

УДК 65.012.23

Єрофєєва Т. А.

ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ: ПРОБЛЕМИ ЇХ ВИКОРИСТАННЯ

У статті аналізуються проблеми основних підходів до оцінки в контексті використання стохастичних методів для визначення вартості бізнесу. Автор обґрунтовує можливі варіанти подолання виявлених проблем за допомогою синтетичних моделей.

Постановка проблеми

У сучасних умовах ринкових відносин оцінка вартості бізнесу стає інструментом корпоративного управління. Практика свідчить, що значна кількість корпорацій як основну стратегію обирає підвищення вартості власного бізнесу. Актуалізація завдань управління вартістю підприємств передбачає удосконалення оціночної методології.

Загальновідомі три основні (традиційні) під-

ходи до оцінки вартості бізнесу: витратний, дохідний і порівняльний. Зміст кожного з них детально розкривається в міжнародних та національних стандартах оцінки [1; 2]. Найхарактернішою рисою під час визначення вартості бізнесу в межах кожного із стандартних підходів є необхідність урахування різних аспектів фінансової діяльності компанії. Це призводить до отримання різних розрахункових величин вартості бізнесу, що, в свою чергу, є причиною виникнення *проблеми*

узгодження отриманих результатів. Таке узгодження часто пов'язано з вибором ключових чинників вартості для отримання підсумкової величини вартості бізнесу. Наведене визначає необхідність використання нових методів оцінки вартості бізнесу, що дадуть змогу отримувати обґрунтовану величину цієї вартості шляхом поєднання переваг кожного з традиційних підходів.

Аналіз останніх досліджень та публікацій

Варто заважити, що в сучасній економічній літературі досить детально аналізуються проблеми використання методичних підходів до оцінки вартості бізнесу. В роботах вітчизняних та російських авторів цей аналіз здійснюється в контексті застосування традиційних методів оцінки [3; 4]. Проте практика оціночної діяльності останніх часів свідчить, що під час визначення величини вартості бізнесу широко застосовуються стохастичні методи, які неможливо безпосередньо віднести до жодного з традиційних підходів. Найпопулярнішими серед моделей, формалізація яких здійснюється в межах зазначених методів, є моделі Ольсона та Блека-Шоулза. На наш погляд, вони синтетичні, оскільки є синтезом переваг, притаманних кожному з основних підходів до оцінки. Тому в цій статті проблеми використання основних підходів до оцінки аналізуються лише у зв'язку з можливостями застосування стохастичних методів до визначення вартості бізнесу.

Актуальність питання, що розглядається, закономірно привертає увагу великої кількості економістів. Дослідження можливостей застосування зазначених моделей до оцінки вартості бізнесу відображено в наукових публікаціях Н. Іванова, Н. Іванової, Н. Герасимова, Ю. Лахшия, В. Меладзе, І. Мунермана, А. Перевозчикова, А. Грегорі, П. Дешоу, Р. Слоана, Е. Хаттона та багатьох інших.

Формально модель Ольсона дає змогу визначити вартість компанії на основі таких показників: балансової вартості підприємства за останні роки, що перераховується на підставі ринкових даних, ставки дисконтування, величини сплачених дивідендів, а також двох емпіричних параметрів, значення яких встановлюються за даними всього ринку. В зарубіжній практиці, де діють міжнародні норми бухгалтерської звітності - американська система бухгалтерського обліку (GAAP) та Міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ) - використання бухгалтерських даних для моделі Ольсона не викликає складностей і суперечностей, оскільки умовами зазначених систем передбачено більш-менш

регулярну оцінку вартості активів та зобов'язань підприємств.

Зовсім інша ситуація склалася в Україні. Як відомо, в бухгалтерській звітності вітчизняних підприємств вартість активів не відповідає їх ринковій вартості. Тому щодо використання моделі Ольсона виникає низка питань, наприклад, що слід розуміти під вартістю активів - їх ринкову, бухгалтерську чи будь-яку іншу вартість, яку ставку дисконтування потрібно використовувати в розрахунках - ставку дисконтування для грошового потоку, чистого прибутку чи дивідендів.

у статтях вітчизняних та російських дослідників чіткої відповіді на такі питання немає. Переважно як вартість активів та зобов'язань використовуються бухгалтерські показники активів та пасивів. На наш погляд, такий «формальний» підхід до використання моделі Ольсона не відповідає її можливостям та кінцевому призначенню.

