

## ТРАНСФОРМАЦІЯ МЕТОДОЛОГІЧНИХ ЗАСАД ВИЗНАЧЕННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Досліджено проблему використання різних методів визначення ринкової вартості підприємства. Розглянуто різні методики оцінювання ринкової вартості підприємства, що ґрунтуються на використанні затратного, дохідного та ринкових підходів. Визначено особливості застосування різних методів оцінювання ринкової вартості підприємства та доцільності їх використання в практичній діяльності. Розглянуто наукові позиції щодо застосування методів дисконтування вільних грошових потоків для підприємства. Визначено основні переваги та недоліки використання моделей Едвардса-Белла-Ольсона, (ЕВО) та економічної доданої вартості (EVA).

**Ключові слова:** ринкова вартість підприємства, визначення вартості підприємства, економічні рішення.

**Вступ.** У вітчизняних та зарубіжних публікаціях розглянуто проблеми використання різних методів визначення або оцінки вартості підприємства, що за умови використання однакових факторів, показників вартості та вихідних даних дають зазвичай різні значення вартості. Така ситуація ускладнює вибір адекватного методу оцінювання вартості підприємства і потребує врахування багатьох внутрішніх та зовнішніх чинників у кожному конкретному випадку.

Актуальність вирішення проблеми вибору оптимальних методів оцінювання вартості підприємства зумовлюється відсутністю чітко встановлених обмежень щодо застосування відповідних методів оцінювання, недостатнім обґрунтуванням математичних змінних та нечіткою інтерпретацією одержаних результатів та параметрів їх достовірності, недосконалістю чинної системи бухгалтерського обліку, яка формує фінансову звітність, що ускладнює здійснення процесу визначення вартості підприємства. Тому неаналітичне застосування пропонує методів оцінювання вартості підприємства не дає змоги повноцінно врахувати інформацію, сформовану в системі бухгалтерського обліку, вплив факторів макро-, мезо- та мікросередовища, та в умовах нестабільного економічного середовища виявляється неефективним. Якщо оцінка вартості підприємства не підтверджується релевантною інформацією щодо його діяльності, при цьому прогнозні дані не базуються на точних методах вимірювання, звітність про оцінку вартості підприємства та результати оцінки, наведені у ній, виявляються неприйнятними для обґрунтованих економічних рішень.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Переваги, недоліки та порядок використання різних способів оцінювання вартості підприємства, зокрема різновидів методів дохідного, затратного та ринкового підходів, обмеження їх застосування розглянуто в працях М. Козодаєва та М. Пилова [4], Н.Ф. Чеботарьова [8]. Детальний аналіз методів оцінки вартості підприємства наведено в працях польських дослідників. Зокрема класифікацію, переваги та недоліки методів оцінювання вартості підприємства в розрізі дохідного, затратного, ринкового та змішаного підходів розкриває І. Мічула [15]. Практичні підходи до реалізації методів оцінювання за затратним (метод ліквідаційної вартості, метод чистих активів) та дохідним (метод дисконтування грошових потоків) підходами висвітлює Б. Ногальський та Г. Залевський [12].

**Постановка завдання.** Встановлення особливостей застосування різних методів оцінювання вартості підприємства та доцільності їх використання у практичній діяльності.

**Результати дослідження.** Більшість методів оцінювання вартості підприємства, що розглянуто в наукових працях, передбачають дисконтування грошових потоків, що генеруються чистими активами підприємства. При цьому частина методів враховує вартість всього капіталу підприємства, друга частина – вартість лише власного (акціонерного) капіталу. У процесі визначення вартості підприємства за різними методами розраховуються різні показники, що становлять основу відповідного методу оцінювання.

Найбільш універсальним та достовірним методом оцінювання вартості підприємства польські науковці вважають метод дисконтування грошових потоків. Так, С. Бєсяда [11, с. 233], М. Маєвські [14, с. 53] стверджують, що методи дохідного підходу найкраще відображають ринкову вартість підприємства, оскільки вартість підприємства можна достовірно оцінити лише тоді, коли сьогодні буде розраховано вартість доходу, що буде генерований підприємством у майбутніх періодах.

