

здатне контролювати всілякі відхилення та ефективно управляти змінами з метою підвищення показників ефективності.

Аналіз прибутків і їх динаміки віддзеркалює економічні явища і організаційно-технологічні процеси в меблевому та деревообробному виробництві і виступає основою визначення напрямку стратегічного розвитку підприємства.

Маркетингова стратегія підприємства набирає особливого значення залежно від суспільно-політичних, правових і економічних обмежень, в яких функціонує меблеве підприємство, а при загостренні міжнародної конкуренції істотно змінюються моделі поведінки основних гравців бізнесу, які здебільшого займають високий рівень економічної влади і мають фінансову підтримку урядових структур у процесі експорту своєї продукції.

Література

1. Статистичний щорічник України, 2003. – К., 2004.
2. Сагаль С.З., Дуженко А.М. Аналіз ринку меблів України// Світ меблів і деревини, № 1. – 2005. – С. 7-10.
3. Саганюк М.П. Підсумки роботи підприємств деревообробної та меблевої промисловості України за 2004 рік// Світ меблів і деревини, № 1. – 2005. – С. 5-7.
4. Stefan Mynarski. Badania rynkowe w przedsiębiorstwie. – Krakow. – 2001. – S. 81.
5. Stefan Mynarski. Praktyczne metody analizy danych rynkowych i marketingowych. 2000.
6. Yvan Allaire, Mihaela E. Firsirotu. Myślenie strategiczne. Wyd. Naukowe PWN, Warszawa, 2000.

УДК 336.71

Доц. І.Й. Яремко, канд. економ. наук –
НУ "Львівська політехніка"

ОЦІНКА РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ: ПОРІВНЯЛЬНИЙ ПІДХІД

Розглядаються принципи аналогового методу до оцінки вартості підприємств. Аналізується методика порівняльного підходу з використанням галузевих співвідношень.

I.Yo. Yaremko – NU "Lvivska politehnica"

The Estimation of the Market Value of the Enterprises: the Comparative Approach

The principles of the analogical approach to the estimation of the value of the enterprises are being viewed. The methods of comparative approach with the use of branches correlation are being analysed.

У сучасній економіці трансакції з придбання і об'єднання суб'єктів господарювання мають систематичний і закономірний характер. За своїм предметом такі економічні дії входять у широке коло проблем вартості інвестицій. Визначення економічної вартості інвестиції (пов'язана ця інвестиція з придбанням облігацій, акцій чи цілого підприємства (бізнесу)) практично завжди є основною метою менеджменту і фінансових аналітиків.

Вартість як економічне поняття стосується грошового зв'язку між товарами, доступними для придбання, з одного боку, і особами, що їх купують і продають, з іншого. Вартість не є фактом, а розрахунковою величиною цінності конкретних товарів на певний момент часу відповідно до обраного тлумачення.

мачення вартості. Економічна концепція вартості ображає погляд ринку на вигоди, одержувані тим, хто є власником товару на дату дії вартості. З позиції купівлі-продажу підприємство розглядається як товар.

Тривалий час у вітчизняній економічній науці оцінка підприємства ототожнювалася з масштабом діяльності об'єкта, а для його характеристики використовувалися поняття розміру підприємства та його виробничої потужності. Практика оцінювання економічної одиниці при її придбанні чи поглинанні залишається емпіричною і спирається найчастіше на змішані методи оцінки, застосування яких є поширеним, і на консенсус сторін, об'єктом купівлі-продажу якої вона стає. Значна частина методів пропонує певний компроміс між двома концепціями. Перша концепція (статична) має бухгалтерський характер і розглядає підприємство як майновий комплекс, утворений з порівняно незалежних елементів. Вартість підприємства за цією концепцією – це сума вартостей елементів, які його утворюють. Друга концепція (динамічна) походить з фінансової теорії. Вона розглядає підприємство як комплекс інвестицій, вартість якого приблизно дорівнює вартості очікуваних від нього грошових потоків. Кожну із цих концепцій визначають за допомогою певних понять і методів. На практиці їхній вибір залежить від цілей і контексту самого оцінювання: "Остаточний вибір найбільш прийнятного методу проводиться з позицій здорового глузду. Наприклад, якщо ціллю оцінки є визначення ліквідаційної вартості, то застосування методу компанії-аналога і методів дохідного підходу не має смислу. Між тим інвестиційна вартість буде визначатися методами дохідного підходу" [1, с. 191].