Зарубіжними авторами проведено дуже багато емпіричних досліджень щодо можливостей застосування синтетичних моделей до оцінки бізнесу. Особливо слід відзначити спільну роботу П. Дешоу, Е. Хаттона та Р. Слоана, це аналізуються значення параметрів моделі Ольсона для американського ринку [5]. Основу для застосування цієї моделі становлять дані бухгалтерської звітності. Подібні дослідження виконувалися для аналізу російського ринку в роботах В. Меладзе [6] та І. Мунермана. Проте ці дослідження базуються на даних бухгалтерської звітності без урахування змін ринкової кон'юнктури й тому мають відносну цінність. На наш погляд, використання нескоригованих бухгалтерських даних для моделі Ольсона може призвести до неправильного визначення вартості бізнесу.

Друга синтетична модель оцінки вартості бізнесу - модель Блека-Шоулза, яка базується на теорії опціонів для оцінки бізнесу. В цьому випадку сутність опціону полягає в тому, що компанія неначебто «продає» свої активи кредиторам з правом їх подальшого викупу за ціною боргу через певний проміжок часу. Згідно з моделлю Блека-Шоулза вартість такого опціону є вартістю бізнесу. В межах цієї моделі для визначення вартості компанії використовується формула Блека-Шоулза для оцінки опціонів. Відповідно до неї вартість компанії є функцією п'яти змінних: вартості активів та зобов'язань, безризикової ставки, дюрації (середньозваженого обігу) боргу та середньоквадратичного річного ринкового відхилення вартості акцій. Якщо бухгалтерська звітність формується відповідно до умов систем обліку GAAP та МСФЗ, то більшість проблем, пов'язаних з визначенням цих параметрів моделі, не виникає.

При використанні моделі Блека-Шоулза на практиці в Україні виникають такі питання: що у формулі Блека-Шоулза слід розуміти під вартістю активів, якщо вартість підприємства є вартістю опціону, то які активи, що належать компанії, слід врахувати в межах моделі?

У публікаціях вітчизняних дослідників відповіді на ці питання також відсутні. Статті російських авторів свідчать про нестачу відповідних досліджень [8].

Мета дослідження

Актуальність проблеми, її наукове значення установили мету цієї статті: проаналізувати основні проблеми використання традиційних підходів до оцінки у зв'язку з можливостями застосування стохастичних методів до визначення вартості бізнесу й обґрунтувати можливі варіанти подолання виявлених проблем за допомогою моделей Ольсона та Блека-Шоулза.

Виклад основного матеріалу

Детальний аналіз основних підходів до оцінки в контексті використання моделей Ольсона та Блека-Шоулза для оцінки вартості бізнесу дав можливість автору визначити низку проблем, притаманних кожному з них, та обґрунтувати можливі варіанти подолання виявлених проблем за допомогою зазначених моделей. Оскільки метою статті не передбачено детального опису змісту і параметрів моделей, то у нижчеподаному аналізі автор використовує лише окремі положення та висновки щодо них.

Проблеми використання витратного підходу. Відповідно до положень Національного стандарту оцінки № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» витратний підхід - сукупність методів оцінки, що базуються на визначенні необхідних витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з урахуванням величини його зносу [1]. У практиці оцінки бізнесу в межах витратного підходу найширше використовується метод чистих активів, іноді - метод ліквідаційної вартості. Основою для визначення величини вартості бізнесу методом чистих активів є дані бухгалтерської звітності. З метою визначення величини ринкової вартості бізнесу активи підприємства мають бути переоцінені. Крім того, у складі активів повинна враховуватися вартість нематеріальних активів.

Використання бухгалтерської звітності в межах витратного підходу пов'язано з подоланням певних проблем. На перший погляд, бухгалтерська звітність містить усі основні позиції для використання методу чистих активів. Проте на

практиці дані бухгалтерської звітності слід розглядати лише як відправну точку для отримання ринкової вартості активів та пасивів. Умовами національних стандартів бухгалтерського обліку (П(С) БУ 7 «Основні засоби») не передбачено проведення обов'язкової періодичної переоцінки основних засобів підприємств. У стандарті зазначено, що «підприємство може переоцінювати об'єкт основних засобів, якщо залишок вартість цього об'єкта суттєво відрізняється від його справедливої вартості на дату балансу» [9]. Як правило, підприємства переоцінюють окремі блоки власних основних засобів, проте цей процес не має ознак чіткої послідовності.