Цю позицію також підтримують російські науковці. Як зауважує В.П. Паламарчук [7, с. 16], метод дисконтування грошових потоків (DCF) є ключовим методом оцінки бізнесу. Це найбільш популярний метод, оскільки він найбільшою мірою реалізує основну передумову оцінювання бізнесу, володіє найбільшою теоретичною базою та гнучкістю.

На недоліках застосування методу дисконтування грошового потоку на акції наголошують Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурін [5, с. 176], які зауважують, що дисконтування грошового потоку на акції розкриває менше інформації про джерела вартості і є не настільки корисним для виявлення нових можливостей створення вартості. Крім цього, цей метод потребує значної кількості коригувань для доведення прогнозованої структури фінансування до реального значення вартості підприємства.

Практичне застосування методів дисконтування вільних грошових потоків для підприємства, для акціонерного капіталу та активів повинно давати однаковий узагальнювальний показник вартості підприємства. Як зазначають Л.А. Лейфер та С.В. Вожик [6], ці методи дають однакові результати після виконання таких умов: 1) як вартість акціонерного капіталу та боргів приймається їх ринкова вартість; 2) темп зростання доходів дорівнює нулю; 3) співвідношення між складовими капіталу компанії має бути постійним протягом всього періоду оцінювання.

У методах дисконтування вільних грошових потоків для підприємства, для акціонерного капіталу та активів темпи зростання майбутніх грошових потоків розглянуто під впливом зовнішніх факторів вартості, що призводить до нехтування внутрішніми чинниками, серед яких наявність ресурсного потенціалу для безперервної діяльності підприємства, ефективність політики менеджменту та процесів реінвестування. Оскільки діяльність підприємства складається з багатьох бізнес-процесів, прогнозування грошових потоків без урахування рентабельності активів, коефіцієнта реінвестування, наявності оборотно-

го капіталу, співвідношення акціонерного капіталу та зобов'язань знижує достовірність таких розрахунків.

Разом з тим, розглянуті вище методи засновані на дисконтуванні грошових потоків з урахуванням зовнішніх чинників вартості, що дає лише наближене значення ринкової вартості підприємства, яке потребує значної кількості коригувань для підвищення достовірності оцінки. Релевантність ринкової вартості підприємства повинна забезпечуватися комплексністю врахування факторів та показників, що її формують.

Моделі оцінки, засновані на дисконтуванні майбутнього прибутку або грошових потоків, мають свої обмеження. Результати, одержані за їх допомогою, мають високу залежність від обраної підприємством облікової політики. Зокрема, якщо підприємство прагне якомога раніше врахувати майбутні грошові надходження, цим самим завищуючи свою поточну балансову вартість, прогнозні значення прибутку майбутніх періодів при цьому будуть зменшуватися. Метод дисконтування прибутку або грошових потоків дасть у цьому випадку занижений результат. Застосування при цьому моделі ЕВО дасть змогу компенсувати зменшення ( $ROE - r$ ) збільшенням балансової вартості активів, що, в підсумку, дасть коректну величину ринкової вартості підприємства [1].

Методологічно інший підхід до оцінювання вартості підприємства передбачає використання моделей Едвардса-Белла-Ольсона, (ЕВО) та економічної доданої вартості (ЕВА). Економічна додана вартість [2, с. 70] є відомим з економічної теорії показником економічного прибутку, який відрізняється від бухгалтерського прибутку тим, що для його визначення враховуються не тільки явні бухгалтерські витрати, а й неявні витрати з використання капіталу (втрачені вигоди за найдохіднішим альтернативним варіантом інвестування).

