

РОЗРОБЛЕННЯ МОДЕЛІ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ ЗА ПОРІВНЯЛЬНИМ ПІДХОДОМ

Д.Г. Михайленко, старший викладач;

Д.В. Боронос, студентка,

Сумський державний університет, м. Суми

У статті показано важливість застосування порівняльного підходу при оцінці ринкової вартості бізнесу. В рамках цього підходу розроблено модель оцінки ринкової вартості бізнесу та обґрунтовано необхідність застосування визначених коефіцієнтів.

Ключові слова: оцінка, ринкова вартість, підходи до оцінки, методи оцінки, модель оцінки.

В статті показана важність застосування порівняльного підходу при оцінці ринкової вартості бізнесу. В рамках даного підходу розроблено модель оцінки ринкової вартості бізнесу та обґрунтовано необхідність застосування визначених коефіцієнтів.

Ключевые слова: оценка, рыночная стоимость, подходы к оценке, методы оценки, модель оценки.

ВСТУП

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. Також необхідність оцінки вартості бізнесу виникає практично при всіх трансформаціях: при купівлі та продажу підприємства, його акціонуванні, злиттях та поглинаннях, а також у багатьох інших бізнес-ситуаціях. Ринковий підхід передбачає аналіз цін продажу та пропозиції схожих об'єктів з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння і об'єктом оцінки. Тому розроблення моделі оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом є необхідним для якісної оцінки в межах цього підходу.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

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 даних, придатних для застосування в інших підходах. У межах порівняльного підходу застосовують низку методів коригування. Головним обмеженням у застосуванні зазначеного підходу є обов'язкова наявність активного ринку. Серед недоліків слід відзначити й те, що даний підхід потребує внесення поправок, більшість з яких впливає на достовірність результатів. До того ж дані є не завжди порівнюваними. У межах порівняльного підходу виділяють такі методи: метод ринку капіталу, метод угод і метод галузевих коефіцієнтів.

У межах порівняльного підходу видокремлюють три основних методи: метод ринку капіталу, метод угод, метод галузевих коефіцієнтів. За методом ринку капіталу вартість бізнесу визначається на основі аналізу ринкових цін акцій аналогічних підприємств. При використанні методу угод вартість бізнесу визначається з урахуванням цін придбання контрольних пакетів акцій підприємств-аналогів. За методом галузевих коефіцієнтів орієнтовна вартість бізнесу підраховується на основі

галузевої статистики. Варто зауважити, що в сучасній економічній літературі досить детально аналізуються проблеми використання методичних підходів до оцінки вартості бізнесу. В працях вітчизняних та зарубіжних авторів цей аналіз здійснюється в контексті застосування традиційних методів оцінки. Актуальність питання, що розглядається, закономірно привертає увагу великої кількості економістів. Дослідження проблем застосування зазначених методів оцінки вартості бізнесу відображено в наукових публікаціях Н. Іванова, Н. Іванової, Н. Герасимова, Ю. Лахшия, Т.А. Єрофієвої, І. Мунермана, А. Перевозчікова, А. Грегори, П. Дешоу, Р. Слоана, Е. Хаттона, Роберта С. Хігінса та багатьох інших.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є розроблення моделі оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом.

РЕЗУЛЬТАТИ

Порівняльна оцінка широко використовується, виходячи з декількох причин.

По-перше, оцінку по мультиплікаторах і порівнянних фірмах можна провести з набагато меншим числом явних передумов і значно швидше в порівнянні з оцінкою через дисконтування грошових потоків.

По-друге, порівняльну оцінку простіше зрозуміти і легко подати клієнтам і замовникам, ніж оцінку через дисконтування грошових потоків.

Нарешті, набагато ймовірніше, що порівняльна оцінка відображає поточний стан ринку, оскільки цей підхід вимірює відносну, а не внутрішню цінність.

Фактично порівняльна оцінка в цілому приводить до значень цінності, які виявляються ближчими до ринкового курсу, ніж оцінка дисконтованих грошових потоків. Ця обставина особливо важлива для тих, чия робота полягає у виробленні думок з приводу відносної цінності, і для тих, хто проводить самостійну оцінку, покладаючись на порівнянні фірми.

