

Коваленко Е.Н.

Дніпропетровський національний університет

# Економіка: проблеми теорії та практики

Збірник наукових праць

Випуск 230

Том II

ДНУ  
Дніпропетровськ  
2007

Котыш Е.Н.

## ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА КОМБИНИРОВАННОГО МЕТОДА ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

*В результате проведенного исследования была обоснована целесообразность применения комбинированного метода оценки ИСП в отечественных условиях хозяйствования, что позволит в процессе ее оценки учесть интересы инвестора и реципиента, а также учесть специфику предприятия.*

**Ключевые слова:** оценка, инвестиционная стоимость предприятия, затратный подход, доходный подход, сравнительный подход, денежный поток, ставка дисконтирования, ставка капитализации.

**I. Введение.** В рыночных условиях инвестиции являются одним из основных факторов, обеспечивающих эффективное функционирование и повышение конкурентоспособности отечественных предприятий. Процесс инвестирования характеризуется высоким уровнем риска для инвестора, поэтому возникает необходимость адекватной оценки инвестиционной стоимости предприятия-реципиента, что обеспечит гарантии как инвестору, так и принимающей стороне. При этом перед компаниями возникает проблема выбора подхода и метода оценки инвестиционной стоимости предприятия (ИСП) с учетом целей инвестора и реципиента, а также специфики предприятия. В связи с активизацией инвестиционных процессов в Украине, все больше отечественных компаний сталкивается с данной проблемой, что говорит об актуальности выбранной темы.

**II. Постановка задачи.** Главная цель исследования – обоснование целесообразности применения комбинированного метода оценки, для определения реальной ИСП с учетом влияния различных факторов. В работе использовались методы сравнения, теоретического обобщения и структурного анализа.

**III. Результаты.** Исследованиям проблем, связанных с оценкой ИСП на современном этапе уделяется много внимания как зарубежными так и отечественными учеными, среди которых В. Андреев, Дж. Андерсен, О. Румянцева, Г.И. Сычева, Е.Б. Колбочев, В.А. Сычев, Т.В. Теплова, М. Гольцберг, Л. Хасан-Бек, Я. Витвицкий, В. Галасюк, В.В. Галасюк, А.С. Котов, Л. Ефремова и др.

В соответствии с международными и национальными стандартами методы и способы расчета ИСП группируются в рамках трех подходов:

1. Затратный подход базируется на оценке имущественного состояния предприятия и является наиболее используемым в отечественной практике. Этот подход включает следующие методы: расчет балансовой стоимости активов; ликвидационной стоимости; расчет стоимости замещения; полной восстановительной стоимости и стоимости чистых активов. Основное их преимущество состоит в том, что они основаны на фактической информации о состоянии имущественного комплекса предприятия и отражают влияние производственных и финансовых показателей на изменение стоимости активов. Главный недостаток - невозможность учета перспектив развития оцениваемого объекта. Основным принципом, который положен в основу данного подхода – замещение.

2. Доходный подход является наиболее распространенным в практике определения инвестиционной стоимости действующего предприятия в промышленно развитых странах. Он основывается на принципах ожидания, так как потенциального инвестора (владельца) интересует не столько ретроспектива развития предприятия и генерирования прибыли, сколько будущие доходы и прибыль на вложенный капитал. При этом важно отметить, что инвестора при определении доходности, интересуют сроки получения прибыли и возможные риски, связанные с развитием предприятия. В рамках данного подхода используются методы дисконтирования денежных потоков и капитализации прибыли. В ходе исследования автором были выявлены следующие причины, ограничивающие применение данных методов в практике украинских предприятий:

необходимость анализа и учета факторов макро- и микроуровня, которые могут повлиять на получение ожидаемых инвестором доходов;

недостаточность высококвалифицированных отечественных экспертов в области применения данных методов;

высокий уровень динамичности и неопределенности развития национальной экономики, что затрудняет прогноз денежных потоков предприятия;

большинство отечественных предприятий, стоимость которых подлежит оценке, являются убыточными или банкротами.

3. Сравнительный подход, основывается на сопоставлении цен аналогичных предприятий. В рамках данного подхода используется три метода:

компанії-аналога; сделок и отраслевых коэффициентов. Они основываются на принципе замещения, т.е. будущий инвестор не станет вкладывать деньги в объект, у которого ставка возврата на инвестированный капитал ниже, чем у аналогичного предприятия. В этом случае оценка ИСП базируется на фактических рыночных данных на подобные инвестиционные объекты. Однако исследование показало, что использование сравнительного подхода в Украине так же ограничено в силу следующих причин:

недостаточная развитость финансового и фондового рынков в Украине; сложность выбора компаний-аналогов из-за отсутствия информационной базы о купле-продаже предприятий;

искажение реальной ИСП, так как не учитываются перспективы развития предприятия в будущем.

Основываясь на проведенном анализе, можно утверждать, что выбор того или иного подхода и метода оценки ИСП достаточно сложный и трудоемкий процесс, который требует учета многих факторов. При этом для эксперта важно выбрать такой из них, который в наибольшей степени соответствует оцениваемому предприятию и целям инвестора. Поэтому необходимо определить критерии оценки, которые позволят выявить целесообразность использования каждого из конкретных методов. В результате исследования автором был сформирован перечень основных критериев выбора того или иного подхода и метода оценки ИСП, который представлен в таблице 1.

В соответствии с таблицей 1 для расчета ИСП наиболее приоритетными являются методы затратного и доходного подходов, а именно дисконтирования денежных потоков, расчет показателя чистых активов и расчет балансовой стоимости активов, т.к. соответствуют наибольшему количеству критериев. Важно отметить, что каждый из них имеет свою область применения, в то время как оценка ИСП должна отражать все сферы деятельности предприятия. Вследствие этого выбор адекватного метода необходимо осуществлять на основе комплексного подхода с учетом влияния различных факторов (табл.2).