Методи ЕВО та ЕВА використовують бухгалтерську вартість активів і базуються на аналізі надлишкових прибутків через порівняння показників ефективності діяльності підприємства із середньогалузевими. Сутність методів ЕВО та ЕВА, за словами Г.І. Янчук [10, с. 107], полягає в тому, що вартість підприємства визначається його поточними активами та надприбутком. При цьому метод ЕВО в оцінці вартості підприємства враховує вартість акціонерного капіталу, метод ЕВА – вартість усіх активів компанії. Внаслідок такої специфіки метод ЕВО застосовують у процесах оцінювання вартості акціонерних товариств, метод ЕВА – для оцінювання вартості бізнесу в різних організаційно-правових формах.

Під час використання методу ЕВА вартість акціонерного капіталу визначається не через віднімання від балансової вартості активів вартості зобов'язань, а через визначення частки акціонерного капіталу у вартості компанії. У моделі ЕВО вартість акціонерного капіталу визначається як сума поточної (балансової) вартості акціонерного капіталу та дисконтованої вартості надприбутку, що генерується акціонерним капіталом. Крім цього, метод ЕВО має штучні припущення: на підприємстві відсутні реінвестиції, спрямовані на розширення виробництва (нові капітальні вкладення та збільшення оборотного капіталу); як наслідок, обсяг прибутку не зростає; очікування щодо майбутніх потоків базуються на зіставленні результатів діяльності підприємства протягом двох років [10, с. 107].

Також варто враховувати, що використання ЕВА пов'язане з проблемою формування широкої інформаційної бази оцінки, здійснення прогнозування доданої вартості, внесення коригувань до фінансових показників. Зокрема, С. Стюарт при розрахунку вартості компанії за методом ЕВА пропонує вносити 164 поправки до операційного доходу компанії [16].

Модель ЕВО є однією з найбільш перспективних сучасних розробок у теорії оцінювання вартості підприємства [1]. Вона дає змогу використовувати переваги дохідного і затратного підходів, певною мірою мінімізуючи їх недоліки. Відповідно до цієї моделі, вартість підприємства виражається через поточну вартість його чистих активів і дисконтований потік "наддоходів" – відхилень прибутку від середньогалузевої величини.

Суть моделі ЕВО полягає в тому, що вона дає змогу відобразити процес вирівнювання аномальних прибутків до середньої величини, що узгоджується з економічною теорією. Вона також передбачає використання альтернативної інформації в прогнозах аномальних прибутків [3, с. 126].

Ринкова вартість компанії, обчислена за допомогою ЕВО, може збігатися з результатами, одержаними за допомогою таких традиційних методів, як дисконтування дивідендів (DDM) або грошових потоків (DCF). Однак модель ЕВО має переваги, порівняно з такими методами. Зокрема в ній відображається процес зміни доходів акціонерів, а не їх розподілу, що вигідно відрізняє цю модель від методу дисконтування дивідендів.

Отже, більшість розглянутих вище методик ґрунтується на дисконтуванні грошових потоків, які генерують активи підприємства у майбутніх періодах за їх теперішньою вартістю. Аналіз змісту найпоширеніших методів оцінювання вартості підприємства свідчить про наявність двох базових підходів до врахування вартості капіталу у складі власного (акціонерного) та/або залученого. Зокрема врахування вартості власного капіталу, що визначається зазвичай на основі середньогалузевого рівня дохідності, формує менші витрати на капітал відбувається у методах дисконтування грошових потоків для акціонерного капіталу, моделі Едвардса-Белла-Ольсона (ЕВО), моделі А. Дамодарана.

Серед наведених методик до суто бухгалтерських можна віднести модель Едвардса-Белла-Ольсона (ЕВО) та модель економічної доданої вартості (ЕВА). Бухгалтерський зміст моделей визначається розрахунком вартості підприємства на основі вартості чистих активів з додаванням дисконтованого чистого прибутку фактичного одержаного або прогнозованого. Структура вартості підприємства, визначена на основі зазначених двох моделей, істотно відрізняється за змістовним наповненням і дає різне вартісне значення (табл.).