При використанні порівняльного підходу при оцінці вартості бізнесу мета полягає у визначенні цінності активів на основі ринкової ціни аналогічних активів. Порівняльна оцінка включає два компоненти. Перший полягає у такому. Для того щоб визначити цінність активів, ґрунтуючись на їх порівнянні, цінам потрібно надати стандартизованого вигляду, що, як правило, досягається шляхом конвертації цін у мультиплікатори прибутку, балансової вартості або обсягу продажів [1]. Другий компонент полягає у виокремленні порівнянних підприємств, що в принципі доволі важко зробити, оскільки не існує двох ідентичних підприємств. Крім того, у одному і тому самому бізнесі підприємства можуть відрізнятися одне від одного за такими параметрами, як ризик, потенціал зростання і грошові потоки. У цьому випадку першочерговим постає питання про те, як пом'якшувати ці відмінності при порівнянні мультиплікаторів різних підприємств.

Використання порівняльної оцінки широко практикується. Більшість дослідницьких звітів з власного капіталу і багато оцінок поглинань базуються на мультиплікаторах, таких як «ціна/об'єм продажів» і «цінність/ЕВІТДА», а також на групі порівнянних фірм. Фірми, що функціонують у тому самому бізнесі, що і оцінювана фірма, заведено називати порівняльними.

Один з найбільш зрозумілих шляхів міркування про цінність якогонебудь активу полягає в розгляді мультиплікатора прибутку, створюваного цим активом. Коли купується акція, як правило, на сплачувану ціну дивляться як на мультиплікатор створюваного

компанією прибутку на одну акцію. Даний показник — мультиплікатор «ціна/прибуток» — можна оцінити, використовуючи поточний прибуток на одну акцію. У цьому випадку його називають поточним PE (price-earning ratio), а при зверненні до очікуваного в наступному році прибутку на одну акцію — форвардним PE [2].

При покупці самого бізнесу, що є протилежним придбанню у ньому одних лише акцій, як правило, досліджують цінність фірми, звертаючись до мультиплікатора операційного доходу або прибутку до сплати відсотків, податків, нарахування зносу і амортизації (EBITDA). Безумовно, для покупця акцій або фірми низький мультиплікатор кращий, ніж високий. Але при цьому слід пам'ятати, що на їх величину складно впливають потенціал зростання і ризик бізнесу, що придбавається [1].

Поки ринки забезпечують одну оцінку бізнесу, бухгалтери часто оцінюють його абсолютно інакше. Найчастіше при бухгалтерській оцінці використовуються мультиплікатори балансової вартості та вартості заміщення. Бухгалтерське трактування балансової вартості визначається правилами бухгалтерського обліку і сильно залежить від первинної ціни, сплаченої за активи, а також від зроблених після цього різних бухгалтерських коректувань (таких, як нарахування зносу). Інвестори часто розглядають співвідношення між ціною, яку вони сплачують за акцію, і балансовою вартістю власного капіталу (або цінністю), як міру того, наскільки переоцінена або недооцінена акція. Мультиплікатор, що виникає у такому разі, «ціна/балансова вартість» (PBV) може варіюватися дуже сильно в різних галузях, залежно від того, які в кожній з них потенціал зростання і якість інвестицій.

Як прибуток, так і балансова вартість - це бухгалтерські показники, які визначаються правилами і принципами бухгалтерського обліку. Альтернатива, в набагато меншій мірі залежна від «бухгалтерського асортименту», полягає у використанні відношення цінності активу до виручки, що створюється ним. Для інвесторів, що вклали гроші у власний капітал, таким показником є мультиплікатор «ціна/об'єм продажів» (price-sales ratio - PS), який розраховується як частка від ділення ринкової вартості власного капіталу на виручку. При проведенні оцінки фірми даний показник можна модифікувати як мультиплікатор «цінність/об'єм продажів» (values-sales ratio — VS), тоді чисельник стає загальною цінністю фірми. Знову-таки цей мультиплікатор сильно варіює в різних галузях, особливо як функція розміру прибутку в кожній з них. Проте перевага використання мультиплікаторів виручки полягає в тому, що при різних системах бухгалтерського обліку значно полегшується зіставлення фірм на різних ринках, а не порівняння мультиплікаторів виручки або балансової вартості [3].

Розроблення моделі оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом

У процесі розроблення власної регресійної моделі оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом перед нами перш за все постало завдання вибору оптимального мультиплікатора. Ми обрали мультиплікатор «ринкова вартість/балансова вартість» (PB/BB). З нашої точки зору, даний мультиплікатор найбільш якісно відповідає завданням моделі.

