

УДК 058.012.122"313":657.421.3:334.716

**Романенко О. В.,**

аспірантка ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

## СТРАТЕГІЧНИЙ АНАЛІЗ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

*У статті систематизовано основні показники аналізу вартості підприємства відповідно до різноманітних критеріїв та з урахуванням розвитку зарубіжної практики.*

**Ключові слова:** стратегічний аналіз, вартість підприємства, методика аналізу.

*В статье систематизировано основные показатели анализа стоимости предприятия в соответствии с различными критериями та с учетом развития зарубежной практики.*

**Ключевые слова:** стратегический анализ, стоимость предприятия, методика анализа.

*The paper systematically analyze key indicators of enterprise value according to different criteria and with the development of foreign practice.*

**Key words:** strategic analysis, enterprise value, method of analysis.

**Постановка проблеми.** У сучасній науковій літературі все частіше мають місце поняття "вартість підприємства", однак методичні основи аналізу вартості підприємства залишаються досить фрагментарними та не враховують умов вітчизняних підприємств.

Вартість являє собою економічну категорію, яка відображає у грошовому вимірі цінність товару для ринку. Тобто традиційними є методики аналізу вартості чинників та результатів діяльності підприємства. Однак в цей час поняття вартості науковці досить активно застосовують щодо таких об'єктів аналізу, як підприємства.

Потреба у визначенні вартості підприємства може виникати в різних ситуаціях: при залученні кредитів, у процесі здійснення злиття чи об'єднання, продажу підприємства. Справді, в сучасних умовах при прийнятті більшості стратегічних рішень щодо перспектив підприємства дуже важливо мати інформацію про реальну вартість підприємства.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Ця проблема є більш дослідженою у працях зарубіжних авторів, зокрема Т. Коупленда [9], Б. Райана [12], Дж. Роша [13], А. Рапппорта [20], С. Пенмена [18], С. Прахалада [19], М. Тенмоші [21]. Фактично в науково-методичній літературі та в практиці зарубіжних підприємств відбувся перехід від класичних методів аналізу результатів діяльності на основі звітності підприємств до Концепції управління вартістю підприємства "Value-Based Management", що орієнтується на забезпеченні росту цінності підприємства для власників (акціонерів). Така концепція зорієнтована на пошук показників, які б слугували індикаторами довгострокового (стратегічного) розвитку підприємств. Протягом останніх років і у вітчизняній, і у російській літературі з'явилися наукові праці, присвячені цій проблематиці. Це роботи, зокрема, Д. Л. Волкова [4], Е. Р. Іслямової [7], О. Є. Кузьміна [10], А. М. Турило [16] інші.

Не вирішеними залишаються питання критеріїв вибору показників аналізу вартості підприємства для вітчизняних підприємств з урахуванням реальних обмежень щодо застосування в практиці господарюючих суб'єктів України.

**Мета і завдання дослідження.** Мета статті полягає в узагальненні та систематизації підходів та методичних прийомів до стратегічного аналізу вартості підприємства. Розробка методичних основ аналізу вартості підприємства вимагає формування єдиних підходів до понятійно-категоріального апарату, систематизації показників та критеріїв їх класифікації, на що і спрямована ця стаття.

**Виклад основного матеріалу.** Вартість "... є оціночним судженням, що вноситься на основі доступних фактів та застосовуваних методів проведення оціночних розрахунків" [3, с. 5].

Певні суперечності виникають на етапі вивчення нормативної бази щодо оцінки вартості. Так, ПСБО надає досить широкий перелік видів вартості: від історичної і до ринкової. Однак у момент прийняття стратегічного рішення відповідальних осіб цікавить, перш за все, справедлива вартість. МСФЗ 13 "Оцінка за справедливою вартістю" визначає, що справедлива вартість – це ціна, яку було б досягнуто, щоб подати актив, або яка була б сплачена, щоб передати зобов'язання у звичайній операції між учасниками ринку на дату оцінювання [22].