Зазвичай науковці наводять як основну відмінність моделей ЕВО та ЕВА те, що ЕВА охоплює весь вкладений у підприємство капітал (акціонерний та позиковий), використовуючи показник вартості капіталу WACC, що визначається як середньозважена вартість власного та залученого капіталу.

Концепцію ЕВА використовують західні компанії як інструмент вимірювання ефективності їх підрозділів замість звичайного чистого прибутку, оскільки ЕВА враховує не тільки кінцевий результат (розмір отриманого прибутку), але й те, якою ціною його було отримано з урахуванням обсягу капіталу, який використано в діяльності компанії.

Табл. Порівняння структури вартості підприємства за методами EBO та EVA

Модель	Чисті активи	Чистий прибуток	Продовжена вартість
EBO	$V_t = B_t$	$\sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i}$	–
	$V_t$ – ринкова вартість підприємства в момент часу $t$ ; $B_t$ – балансова вартість (вартість чистих активів) підприємства в момент часу $t$	$E_t$ [...] – очікувані значення, що базуються на доступній в момент часу $t$ інформації, в т.ч.: $NI_{t+i}$ – чистий прибуток за період $t+i$ ;	–
EVA	$V_t = NAV_0$	$\sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$	$+\frac{EVA_{T+1}}{WACC(1+WACC)^T}$
	$V_t$ – ринкова вартість підприємства в момент часу $t$ ; $NAV_0$ – вартість чистих активів на початок періоду	$EVA_t$ – економічна додана вартість в прогнозованому періоді, дискontована за середньозваженою вартістю капіталу; $WACC$ – середньозважена вартість капіталу	продовжена вартість (terminal value), визначена на основі економічної доданої вартості в постпрогнозованому періоді

Економічна додана вартість в моделі EVA за період  $t$  визначається як операційний прибуток за вирахуванням витрат на вкладений капітал:

$$EVA_t = NOPLAT_t - WACC \cdot TA_{t-1} \quad (1)$$

де:  $NOPLAT_t$  – чистий операційний прибуток за вирахуванням податків, (net operating profits less associated taxes),  $WACC$  – середньозважені витрати на капітал (weighted average cost of capital),  $TA_{t-1}$  – капітал <sub>$t-1$</sub> , тобто сукупні активи (total assets).

Для аналізу прибутковості діяльності підприємства під час визначення його вартості важливими є показники прибутковості капіталу (return on capital/equity – ROE) та прибутковості активів (return of assets – ROA). Обидва показники істотно впливають на ринкову вартість підприємства.

Довгостроковий інвестиційний капітал забезпечує позитивний приріст тільки в тому випадку, коли рентабельність активів підприємства перевищує середньозважені витрати на вкладений капітал.

У моделі EBO враховується тільки вартість власного (акціонерного) капіталу –  $r_e B_{t+i-1}$ , – де  $r_e$  – ціна акціонерного капіталу (cost of equity capital);  $B_t$  – балансова вартість (вартість чистих активів) підприємства в момент часу  $t$  (book value), що дорівнює  $SE_{t-1}$  – акціонерному капіталу (total shareholders equity). Тому визначається прибуток, що припадає на власний (акціонерний) капітал, що може виражатись через показник ROE – рентабельності власного капіталу (return on equity), що є відношенням прибутку після сплати податків до балансової вартості акціонерного капіталу:

$$NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1} = \left( \frac{NI_{t+i}}{B_{t+i-1}} - r_e \right) \cdot B_{t+i-1} = (ROE_{t+i} - r_e) \cdot B_{t+i-1} \quad (2)$$

Відповідно, багатство акціонерів підвищується тільки у тому випадку, якщо рентабельність власного (акціонерного) капіталу підприємства перевищує його вартість.