Наступним кроком є визначення основних коефіцієнтів, що найбільш точно відповідають потребам розроблюваної моделі. На нашу думку, визначати відношення *PB/BB* акції варто за моделлю, в якій пов'язані такі коефіцієнти:

1. Рентабельність власного капіталу (*Pвк*):

$$P_{вк} = \frac{ЧП}{ВК},$$

де $ЧП$ – чистий прибуток підприємства;

$ВК$ – власний капітал підприємства.

Цей фінансовий показник є основним критерієм, що відображає прибутковість підприємства. Показнику $P_{вк}$ надається такого великого значення, тому що цей критерій показує, наскільки ефективно компанія використовує власний капітал. По суті, це міра прибутку на одну грошову одиницю інвестованого капіталу, а отже, відсоткове вираження доходу, який акціонери отримують від своїх інвестицій.

2. Коефіцієнт фінансування ($Кф$):

$$Кф = \frac{ЗК}{ВК},$$

де $ЗК$ – залучений капітал підприємства;

$ВК$ – власний капітал підприємства.

Цей коефіцієнт якнайкраще відображає фінансові ризики, що виникають у процесі діяльності підприємства. Коефіцієнт фінансування показує, яка частина діяльності підприємства фінансується за рахунок власних коштів, а яка - за рахунок позикових.

3. Коефіцієнт поточної ліквідності ($Кпл$):

$$К = \frac{Аоб}{ПЗ},$$

де $Аоб$ – оборотні активи підприємства;

$ПЗ$ – поточні зобов'язання підприємства.

Коефіцієнт поточної ліквідності характеризує достатність оборотного капіталу і стабільність фінансового становища компанії (визначає короткостроковий ризик). Розраховується як відношення поточних (оборотних) активів до поточних зобов'язань підприємства.

4. Коефіцієнт обертання активів ($Коб$):

$$Коб = \frac{ЧД}{Асер},$$

де $ЧД$ – чистий дохід підприємства;

$Асер$ – середня вартість активу підприємства.

Коефіцієнт обертання активів характеризує ефективність використання підприємством всіх наявних у нього ресурсів незалежно від джерела їх залучення та відображає, скільки разів за рік здійснюється повний цикл виробництва та обігу, або скільки одиниць реалізованої продукції принесла кожна одиниця активів.

Отже, в загальному вигляді розроблена модель буде мати вигляд

$$X = \sum_{i=1}^n a_i \times K_i,$$

де X – показник, який необхідно визначити;

a_i – показник ваги відповідного коефіцієнта K_i в загальній моделі;

K_i – відповідний коефіцієнт.

Адаптувавши загальну модель до умов нашого дослідження, отримуємо модель оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом:

$$\frac{PВa}{BВa} = a_1 \times \dots + a_2 \times \dots + a_3 \times \dots + a_4 \times \dots,$$

де $PВa$ – ринкова вартість акції;

$BВa$ – балансова вартість акції;

a_i – показник ваги відповідного коефіцієнта в загальній моделі;

$K_{пл}$ – коефіцієнт поточної ліквідності;

$K_{об}$ – коефіцієнт обертання активів;

$K_{ф}$ – коефіцієнт фінансування;

$R_{вк}$ – рентабельність власного капіталу.

ВИСНОВКИ

При розробленні моделі оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом були вирішенні такі основні проблеми застосування порівняльного підходу:

- проблема вибору мультиплікатора;
- проблема вибору, визначення значущості та розрахунку коефіцієнтів.

У статті було показано важливість застосування моделі оцінки ринкової вартості бізнесу за порівняльним підходом. Також вирішено завдання вибору оптимального мультиплікатора та обґрунтовано необхідність використання визначених коефіцієнтів.

Подальші наукові дослідження безумовно будуть пов'язані з практичною апробацією моделі оцінки ринкової вартості підприємств за порівняльним підходом.

SUMMARY

WORKING OUT OF THE MARKET VALUE MODEL OF BUSINESS FOR THE COMPARATIVE APPROACH

*D.G. Mykhailenko, D.V. Boronos,
Sumy State Univeristy, Sumy*

The article shows the importance of a comparative approach in assessing the market value of business. Under this approach the model estimates the market value of business and the necessity of applying certain coefficients.

Key words: *evaluation, market value, approaches to evaluation, evaluation methods, evaluation model.*

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
2. Коупленд Т., Колер Т., Мури Дж. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 1999. - 565 с.
3. Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt Foundations of Financial Manangement. – Boston: Irwin McGraw-Hill, 2005. – 682 p.

Надійшла до редакції 30 квітня 2010 р.