А. І. Самилін вважає, що "під вартістю підприємства необхідно розуміти комплексний показник, який визначає ефективність ведення поточної, фінансової, інвестиційної діяльності, шляхом визначення суми грошових потоків, які генерує підприємство в прогностному та тривалому періоді з урахуванням всіх активів та за вирахуванням зобов'язань" [14, с. 32].

Узагальнення наукової літератури з проблематики вартості підприємства [1; 2; 6; 17] дає можливість виокремити два основні підходи:

**1. Оцінка вартості підприємства за даними бухгалтерського обліку.** Оскільки вартість підприємства в узагальненому вигляді асоціюється з вартістю активів підприємства, то основним джерелом інформації про вартість підприємства стає баланс. У межах цього підходу виокремлюють три наукових концепції оцінки активів: а) історична – передбачає оцінку активів за собівартістю на дату складання балансу; б) футуристична концепція – передбачає оцінку активів за поточними ринковими цінами; в) змішана концепція – передбачає застосування як історичних, так і ринкових цін.

Кожний з методів має свої переваги та недоліки. Застосування історичної оцінки приводить до викривлення реальної ситуації, а футуристична оцінка може перетворитись у надзвичайно трудомісткий, а інколи й суб'єктивний процес.

**2. Оцінка вартості підприємства на основі ринкових характеристик.** І в межах цього підходу актуальним залишається питання розробки методів оцінки. Перш за все зарубіжна наука та практика до сьогодні сформувала достатньо широку базу методичних рекомендацій, які охоплюють низку критеріїв та показників, що формують основу процедур оцінки. Цей підхід повною мірою відображає таке визначення: "... єдиним мірилом вартості підприємства у фінансовому сенсі є ціна його можливої реалізації на ринку" [12, с. 270].

У роботах [7; 11] проведено критичний аналіз таких підходів до оцінки вартості, як: доходний, витратний (майнового) та порівняльний. Доходний підхід ґрунтується на перспективних доходах, які будуть отримані в результаті продажу підприємства. Витратний підхід передбачає врахування всіх витрат, пов'язаних зі створенням підприємства. Майновий підхід передбачає застосування історичної вартості активів, відображених у балансі. Порівняльний підхід ґрунтується на порівнянні цього підприємства з аналогічними. Основними методами порівняльного підходу є метод ринку капіталу та метод ринкових угод. Однак і ці підходи не дають точного результату, особливо у зв'язку з кризовими явищами в економіці, які суттєво впливають на ринкові методи оцінки вартості підприємства.

Загалом основними проблемами розробки ефективних методик оцінки, на нашу думку, є: труднощі з врахуванням невідчутних активів; необхідністю проводити оцінку підприємства на перспективу в умовах, коли перспективи ринку є невизначеними.

Розглядаючи важливість формування методичних основ стратегічного аналізу вартості підприємств варто визначити потенційне коло користувачів цієї інформації та їх потреби в ній: акціонери, яких поряд з обсягом щорічного прибутку все частіше цікавить питання вартості підприємства в цілому, особливо при реалізації тих чи інших стратегічних завдань; менеджери, основним критерієм оцінки ефективності діяльності яких все частіше стає саме вартість підприємства; кредитори, основною умовою надання кредитів якими є оцінка вартості застави (в окремих випадках підприємства в цілому); інвестори та стратегічні партнери у випадку прийняття власників підприємства рішення про здійснення об'єднань, злиттів та поглинань.

Узагальнення методів оцінки вартості підприємства, які викладені в науковій літературі [5; 7; 8; 11; 12; 13; 21], дало можливість навести перелік основних показників, які найбільшою мірою відстоюються науковцями та застосовуються в практиці стратегічного аналізу компаніями США та ЄС.