Для отримання даних щодо визначення ринкової вартості активів підприємств найбільше проблем з такою позицією бухгалтерського балансу, як нематеріальні активи. Часто ця позиція або не заповнюється підприємствами взагалі, або її подано цифрами, що викликають сумніви. Проте відсутність нематеріальних активів на балансі підприємств зовсім не означає, що вони не використовують їх у практичній діяльності.

Визначення вартості бізнесу на підставі методу чистих активів, у складі яких враховано й нематеріальні активи, означає, що оцінювач фактично виходить за межі витратного підходу. Варіант оцінки нематеріального активу винятково методами витратного підходу не завжди є можливим, оскільки для оцінки певних активів потрібна інформація про доходи підприємства. Наприклад, для оцінки товарного знаку часто найважливішими є показники фінансово-господарської діяльності підприємства. Якщо його вартість становить значну частину сукупних активів підприємства, то вихід за межі витратного підходу стає очевидним. У цьому випадку оцінка вартості бізнесу здійснюється в межах певної синтетичної моделі оцінки, загальний алгоритм якої можна описати формулою:

$$\text{дохідний підхід (нематеріальні активи)} + \text{витратний підхід (інші активи)}.$$

Алгоритм вищенаведеної моделі певною мірою відповідає моделі Ольсона. Згідно з нею вартість чистих активів підприємства коригується на величину, що залежить від фінансової діяльності підприємства. Цю величину можна вважати аналогом дооцінки ринкової вартості нематеріальних активів компанії з тією лише різницею, що крім цих переваг компанії, якими можна вважати нематеріальні активи, параметр моделі Ольсона може мати й інші переваги, що традиційно не належать до нематеріальних активів.

Крім проблем, зумовлених умовами викори-

стання даних бухгалтерської звітності в межах витратного підходу, існують такі:

Неврахування різного рівня ліквідності активів підприємства. Витратний підхід оперує даними щодо активів підприємств, не враховуючи таку властивість активу, як ліквідність. У межах використання методу чистих активів передбачається визначення агрегованої величини вартості активів підприємства шляхом складання їх переоціненої вартості. Це означає, що під час визначення сукупної вартості активів компанії ліквідність усіх активів вважається рівною. Отже, ліквідність нерухомості, яка належить підприємству, та коштів на його рахунках слід вважати однаковою. З таким висновком важко погодитися. Крім цього, достатньо важко визначити і ступінь ліквідності певного активу. Як правило, на практиці все обмежується застосуванням сукупної знижки за низьку ліквідність, яка обирається оцінювачем. Часто така знижка входить до розрахункової величини вартості як частка знижки за низьку ліквідність для підприємства загалом. У результаті вибору певної величини знижки підсумковий показник оціночної вартості набуває ознак невизначеності.

Неврахування часової структури заборгованості підприємства. Оскільки при використанні методу чистих активів із вартості активів слід вирахувати вартість зобов'язань, то розрахункова величина вартості не залежить від терміну погашення боргів. При цьому передбачається, що поточна вартість боргів дорівнює їх номінальній вартості. Основним недоліком такого припущення є неврахування того факту, що кредиторська і дебіторська заборгованість із різними термінами погашення має різну поточну вартість.

Проблеми витратного підходу частково можна подолати за допомогою синтетичних моделей оцінки вартості бізнесу.

Головними недоліками витратного підходу є неврахування поточних і очікуваних доходів компанії, що оцінюється, неврахування ефективності використання активів підприємства та динаміки зміни вартості її активів. Ці недоліки можна подолати за допомогою моделі Ольсона, що поєднує всі три підходи до оцінки вартості бізнесу. В межах такої моделі головні недоліки витратного підходу компенсуються методами дохідного підходу. Проте відправною точкою для моделі Ольсона все ж залишається витратний підхід, тобто коректність обліку та оцінки основних активів у межах витратного підходу є важливою умовою і для зазначеної моделі.

Інші недоліки витратного підходу, такі як неврахування дюрації дебіторської та кредиторської

заборгованості, можна усунути завдяки використанню моделі Блека-Шоулза. Витратний підхід є «базовим» і для цієї синтетичної моделі оцінки вартості бізнесу. В межах моделі Блека-Шоулза активи та пасиви компанії розглядаються як певний опціон, вартість якого визначається з урахуванням ринкових показників (середньоквадратичне відхилення вартості акцій подібних компаній), а вартість компанії розглядається як вартість такого опціону. Це дає можливість врахувати як ці ринкові показники, так і склад боргових зобов'язань компанії. Проте слід зазначити, що не за всіма варіантами структури активів та пасивів компанії (тобто не за всіма варіантами опціону «активи - зобов'язання») використання цієї моделі призводить до нетривіальних результатів, але здебільшого вона надає достатньо цікаві з точки зору економічної теорії результати.