Анализ таблицы 2 показывает целесообразность применения доходного подхода для оценки ИСП в Украине, т.к. он является наиболее универсальным для всех видов оценки и заинтересованных сторон и при этом так же позволяет учитывать уровень влияния внешнего риска, что является главным условием при прогнозировании денежных потоков предприятия. Одна-

Таблиця 1

Основные критерии выбора подходов и методов оценки ИСП

Методы		Критерии									
		Простота расчета	Экономия трудовых и материальных ресурсов	Доступность информации	Экономия времени	Учет ретроспективной информации	Учет рисков	Учет влияния внешних факторов	Учет рыночных данных	Учет конъюнктурных показателей	Учет перспектив развития предприятия
Затратный подход	Расчет стоимости замещения	±	±	±	±	+	-	-	-	-	-
	Метод расчета показателя чистых активов	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-
	Расчет полной восстановительной стоимости	±	±	±	+	-	-	-	-	-	-
	Метод расчет балансовой стоимости активов	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-
	Метод ликвидационной стоимости	+	+	+	±	±	-	-	-	-	-
Доходный подход	Метод дисконтирования денежных потоков	-	-	-	-	+	+	+	+	-	+
	Метод капитализации прибыли	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+
Сравнительный подход	Метод отраслевых коэффициентов	+	-	±	±	-	-	±	+	+	-
	Метод компании-аналога	+	-	±	-	-	-	-	+	+	-
	Метод сделок	+	-	±	-	-	-	-	+	+	-

+ – метод полностью соответствует данному критерию;

± – метод частично отвечает данному критерию;

- - метод не соответствует данному критерию.

Таблиця 2

## Оценка подходов с учетом влияния различных факторов

Факторы	Подходы к оценке ИСП		
	Затратный	Доходный	Сравнительный
1. Цель оценки	Оценка финансово-экономического состояния; страхование, кредитование, ликвидация	Инвестирование: продажа и покупка предприятий	
2. Заинтересованные субъекты оценки	Владельцы предприятий, топ-менеджеры	Инвесторы, владельцы предприятий, топ-менеджеры	Владельцы предприятий, топ-менеджеры, инвесторы
3. Степень достоверности используемых данных	Высокая	Средняя	Средняя
4. Область применения	Материалоемкие и капиталоемкие предприятия	Любая	Любая
5. Степень стабильности внешней среды	Любая	Высокая	Любая
6. Вид определяемой стоимости	Залоговая, страховая, бухгалтерская, ликвидационная	Инвестиционная и рыночная	Рыночная
7. Степень соответствия рыночным данным	Низкая	Средняя	Высокая
8. Степень учета внешних рисков	Низкий	Высокий	Средний

ко, учитывая причины, ограничивающие их применение в отечественной практике, рекомендуется использовать комбинацию методов затратного и доходного подхода, которая является наиболее приоритетной, так как позволяет инвестору и реципиенту в процессе оценки инвестиционной стоимости решить следующие задачи:

определить реальное имущественное и финансово-экономическое положение предприятия;

выявить слабые и сильные стороны объекта оценки и пути его дальнейшего развития;

оценить уровень влияния факторов внешней среды на деятельность предприятия и на основе этого сформировать его дальнейшую стратегию развития.

При этом наиболее приемлемую инвестиционную стоимость предприятия можно выбрать исходя из анализа полученных оценок или с помощью усредненного показателя ( $V$ ) [4]:

$$V = \sum_{i=1}^n Vi Zi,$$

где  $Vi$  – оценка стоимости предприятия  $i$ -м методом;  $i = 1, \dots, n$ ,

$n$  – номер использованного метода;

$Zi$  – весовой коэффициент  $i$ -го метода.

Весовой коэффициент  $Zi$  показывает степень важности каждого метода оценки ИСП и определяется на основе обработки экспертных данных участников оценочного процесса.

Необходимо отметить, что процесс определения ИСП является достаточно специфичным и субъективным, поэтому допускается и иная комбинация методов оценки. Инвесторы и реципиенты могут самостоятельно выбирать приоритетные их виды, в зависимости от целей расчета ИСП и конкретной ситуации.

**IV. Выводы.** Таким образом, в работе был проведен сравнительный анализ основных подходов и методов оценки ИСП, в результате которого выявлены преимущества и недостатки их использования в условиях Украины, а также сформированы основные критерии выбора подхода и метода оценки стоимости предприятия на основе которых была определена комбинация приоритетных методов расчета ИСП.

В результате проведенной работы была обоснована целесообразность применения комбинированного метода оценки ИСП, выделены его преимущества как для инвесторов так и для реципиентов.

#### **Литература:**

1. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», від 10.09.2003 р. № 1440.
2. Оценочная деятельность в экономике: Учеб. пособие / Под общ. ред. В.М. Джухи, В.Д. Киреева. – М.: ИКЦ «МарТ», 2003. – С. 30.

3. *Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – Ростов н/Д: Феникс, 2003. – 384 с. – (Учебники и учебные пособия).

4. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 512 с.: ил.

5. *Николаева О.Е., Алексеева О.В.* Стратегический управленческий учет. – М.: Едиториал УРСС, 2003. – 304 с.

6. *Грязнова А.Г., Федотова М.А.* Оценка бизнеса – М.: Финансы и статистика, 1998. – 512 с.

7. *Коупленд Том, Колер Тим, Мудрин Джек.* Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд.: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.