#### **1 група показників забезпечує оцінку підприємства за даними бухгалтерського обліку:**

**а) показник остаточного прибутку (Residual Income, RI)** характеризує величину бухгалтерського прибутку за вирахуванням витрат на капітал:

$$R_j = \pi_j - k \times I_{j-1},$$

де  $R_j$  – остаточний прибуток звітного (j-го) року;

$\pi_j$  – бухгалтерський прибуток звітного періоду;

$k$  – необхідний рівень доходності капіталу;

$I_{j-1}$  – балансова вартість інвестицій на початок звітного періоду.

Остаточний прибуток інколи називається економічним прибутком (Economic Profit, EP).

Залежно від того, що розуміють під інвестиціями, розрізняють: остаточний операційний прибуток та остаточний чистий прибуток організації;

**б) модель надлишкового прибутку (Excess Earnings (EE) Method).** Весь прибуток, який перевищує нормальну доходність матеріальних активів, генерується нематеріальними активами.

Етапи розрахунку надлишкового прибутку:

1. Визначити середньорічну (за 5 років) величину прибутку.
2. Визначити справедливу вартість матеріальних активів підприємства.
3. Визначити середньогалузеве значення рентабельності активів в галузі та розрахувати величину прибутку за рахунок матеріальних активів.

4. Визначити величину надлишкового прибутку.

5. Провести розрахунок капіталізації надлишкового прибутку та визначити вартість нематеріальних активів, які забезпечують його формування.

6. Визначити сукупну вартість підприємства за рахунок матеріальних та нематеріальних активів;

**в) модель доходності інвестицій на основі грошового потоку (Cash Flow Return on Investment (CFROI)).** Показник характеризує доходність капіталу, яка необхідна для відновлення інвестованого в підприємство капіталу, тобто виконує функцію внутрішньої норми доходності.

Вважається, що операційні грошові потоки повторюються, а тому дають можливість сформулювати уяву про доходність бізнесу в майбутньому.

$$CFROI = \frac{CF^{adj}}{GI^{adj}},$$

де  $CF^{adj}$  – скореговані на рівень інфляції грошові притоки (inflation adjusted cash inflows);

$GI^{adj}$  – скореговані на рівень інфляції грошові інвестиції у фірму (inflation adjusted cash investments).

$$CFROI = \frac{GCF + SV}{GI},$$

де  $GI$  – валові інвестиції, скореговані на рівень інфляції;

$GCF$  – чистий грошовий ефект, отриманий у звітному періоді;

$SV$  – очікувана ліквідаційна вартість активів наприкінці терміну корисного використання.

Відповідно,

$$V_{(CFROI)} = \sum_{t=1}^{EL} \frac{NCF_t}{(1+COC)^t} + \sum_{t=1}^{RL} \frac{NCF_t}{(1+COC)^t},$$

де  $V_{(CFROI)}$  – ринкова сукупна вартість компанії;

$NCF_t$  – чисті грошові потоки компанії в період  $t$  (розраховуються як сума чистого прибутку за період та суми нарахованого за період зносу та амортизації);

$COC$  – витрати на капітал, %;

$EL$  – очікуваний термін корисного використання наявних активів;

$RL$  – очікуваний період існування компанії;

**г) модель дисконтованого грошового потоку.**

Вартість створює грошовий потік

$$FCF = \text{EBIT} \cdot (1 - \text{IncomeTax}) - (\text{CapEx} - \text{Амортизація}) \pm \text{WorkingCapital},$$

де  $FCF$  – вільний грошовий потік;

$\text{EBIT}$  – прибуток до вирахування відсотків та податку з прибутку;

$\text{IncomeTax}$  – ставка податку на прибуток;

$\text{CapEx}$  – інвестиційні витрати на придбання основних фондів та витрати на обслуговування кредитів на їх придбання;

$\text{WorkingCapital}$  – зміна не грошового оборотного капіталу.

Відповідно,

$$\text{Intrinsic Value} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t},$$

де  $\text{Intrinsic Value}$  – внутрішня вартість підприємства;

$r$  – ставка дисконтування з урахуванням ризику та вартості капіталу;

$n$  – номер прогнозного періоду.