Проте, це не єдина відмінність у моделях EBO від EVA і не найбільш істотна. Концептуальною відмінністю EBO від EVA є те, що в EBO враховується не повний обсяг одержаного чистого прибутку, а "надприбуток" – різниця між чистим прибутком і вартістю власного капіталу. Крім цього, в моделі EBO не враховується продовжена вартість підприємства (terminal value), яка розраховується до половини визначеної вартості компанії.

Враховуючи те, що вартість підприємства залежить як від вже інвестованого капіталу, так і від його майбутньої прибутковості, в моделі EBO вартість підприємства дорівнює вартості його чистих активів та очікуваної поточної прибутковості за весь період існування суб'єкта господарювання:

$$V_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i}, \quad (3)$$

де:  $V_t$  – ринкова вартість підприємства в момент часу  $t$ ;  $B_t$  – балансова вартість (вартість чистих активів) підприємства в момент часу  $t$ ;  $E_t$  [...] – очікувані значення, що базуються на доступній в момент часу  $t$  інформації;  $NI_{t+i}$  – чистий прибуток за період  $t+i$ ;  $r_e$  – ціна акціонерного капіталу.

Використовуючи значення ROE – рентабельність акціонерного капіталу, вартість підприємства за моделлю EBO набуде такого вигляду:

$$V_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [(ROE_{t+i} - r_e) \cdot B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i}. \quad (4)$$

Виходячи з набору коефіцієнтів, які є складовими показника ROE, автори пропонують широкий спектр важелів впливу на нього: збільшення операційних прибутків, підвищення ефективності використання наявних активів у процесі збільшення обсягів продажів, рекапіталізація для кращого використання боргів або контролю заборгованості, пошук шляхів зменшення податкових зобов'язань [13, с. 3]. Кожен із важелів впливу призводить до істотно різних фінансових стратегій управління вартістю.

Балансова вартість (вартість чистих активів) підприємства ( $B_{t+i-1}$ ) до початку періоду  $t+i$  можна розрахувати таким чином:

$$B_{t+i-1} = B_{t+i-2} + NI_{t+i} - D_{t+i} = B_{t+i-2} + (1 - k) NI_{t+i} = B_{t+i-2} (1 + (1 - k) ROE_{t+i}), \quad (5)$$

де:  $D_{t+i}$  – величина дивідендів за період  $t+i$ ;  $k$  – коефіцієнт, що показує розмір відсотка чистого прибутку ( $NI_{t+i}$ ), який виплачується щорічно у вигляді дивідендів.

Модель EBO вважають більш достовірною в оцінці вартості підприємства, порівняно з іншими методами. Зокрема в ній відображається процес створення багатства акціонерів, а не процес його розподілу, як це здійснюється в моделі дискontування дивідендів. Більше 25 % американських компаній, акції яких котируються на відкритому ринку, не виплачують дивідендів, хоча їх ринкова вартість при цьому залишається високою [1].

Окремої уваги потребує проблема визначення ступеня внеску у вартість компанії інтелектуального капіталу. Показник ринкової вартості підприємства не формується виключно за рахунок чистих активів. Виходячи з концепції постійно діючого підприємства, синергетичне поєднання складових підприємства як системи утворює якісно нові ефекти, що визначаються його фінансовими результатами. Відповідно вартість підприємства повинна враховувати ці ефекти.

Здійснити кількісну оцінку синергетичних ефектів та врахувати їх у вартості підприємства можна через визначення суми чистого прибутку, який може отримати підприємство у найближчі роки (в українських реаліях цей період може становити до 5-ти років), за його теперішньою вартістю.

Разом із тим, врахування повної суми прогнозованого чистого прибутку за 5 років у вартості підприємства, як це здійснюється у моделі EVA 
$$\left( V_t = NAV_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right)$$
, завищує реальну вартість підприємства.

