інтегрованості в фінансову систему підприємства. За результатами багатокритеріального аналізу сильних і

слабких сторін бізнесу, повинен бути сформований показник оцінки ринкової вартості бізнесу, який, в свою чергу, повинен служити орієнтиром для прийняття фінансових рішень, деталізація яких повинна проводитися з урахуванням результатів аналізу сильних і слабких сторін бізнесу.

Висновки. Основні результати проведеного дослідження полягають у можливості прийняття оптимальних фінансових рішень на основі більш точних результатів оцінки, отриманих в результаті використання розробленої методики визначення ринкової вартості бізнесу.

Вироблені пропозиції можуть бути використані в практиці оцінки ринкової вартості бізнесу, при формуванні стратегії розвитку бізнесу, при розробці корпоративних регламентів обґрунтування інвестиційних проектів.

Список використаної літератури

1. Закон України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні” від 12.07.2001р № 2658-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>
2. Національний стандарт №1 “Загальні засади оцінки майна та майнових прав”. Затверджено Постановою Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. N 1440 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>
3. Національний стандарт №2 “Оцінка нерухомого майна”. Затверджено Постановою Кабінету Міністрів України від 28 жовтня 2004 р. N 1442. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1442-2004-%D0%BF>
4. Національний стандарт №3 “Оцінка цілісних майнових комплексів” Затверджено Постановою Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2006 р. N 1655. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%D0%BF>
5. Керанчук Т.Л. Концепція вартісно-орієнтованого управління підприємством та можливості її адаптації в Україні *Фінанси України*. 2011. №7. С. 104–113.
6. Концепція розвитку оціночної діяльності в Україні на 2016–2025. URL: <http://afo.com.ua/uk/news/1-about-theassociation/1034-the-concept-of-valuation-activities-in-ukraine-2016-2025>
7. Мамонтова Н. А. Підходи до оцінювання результативності та ефективності управління вартістю. *Актуальні проблеми економіки*. 2010. №9. С. 272–279.
8. Пономаренко В.С., Гонтарева І.В. Методологія комплексного оцінювання ефективності розвитку підприємств : монографія / В. С. Пономаренко,; за заг. ред. докт. екон. наук, проф. Пономаренка В. С. Х. : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2015. 404 с.

REFERENCES

1. Zakon Ukrainy «Pro otsinku maina, mainovykh prav ta profesiinu otsinochnu diialnist v Ukraini» 12.07.2001 № 2658-III [Law of Ukraine "On evaluation of property, property rights and professional appraisal activity in Ukraine" dated July 12, 2001, No. 2658-III]. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>
2. National Standard No. 1 «General Principles of Appraisal of Property and Property Rights». Approved by the Decree of the Cabinet of Ministers of Ukraine dated September 10, 2003 N 1440. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>
3. National standard number 2 «Estimation of real estate». Approved by the Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine of October 28, 2004 N 1442. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1442-2004-%D0%BF>
4. National standard number 3 «Estimation of integral property complexes» Approved by the Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine of November 29, 2006 N 1655. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%D0%BF>

5. Concept of development of valuation activity in Ukraine for 2016-2025. Retrieved from: <http://afo.com.ua/uk/news/1-aboutthe-association/1034-the-concept-of-valuation-activities-in-ukraine-2016-2025>
6. Lahovska V. (2012). Otsinka vartosti pidprijemstva: analiz pidkhodiv ta metodiv [Enterprise valuation: analysis of approaches and methods]. *Ekonomichnyi analiz – Economic analysis*, vol. 10 (2), pp. 414–417.
7. Mamontova N. (2010). Upravlinnia vartistiu kompanii: teoretyko-metodolohichni aspekty [Company value management: theoretical and methodological aspects]. *Aktualni problemy ekonomiky – Current economic issues*, vol. 8 (10), pp. 135–139.
8. Sotnikov A. (2015). Osnovni pidkhody ta metody otsinky vartosti pidprijemstv [Main approaches and methods of enterprise valuation]. *Visnyk NTU «KhPI» – Bulletin of NTU "KhPI"*, vol. 61 (1170), pp. 70–73.

PYLOVA V., PYLOV D., HORPYNICH .. ASSESSMENT OF THE VALUE OF THE COMPANY'S PROPERTY IN THE BUSINESS DIAGNOSTIC SYSTEM. *The article summarizes the theoretical principles of business valuation, systematizes the existing principles, approaches and methods of valuation; substantiated the need to improve the methodology for assessing the market value of a business; a methodology has been developed that allows you to determine the market value of a business through its efficiency, which is free from the main disadvantages inherent in existing methods (the use of forecast values, data from analog companies, etc.), and can also serve as a basis for conducting a multi-criteria analysis of the strengths and weaknesses of the business; a set of indicators is proposed, which, unlike those proposed in the literature, most fully reflects its effectiveness; proposed and tested a methodology for assessing the market value of a business. The expediency of using an integral indicator, calculated on the basis of business performance indicators, selected for the purpose of assessing the market value of a business, has been substantiated. A new principle for assessing the market value of a business has been formulated - the principle of integrating the assessment results into the financial system of an enterprise. A methodology for determining the market value of a business has been developed, which differs from the known ones by using the efficiency of a business as a factor of its market value, which determines the possibility of conducting a multi-criteria analysis of the strengths and weaknesses of a business, which is the basis for making financial decisions. Within the framework of the developed methodology for assessing the market value of a business, a scale is proposed for interpreting the level of business efficiency. Based on the application of the proposed methodology in practice, a matrix of financial decisions has been developed that allows making the most optimal financial decisions depending on the market value of the business.*

Keywords: *business valuation, multicriteria analysis, integrated indicator, optimal financial solutions*