Проблеми використання дохідного підходу. Відповідно до Стандартів оцінки, дохідний підхід - це сукупність методів, заснованих на визначенні очікуваних доходів від об'єкта оцінки. Основними методами такого підходу є метод дисконтування грошових потоків (*DCF*) і метод прямої капіталізації.

Однією з основних проблем, що виникає при використанні дохідного підходу, є прогноз майбутніх доходів. Для розрахунку величини вартості бізнесу в межах дохідного підходу дуже важливим є отримання достатньо точних даних щодо майбутніх доходів підприємства. Як правило, основним джерелом такої інформації є бізнес-плани, які розробляють підприємства. Часто цей документ значною мірою має рекламний характер. Тобто на підставі такого документа не завжди можна зробити об'єктивні висновки щодо реальних майбутніх грошових потоків підприємства, які є основою для визначення обґрунтованої величини вартості бізнесу.

Не меншою проблемою при використанні дохідного підходу є необхідність обґрунтування величини вартості капіталу (ставки дисконту). Існують різні методи та моделі розрахунку ставки дисконту. Всім їм притаманні певні недоліки. В межах цієї роботи проаналізуємо головні недоліки моделі оцінки капітальних активів (*CAPM*).

Згідно з моделлю *CAPM* для розрахунку величини вартості капіталу потрібно визначити такі показники: ринкову премію за ризик (*MRP*), величину систематичного ризику (β), безризикову ставку (R_f). В даних позначеннях формула *CAPM* має такий вигляд [10]:

$$R = R_f + \beta MRP \quad (1)$$

Величина вартості капіталу, що визначається за вищенаведеною формулою, враховує лише систематичний ризик підприємства. В загальному вигляді ця величина потребує врахування чинників, що відображають і несистематичний ризик: наявність ключової фігури в компанії, розміри компанії, недостатні товарна і територіальна диверсифікації, недостатня історія розвитку компанії, особливості розвитку бізнесу (галузева та за видами діяльності). Оцінка внеску таких ризиків до вартості капіталу має приблизний характер, і часто вибір кількісних значень цих величин здійснюється на розсуд оцінювача. Це, в свою чергу, зумовлює проблему невизначеності у виборі ставки дисконтування, а відповідно, і у визначенні величини вартості бізнесу.

Більшість з проблем дохідного підходу певною мірою можна подолати на підставі використання моделі Ольсона. Так, основний недолік дохідного підходу, закладений у самому визначенні його змісту, - неврахування активів, що належать підприємству, на рівні зазначеної моделі не виявляється, оскільки вона засновується на визначенні вартості активів компанії.

Крім цього, дещо нівелюється невизначеність, зумовлена вибором ставки дисконтування. Якщо в межах методу капіталізації розрахункова величина вартості компанії суттєво залежить від ставки дисконту, то в межах моделі Ольсона ступінь впливу цього показника знижується, оскільки частково компенсується врахуванням величини вартості активів підприємства.

У межах моделі Ольсона не передбачено чіткого розподілу аналізованого періоду на прогнозний та постпрогнозний. Це дає змогу уникнути проблем, пов'язаних з оцінкою величини термінальної вартості підприємства.

Проблеми порівняльного підходу. Відповідно до Стандартів оцінки порівняльний підхід - це сукупність методів оцінки об'єктів власності, заснованих на порівнянні об'єкта оцінки з подібними об'єктами, з відповідним коригуванням відмінностей між ними [1; 2]. Для визначення вартості компанії в межах порівняльного підходу за даними про угоди з іншими компаніями використовуються різні мультиплікатори (ціна компанії/обсяги продажу, ціна компанії/валовий прибуток, ціна компанії/дивіденди та ін.). У межах порівняльного підходу слід урахувати всі переваги та недоліки компанії, що оцінюється, та компаній-аналогів.