Поряд з цим потрібно також відзначити, що як балансова, так і ринкова вартість підприємства не є повноцінними вартостями і не включені у класифікацію: балансова вартість містить тільки частину ресурсного потенціалу підприємства, тобто активи зараховані в бухгалтерський баланс. Ринкова вартість – це вартість угоди, що відбулася, тобто вона відображає минулу оцінку об'єкта.

Методи, які вважаються прийнятними для оцінки економічної одиниці (підприємства, компанії), можна поділити на дві групи – методи відносної оцінки (*relative valuation methods*) і методи прямої оцінки (*direct valuation methods*). Методи відносної оцінки не забезпечують результатів в абсолютному смислі, тобто визначають не справедливую вартість компанії, а її вартість стосовно групи порівнюваних компаній. Таким чином, ці методи найбільш прийнятні, якщо компанія здійснює операції з придбання (акцій або цілого підприємства) безпосередньо в галузі: "Насправді суспільна (ринкова) вартість товару може утворюватися лише в межах галузі" [2, с. 71].

Проте, якщо компанія розглядає можливості придбання бізнесу в інших галузях, цей метод є неадекватним. В основу аналізу покладена жорстко детермінована факторна модель, що дає змогу ідентифікувати і дати порівняльну характеристику основних моментів, що впливають на зміну того або іншого показника діяльності підприємства. Рентабельність компанії залежить від господарської діяльності, ресурсовіддачі і структури авансованого капіталу. Значущість виділених факторів пояснюється тим, що вони узагальнюють усі сторони фінансово-господарської діяльності фірми. Усім факторам влас-

тива галузева специфіка, яку необхідно враховувати при проведенні експертизи. Так, показник ресурсовіддачі може мати відносно невелике значення у високотехнічних галузях, що відрізняються капіталомісткістю, і, навпаки, показник рентабельності господарської діяльності в них буде досить великий. Високе значення коефіцієнта фінансової залежності буде характерне для підприємств, які мають стабільні і прогнозовані надходження коштів за продукцію, що випускається.

Методи відносної оцінки містять оцінку із застосуванням коефіцієнтів доходності і прибутковості, а також оцінку з використанням коефіцієнтів балансової вартості (book value multiples valuation): "Оскільки цей показник є комбінацією обігових коштів (річного доходу) та очікуваних надходжень (ринкової вартості), він може бути сигналом підвищення або зниження життєздатності ділової моделі. Коли відношення ринкової вартості до доходу високе, інвестори очікують від даної ділової моделі значного зростання прибутку. Компанії, які мають високий коефіцієнт відношення ринкової вартості до доходу (який, зазвичай, вище 2.0), перебувають у фазі припливу капіталу" [3, с. 57].

Суть порівняльного (ринкового) підходу полягає у зіставленні вартості оцінюваного підприємства з вартістю аналогічних підприємств. У рамках цього підходу використовуються один або більше методів, оснований на порівнянні показників діяльності підприємства з показниками аналогічних підприємств. Дані про ринкові угоди по компаніях, частках акціонерів у капіталі компаній чи цінних паперах можуть служити джерелом об'єктивної інформації для визначення вартісних показників в оцінці бізнесу. Цей підхід можна використовувати і для оцінки вартості підприємства, акції якого не є предметом купівлі-продажу на фондовому ринку або вони малоліквідні, з аналогічними за своєю діяльністю підприємствами, акції яких беруть участь у біржових операціях.