**2 група показників оцінки вартості підприємства на основі ринкових характеристик:**

**а) економічна додана вартість (Economic Value Added (EVA)).** Вихідне положення полягає в тому, що акціонерний капітал повинен приносити, як мінімум, такий самий дохід, як і інвестиції на ринку корпоративних цінних паперів з таким самим рівнем ризику.

$$EVA = \text{NOPAT} - C \cdot K$$

$$\text{NOPAT} = \text{Operation} \cdot \text{Income} \times (1 - \text{Tax} \cdot \text{Rate})$$

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{Tax}$$

де  $\text{NOPAT}$  – чистий операційний прибуток після податків;

$\text{Operation} \cdot \text{Income}$  – операційний прибуток;

$\text{Tax} \cdot \text{Rate}$  – ставка податку на прибуток (у вигляді десяткового дробу);

$C$  – середньозважена вартість капіталу (WACC);

$$WACC = \frac{\sum_{i=1}^N r_i \cdot MV_i}{\sum_{i=1}^N MV_i}$$

де  $N$  – число джерел капіталу (цінних паперів, види зобов'язань);

$r_i$  – необхідна норма прибутковості для безпеки;

$MV_i$  – ринкова вартість усіх випущених цінних паперів;

$K$  – вартість використовуваного економічного капіталу.

Якщо  $EVA > 0$ , то фірма створює вартість, якщо  $EVA < 0$  – то втрачає раніше створену вартість.

**б) грошова додана вартість (Cash Value Added (CVA))**. Характеризує остаточні грошові потоки, які формуються інвестиціями в підприємство.

$$CVA = Adjusted \cdot Net \cdot Operating \cdot Cash \cdot Flows - WACC \times K$$

де *Adjusted · Net · Operating · Cash · Flows* (*ANOCF*) – грошовий потік від операційної діяльності, очищений від податків.

Підприємство створює акціонерну вартість лише тоді, коли значення CVA більше 1;

**в) ринкова додана вартість (Market value added (MVA))** відображає ринкову оцінку майбутніх результатів діяльності підприємства щодо інвестованого в нього капіталу.

Додатне значення MBA вказує на те, що компанія створила істотний обсяг багатства для акціонерів.

$$MVA = V - D,$$

де  $V$  – ринкова вартість підприємства;

$D$  – капітал, вкладений у фірму.

**г) ринкова капіталізація (Market capitalization)** відображає теоретичну вартість покупки всіх акцій компанії.

$$MC = CSP \times Sh,$$

де  $CSP$  – поточна ринкова вартість акції підприємства;

$Sh$  – кількість випущених акцій.

**г) показник акціонерної доданої вартості (Shareholder value added (SVA))** відображає величину створеної вартості за період.

$$SVA = NOPAT - (WACC \times K)$$

SVA розраховується як різниця між прибутком після сплати податків та витратами на залучення капіталу, які визначаються як добуток середньозваженої вартості капіталу на величину інвестованого капіталу.

**д) модель загальної акціонерної віддачі (Total Shareholder Return, TSR)**, відображає загальну віддачу, яку одержує акціонер компанії за час володіння акціями, якщо він реінвестує всі отримані дивіденди в нові акції компанії.

$$TSR = q_n \times p_n - q_o \times p_o,$$

де  $q$  – кількість акцій, що знаходяться у володінні акціонера;

$p$  – ринкова ціна акції;

$i = 1, \dots, n$  – період володіння пакетом акцій.

Представлені показники – це лише частина стратегічних показників, які пропонуються зарубіжними вченими та застосовуються іноземними підприємства для аналізу результатів діяльності. Фактично кожне підприємство самостійно визначає найбільш адекватну його потребам методику стратегічного аналізу. Проблеми застосування поданих показників безперечно існують. Вони полягають в тому, що не всі показники відображають власне вартість підприємства; не всі показники можуть бути розраховані у зв'язку з відсутністю достатнього обсягу інформації.