У моделі ЕВО ця проблема вирішується через додавання до поточної вартості чистих активів підприємства дисконтованого потоку "надходів" (відхилень прибутку від "нормальної", тобто середньої в галузі величини):  $NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1}$ , де:  $NI_{t+i}$  – чистий прибуток за період  $t+i$ ;  $B_{t+i-1}$  – вкладений капітал, тобто вартість усіх активів підприємства на початок періоду;  $r_e$  – ціна акціонерного (власного) капіталу.

При цьому показник вартості капіталу ( $r_e B_{t+i-1}$ ) є частиною чистого доходу підприємства, що отримується за рахунок його чистих активів. Враховуючи те, що ця частина, будучи дисконтованою, входить до поточної балансової вартості підприємства  $V_t$ , вона повинна відніматись від загальної величини чистого доходу  $NI_{t+i}$ . Якщо чисті активи підприємства приносять прибуток, що дорівнює вартості вкладеного капіталу ( $r_e B_{t+i-1}$ ), проте фактично підприємство заробляє більше, тоді  $ROE_{t+i} > r_e$ .

Одержання додаткового доходу забезпечується інтелектуальним капіталом підприємства – його діловими зв'язками, налагодженою базою клієнтів, досвідом співробітників, репутацією, які не враховані у вартості чистих активів, проте забезпечують отримання додаткового прибутку.

Окремі науковці модифікують модель ЕВО з урахуванням суми одержаного додаткового прибутку, порівняно зі "середнім" підприємством у цій галузі, яке не має подібних інтелектуальних ресурсів [1]. Західні економісти сукупність інтелектуальних факторів вартості називають гудвілом (goodwill). У модифікованій моделі ЕВО, вартість гудвілу виражається як дисконтована сума залишкового прибутку  $RI_t$  (residual income) підприємства:

$$RI_t = \frac{E_t[(ROE_{t+T+1} - r_e) B_{t+T}]}{r_e(1+r_e)^T} \quad (6)$$

Як зауважує М. Герасимов, для потенційного інвестора модель ЕВО є потужним інструментом, що дає змогу визначити: яка частина ринкової вартості підприємства виражена його реальними активами, а яка – нематеріальним

"гудвілом", що дає змогу оцінити ступінь ризикованості інвестування в ту чи іншу компанію [1].

Разом із тим, додавання залишкового прибутку до моделі ЕВО фактично наближає її до моделі EVA:

$$V_t \text{ Goodwill} = \sum_{i=1}^T \frac{E_t[(ROE_{t+i} - r_e) B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i} + \frac{E_t[(ROE_{t+T+1} - r_e) B_{t+T}]}{r_e(1+r_e)^T} \quad (7)$$

Вважаємо, що додавання залишкової вартості (в моделі ЕВО) або продовженої вартості (в моделі EVA) штучно завищує реальну ринкову вартість підприємства за рахунок підвищення вартості інтелектуального капіталу і є недоцільним з точки зору визначення економічної доцільності операцій з купівлі-продажу підприємств.

Дослідження західних методик визначення вартості підприємства свідчить про часте застосування показника продовженої вартості, який підтверджує переважне намагання завищити вартість компанії. Відповідно, моделі EVA, методи дисконтування грошових потоків для компанії, дисконтування грошових потоків на активи та ін. штучно збільшують вартість підприємства, враховуючи інтереси дійсних власників при його продажу та порушуючи інтереси потенційних власників при його придбанні.

Як свідчить аналіз значень вартості підприємства, одержаних за різними методиками, немодифікована модель ЕВО якісно вирізняється серед інших методів, даючи показник вартості, менший у 1,5-2 рази. Розглядаючи інтереси сторін в операції купівлі-продажу підприємства, варто враховувати, що власник капіталу – продавець – знаходиться у більш лояльних умовах з точки зору наявності інформації та можливостей впливу на розрахунок балансової вартості підприємства (зокрема на показники вартості чистих активів, фінансових результатів діяльності тощо). Відповідно наука повинна бути незалежною від зацікавлених сторін і враховувати інтереси незахищених учасників економічних відносин.