Особливістю використання методів порівняльного (аналогового) підходу для оцінки вартості підприємств є орієнтація на використання ринкових цін на аналогічні підприємства або їхні акції. Аналог об'єкта оцінки – подібний за основними економічними, матеріальними, технічними й іншими характеристиками об'єкта оцінки інший об'єкт, ціна якого відома з угоди, що відбулася при висхідних умовах: "Концепция "время – деньги" или, если сказать по – другому, " время имеет стоимость и ограничено", является основным мотивом для использования методов относительной оценки. Эти методы достаточно просты в применении и легки для понимания. В сущности, техника относительной оценки – достаточно быстрый и легкий для восприятия способ приблизительного анализа стоимости приобретаемой компании" [4, с. 20].

Ринковий метод базується на поточній ринковій вартості подібних об'єктів. Він спирається на інформацію про ринкову вартість аналогічних підприємств C_a з урахуванням поправок K . Якщо ввести коефіцієнт подібності, який є відношенням обсягу випуску продукції даного підприємства до підприємства аналога n , то вартість оцінки ринковим методом C_p можна подати у вигляді: $C_p = n \cdot C_a + K$. Це забезпечує істотну перевагу аналогового підходу стосовно інших методів оцінки, оскільки оцінка орієнтується на фактичну

вартість купівлі-продажу підприємства, що склалася на ринку, тобто вартість визначається ринком. а не коректністю виконаних розрахунків, як при використанні дохідного чи витратного підходів. Основою оцінки вартості є реальна інформація, що відображає показники діяльності підприємства: "Основою оцінки вартості є поточна інформація (у крайньому випадку, ретроспективна інформація), що відбиває фактичну діяльність підприємства. Природно, що така інформація є достовірнішою, ніж прогнози, що використовуються при визначенні вартості шляхом дисконтування майбутніх доходів" [5, с. 23]. Перевагою цього методу також є врахування у вартості фактичних співвідношень між попитом та пропозицією на аналогічні об'єкти, що підвищує обґрунтованість оцінки, оскільки в ній наявний відбиток поточної ринкової ситуації.

Методика порівняльного підходу для оцінки підприємств припускає використання галузевих співвідношень, даних стосовно ринку капіталів і угод з купівлі-продажу аналогічних об'єктів: "Суть метода отраслевых коэффициентов заключается в том, что на основе анализа практики продаж бизнеса в той или иной отрасли выводится определенная зависимость между ценой продажи и каким-то показателем. Этот метод в основном используется для оценки малых компаний и носит вспомогательный характер" [6, с. 275]. У науковій літературі описані випадки, коли такі галузеві стандарти встановлювалися стихійним шляхом і діяли протягом ряду років. Галузеві співвідношення ґрунтуються на наявній залежності між вартістю підприємства і визначених показників внутрішнього середовища і діяльності. Вони найбільш точно визначаються за результатами кореляційно – регресивного аналізу на основі статистичних даних про продаж підприємств різних галузей. Метод галузевих співвідношень називають також методом галузевих коефіцієнтів або правилом "золотого перетину". Використання цього методу можливе за умови наявності стабільних галузевих співвідношень між ціною та певними фінансовими показниками. Метод забезпечує лише орієнтовний результат, тому що галузеві коефіцієнти уніфікують об'єкт оцінки.