Однак загальний підхід до розуміння змісту та призначення наведених показників полягає в такому: поточна вартість бізнесу складається з поточної (достратегічної) вартості та стратегічної вартості. Переважна більшість вітчизняних підприємств були створені десятиліття назад, тоді коли не розроблялись стратегії, а аналіз передбачав переважно ретроспективний ракурс (фокусувався на оцінці до стратегічної вартості). Стратегічна вартість бізнесу – це поточна вартість грошових потоків, які будуть генерувати майбутні стратегічні інвестиції. Стратегічна складова вартості – це очікування ринку щодо перспектив компанії. І, можливо, визначивши за результатами аналізу обмежений потенціал росту стратегічної складової вартості, вітчизняні підприємства будуть більш рішуче приймати необхідні стратегічні рішення.

У більшості праць зарубіжних та вітчизняних авторів наявні підходи до аналізу вартості підприємств викладено фрагментарно. Не претендуючи на представлення всіх показників аналізу вартості підприємства, що існують, спробуємо провести їх класифікацію відповідно до певних ознак. Саме класифікація показників вартості підприємства може стати основою правильного розуміння природи та реальних можливостей їх застосування (табл. 1).

Таблиця 1  
Класифікація показників вартості підприємства

№	Ознака	Групування показників
1	За джерелами інформації	а) показники, які формують за даними бухгалтерського обліку
		б) показники, які формуються на основі ринкових характеристик
2	За періодом створення вартості	а) показники, які відображають річний період
		б) показники, які відображають весь період створення бізнесу
3	За видом показників	а) абсолютні показники
		б) відносні показники
4	За рівнем складності	а) прості (традиційні) показники
		б) складні показники, розрахунок яких потребує великого обсягу додаткової інформації
5	За рівнем точності	а) забезпечують високий рівень точності оцінки
		б) забезпечують низький рівень точності оцінки
6	За методами	а) розрахункові показники
		б) експертні показники

Джерело: складено автором за даними [2; 8]

Усю сукупність наявних показників аналізу вартості підприємства можна розглядати, в тому числі, з позиції етапів розвитку методики аналізу. Так, раніше в процесі аналізу на підприємствах, як свідчить зарубіжний досвід, використовувалася низка простих показників прибутковості. У цей час застосовуються комплексні більш складні показники.

Однак практичне застосування наведених показників на вітчизняних підприємствах має певні особливості:

1. Більшість показників, поданих у статті, не використовуються вітчизняними підприємствами в процесі складання звітів, оскільки у їх практиці продовжує переважає підхід відповідності вітчизняним стандартам бухгалтерського обліку. Потреба у застосуванні сучасних підходів до аналізу зростає у міру підвищення рівня інтегрованості вітчизняних підприємств у систему міжнародних економічних відносин. При цьому будь-які зарубіжні підходи та методики, що впроваджуються, потребують попередньої адаптації.

2. Застосування у вітчизняній практиці сучасних методик стратегічного аналізу потребує: а) по-перше, адаптації облікових процедур (тобто реального переходу до МСФЗ) – лише таким чином можна отримати порівнювані результати аналізу; б) по-друге, інформації щодо індикаторів стану фінансового ринку, а це є можливим виключно для підприємств, акції яких котируються на фондовому ринку.

**Висновки.** Розвиток методів економічного аналізу відбувається в напрямку надання системності та розширення часових горизонтів дослідження діяльності. Усе це поєднується в межах методики аналізу вартості підприємства. І якщо на зарубіжних підприємства значна кількість поданих показників вже застосовується на практиці, то вітчизняні підприємства лише потребують організаційних процедур впровадження. Перспективним завданням у контексті практичного застосування методів аналізу вартості є розробка по кожному показнику системи чинників, які впливають на нього та які можуть стати об'єктом управління на підприємстві. Застосування єдиної системи оцінки вартості підрозділів підприємства дасть можливість визначити їх роль у формуванні стратегічної позиції підприємства в цілому.