У практичних рекомендаціях щодо оцінки бізнесу, розроблених американськими оцінювачами, наведено перелік мультиплікаторів, які слід застосовувати під час оцінки вартості компанії

методами порівняльного підходу [11]. До них належать такі: ціна компанії/прибуток, ціна компанії/дивіденди, ціна компанії/балансова вартість, ціна компанії/валові доходи, ціна компанії/чиста вартість активів. Однією з проблем порівняльного підходу є проблема вибору мультиплікатора, що зумовлена, насамперед, певними недоліками, притаманними кожному з них. Крім цього, визначення вартості бізнесу на основі мультиплікаторів базується на припущенні про те, що компанія-аналог та компанія, що оцінюється, характеризуються однаковими рівнями ризику. Це припущення не завжди правильне. Оскільки дохідні мультиплікатори є функціями ризиків, то застосування дохідного мультиплікатора, отриманого на підставі аналізу показників компанії-аналога з відмінним від об'єкта оцінки рівнем ризику, є некоректним. На думку західних фахівців з оцінки бізнесу, ризику для компаній однієї галузі та однакових розмірів можна порівнювати [10]. Проте у будь-якому випадку слід детально аналізувати ризики, характерні для об'єкта оцінки та компаній-аналогів. Нехтування цим аналізом часто призводить до неправильних результатів у визначенні величини вартості об'єкта оцінки.

Щодо порівняльного підходу слід зауважити ще таке. Застосування цього підходу зорієнтовано головним чином на великі компанії. У практичних рекомендаціях до оцінки вартості бізнесу, розроблених західними фахівцями у 2000 р., зазначено, що «підхід на основі компанії-аналогів є найпридатнішими, якщо компанія, що оцінюється, є порівняно великою» [11].

Стохастичні методи оцінки вартості бізнесу не засновуються безпосередньо на порівняльному підході, тому не має сенсу аналізувати можливі варіанти подолання виявлених проблем порівняльного підходу за допомогою досліджуваних моделей.

Висновки

Детальний аналіз методичних підходів до оцінки в контексті використання синтетичних моделей для визначення вартості бізнесу дав можливість автору дійти таких висновків:

1. Більшість проблем традиційних підходів до оцінки певною мірою можна подолати за допомогою синтетичних моделей до оцінки вартості бізнесу.

2. Моделі Ольсона та Блека-Шоулза можна використовувати для узгодження результатів, отриманих у межах традиційних підходів, за умови дотримання основних умов: методика визначення вартості компанії має бути достатньо

чіткою і не містити множини «вільних параметрів», зміна яких у межах цих моделей дає змогу зменшувати або підвищувати вартість у широкому діапазоні значень; параметри і вхідні дані моделей Ольсона та Блека-Шоулза повинні бути

тісно пов'язані з відповідними показниками стандартних підходів.

3. Поряд з класичними схемами оцінки вартості бізнесу в межах традиційних підходів можна ефективно використовувати і синтетичні моделі.

1. «Загальні засади оцінки майна та майнових прав»: постановою Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 р. № 1440 «Про затвердження Національного стандарту № 1» // Офіційний вісник України.-2003.-№ 37.-С. 629.
2. Международные стандарты оценки. Кн. 1 / Микерин Г. И., Недужий М. И., Паелое Н. В., Ящина Н. Н.- М.: НОВОСТИ, 2000.- 264 с.
3. Оценка имущества и имущественных прав в Украине: Монография / Н. Лебедь, А. Мендрул, В. Ларцев, С. Скрипко и др. Под ред. Н. Лебедь.- К: ООО «Информационно-издательская фирма «Принт-Экспресс», 2002.- 688 с.
4. Есинов В., Маховикова Г., Терехова В. Оценка бизнеса. - СПб: Питер, 2001.-416 с.
5. Deshow P., Hatton A., Sloan R. An empirical assessment of the residual income valuation model // Journal of Accounting and Economics.- 1999.- № 26.- С. 1-34.
6. Меладзе В. З. Стохастические методы в оценке стоимости бизнеса // www.hi-audit.ru
7. Герасимов Н. Применение модели Ольсона в оценке стоимости компании // www.cfin.ru
8. Лахший В. Ю. Применение теории опционов для оценки стоимости бизнеса // Финансовая газета.- 2001.- № 18.
9. «Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 7 «Основні засоби»: Наказ Міністерства України від 27.04.2000р. № 92 // Офіційний вісник України.- 2000.- № 21.- С. 871.
10. Грегори А. Стратегическая оценка компании: практическое руководство / Перевод с англ. Л. И. Лонатников.- М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003.-224 с.
11. Узет Т., Джонс Д. Пособие по оценке бизнеса / Перевод с англ.- М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003.- С.650.

T. Yerofeieva

APPROACHES TO BUSINESS VALUATION: PROBLEMS OF PRACTICAL USAGE

The article is about the analysis of problems in using of traditional approaches to appraisal in the context of using new methods of the appraisal to business valuation. The author has found possibilities in overcoming of the revealed problems with help of synthetic models to the appraisal of business valuation.