Відомими співвідношеннями між вартістю і показниками (за результатами продажу на активних західних ринках), які широко описані у спеціальній літературі, є, наприклад: вартість машинобудівних підприємств становить 1,5...2,5 суми річного чистого доходу і запасів; вартість підприємств роздрібною торгівлі – 0,75...1,5 суми річного чистого доходу і запасів; вартість ресторанів – 0,25...0,5 річної валової виручки; вартість туристичних агентств – 0,04...0,1 річної валової виручки; вартість страхових агентств – 1,0...2,0 річних зборів. Поряд із наведеними явними перевагами, у ринковому підході є певні (у деяких випадках значимі) недоліки. Для одержання достовірних результатів, насамперед, необхідний активно функціонуючий ринок підприємств – тільки в цьому випадку можливий вибір досить точних аналогів продажів. Крім цього, простота застосування ринкового підходу лише удавана: стандартні ставки роялті для визначених видів продукції, галузеві індекси й інші показники дають дуже приблизні орієнтири для здійснення реальних угод. Усі труднощі полягають в обліку індивідуальних особливостей конкретної угоди, а саме тут ринковий підхід не дає ніяких орієнтирів: "Насамперед

необхідно наголосити на очікуваному синергетичному ефекті. Його результатом є відчутне збільшення об'єднаного грошового потоку і зміцнення позицій на ринку" [7, с. 87].

Метод визначення галузевих співвідношень вартості підприємств малого і середнього бізнесу від показників їх внутрішнього і зовнішнього положення представляють у вигляді поетапної процедури: збір інформації і визначення основних показників внутрішнього становища і діяльності підприємств даної галузі; економічне обґрунтування залежності вартості підприємств від виділених показників їхнього внутрішнього становища і діяльності; виокремлення показників, що вимірюються якісними змінними, а так само розробка й обґрунтування кількісної шкали для їхнього виміру, – переведення якісних змінних у кількісні; проведення кореляційного аналізу з метою визначення ступеня впливу показників на вартість підприємства; виділення груп взаємозалежних показників для забезпечення відсутності мультиколінеарності змінних при побудові моделі визначення галузевих співвідношень; побудова однієї чи кількох моделей галузевого співвідношення методами регресивного аналізу; порівняння їх якості і кінцевий вибір моделі визначення галузевих співвідношень. Для підвищення точності експертизи може застосовуватися оцінка за схемою Гордона або метод аналізу інтегральних параметрів діяльності підприємства. У більшості випадків використання таких підходів затруднене з причин недостатності фінансової інформації, слабкої теоретичної підготовки виконавців і врахування особливостей конкретної економіки.

Для одержання галузевих коефіцієнтів в умовах України необхідно розробляти науково-обґрунтовані методи в теорії і практиці оцінки, адаптованої до особливостей вітчизняної економіки. Крім цього, ринок повинен бути прозорим, що припускає, насамперед, доступність інформації про діяльність суб'єктів господарювання. Поряд з цим, гостро постає питання релевантної інформації, оскільки вітчизняна стандартизація обліку і фінансової звітності не враховує галузевих аспектів. Ці недостатності створюють передумови обмеженого використання оцінки ринкової вартості підприємств за порівняльним підходом в Україні.

Література

1. Гавва В.Н., Божко Е.А. Потенціал підприємства: формування та оцінювання: Навч. посібник. – Київ: Центр навчальної літератури, 2004. – 224 с.
2. Тронеv К. Категории рыночная стоимость и рыночная цена в III томе "Капитала" К. Маркса// Российский экономический журнал. – 2005, № 1. – С. 62-77.
3. Слиwоцький А. Міграція капіталу: Як у замислах на кілька кроків випередити своїх конкурентів: Пер. з англ. – К.: Изд-во "Пульсари", 2001. – 296 с.
4. Феррис К., Пешеро Б. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении. – М.: Изд-во "Вильямс", 2003. – 256 с.
5. Перекупнева Т. Оцінка вартості малих та середніх підприємств методом галузевих співвідношень (порівняльний підхід)// Економіка та держава, 2005, № 1. – С. 23-28.
6. Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – Ростов н/Д: "Феникс", 2003. – 384 с.
7. Корнєєв В.В. Концентрація капіталу у корпоративні угоди на фінансових ринках// Фінанси України, 2000, № 11. – С. 86-91.