#### Література:

1. Алексанян Э. С. Переоценка основных средств для эффективного управления стоимостью предприятия в соответствии с МСФО и МСО / Алексанян Э. С., Божко Р. А., Бруслова И. С. // БизнесИнформ. – 2011. – № 3. – С. 87–89.
2. Бреславцева Н. А. Анализ и классификация проблем бухгалтерской отчетности для составителей и пользователей / Н. А. Бреславцева, О. Ф. Сверчкова // Экономический анализ: теория и практика. – 2009. – № 13 (142). – С. 7–11.
3. Бочаров В. В. Управление стоимостью бизнеса : [учеб. пособие] / Бочаров В. В., Самонова И. Н., Макарова В. А. – СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2009. – 124 с.
4. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты : [монография] / Д. Л. Волков. – Высшая школа менеджмента СПбГУ. – СПб. : Изд-во "Высшая школа менеджмента"; Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. – 320 с.
5. Екименко А. Н. Факторы роста стоимости компании / А. Н. Екименко // Государственное управление. – Электронный вестник. – 2008. – № 14.
6. Івахів Ю. О. Концептуальні основи і методичні положення оцінювання елементів фінансової звітності підприємств / Ю. О. Івахів // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 2 (128). – С. 278–285.
7. Ислямова Э. Р. Методы определения стоимости компании / Э. Р. Ислямова // Научный вестник НГУ. – 2011. – № 1. – С. 112–120.

8. Когденко В. Г. Анализ показателей стоимости / В. Г. Когденко // Экономический анализ: теория и практика. – 2010. – № 19 (184). – С. 11–20.
9. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. – 3-е изд., перераб. и доп. ; пер с англ. – М. : ЗАО “Олимп – Бизнес, 2005. – 576 с.
10. Кузьмин О. Е. Стоимость и формирование стоимости компаний: категориальный базис / Кузьмин О. Е., Яремко И. И. // Бизнес Информ. – 2009. – № 4 (3). – С. 69–73.
11. Нусінова О. В. Методичні підходи до оцінки вартості бізнесу промислових підприємств / О. В. Нусінова // МСО // БізнесІнформ. – 2011. – № 6. – С. 85–88.
12. Райан Б. Стратегический учет для руководителя / Б. Райан ; пер. с англ. [под ред. В. А. Микрюкова]. – М. : Аудит. ЮНИТИ, 1998. – 616 с.
13. Рош Дж. Стоимость компании: От желательного к действительному / Джулиан Рош. – Минск : Гревцов Паблишер, 2008. – 352 с.
14. Самылин А. И. Анализ стоимости предприятия / А. И. Самылин // Экономический анализ: теория и практика. – 2009. – № 10 (139). – С. 32–38.
15. Сулима Л. О. Основні методичні підходи визначення вартості авіакомпанії – цілі при злиттях та поглинаннях / Л. О. Сулима // [http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2011\\_3/Sulima\\_311.htm](http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2011_3/Sulima_311.htm).
16. Турило А. М. Теоретико-методичні засади узагальненої оцінки підприємства з позиції його фінансово-економічного розвитку / А. М. Турило, О. А. Зінченко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 8 (110). – С. 177–182.
17. Федорович Т. В. Финансовая отчетность как индикатор инвестиционной привлекательности корпораций / Т. В. Федорович // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – № 12 (117). – С. 29–35.
18. Penman H. Stephen The Pricing of Earnings and Cash Flows and a Affirmation of Accrual Accounting / Penman H. Stephen, Yehuda Nir. – 2004, Columbia University.
19. Prahalad C.K. Corporate Governance or Corporate Value Added?: Rethinking the Primacy of Shareholder Value / C.K. Prahalad // Journal of Applied Corporate Finance. – 1994.
20. Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance / Alfred Rappaport. – New York: Free Press. – 1986.
21. Thenmozhi M. Market value added and share price behavior / M. Thenmozhi // Delhi Business. Vol.1, No. 1 Jan. 2000.
22. МСФЗ (IFRS) 13 “Оцінка справедливої вартості” Режим доступу: <http://www.biz-consulting.com.ua/?file=about/library/msfo>