Визначення вартості підприємства повинно базуватись на немодифікованій моделі ЕВО, проте яка повинна бути відкоригована відносно достовірної оцінки вартості чистих активів (за справедливою оцінкою на кінець звітного періоду) та визначення різниці між прогнозним чистим прибутком та альтернативною дохідністю капіталу за вартістю безризикових державних облігаційних зобов'язань. Таким чином, вартість підприємства не буде завищеною для потенційного власника-покупця і дасть змогу дійсному власнику-продавцю одержати компенсуючу суму за неодержаний протягом 5-ти років прибуток на діючому підприємстві з урахуванням одержання доходів від вкладеного капіталу, що вивільнився при продажу підприємства, у фінансові інструменти з найнижчим рівнем ризиковості (державні облігаційні зобов'язання).

В умовах нинішнього нестабільного (часто непередбачуваного) розвитку економіки країни період прогнозування не може бути занадто тривалим і в середньому не може виходити за рамки 3-5 років [9]. Для порівняння інвестиційна стратегія найбільших компаній у країнах з розвинутою ринковою економікою розробляється на період не більше 10-15 років.

Пропонуємо змінити концептуальний підхід до визначення ринкової вартості підприємства та здійснювати розрахунок за такою формулою:

$$V_t = \left( NAV_t + \sum_{i=1}^T \frac{E_t \left[ \frac{NI_i}{NAV_i} - r_e \right] NAV_t}{(1+r_e)^i} \right) \cdot R_t, \quad (8)$$

де:  $V_t$  – ринкова вартість підприємства в момент часу  $t$ ;  $NAV_t$  – відкоригована вартість чистих активів на кінець звітного періоду;  $NAV_i$  – вартість чистих активів у прогнозованому періоді з урахуванням одержаного прибутку;  $E_t$  [...] – очікувані значення, що базуються на прогнозних даних, доступних у момент часу  $t$ ;  $NI_i$  – чистий прибуток у прогнозованому періоді;  $r_e$  – ціна власного капіталу;  $R_t$  – оцінюваний ризик діяльності на момент визначення вартості підприємства.

Запропонований концептуальний підхід до визначення вартості підприємства базується на таких базисних підходах. В основу розрахунку вартості підприємства покладається показник чистих активів (різниця між вартістю активів та загальною сумою зобов'язань). При цьому вартість чистих активів повинна прийматись на кінець звітного періоду ( $NAV_t$ ) (на відміну від їх вартості на початок періоду за методом EVA ( $NAV_0$ )) та повинна бути відкоригована в системі бухгалтерського обліку і доведена до їх справедливої вартості. Визначення справедливої вартості здійснюється окремо для різних видів необоротних та оборотних активів і зобов'язань з використанням специфічних методів затратного, дохідного та ринкового підходів залежно від виду активів та зобов'язань.

Під час визначення суми додаткового прибутку, який забезпечується синергетичною взаємодією складових інтелектуального капіталу, потрібно використовувати показник дисконтованої різниці між чистим прибутком і вартістю власного капіталу. При цьому рентабельність власного капіталу потрібно визначати на основі розрахункового значення вартості чистих активів у прогнозованому періоді з урахуванням одержаного прибутку в попередньому періоді.

Загальний показник ринкової вартості підприємства повинен коригуватися на ступінь ризиків його діяльності. Визначення ризику ґрунтується на врахуванні ризик-факторів макро-, мезо- та мікросередовища, оцінка яких забезпечується використанням експертних методів.

**Висновки.** Концептуальні зміни порядку визначення ринкової вартості підприємства повинні забезпечувати чітку достовірність розрахункових показників, їх об'єктивність та економічну обґрунтованість. Формування ринкової вартості підприємства потрібно здійснювати в системі бухгалтерського обліку та визначати показником чистих активів, який повинен коригуватися на прогнозний рівень прибутковості з урахуванням альтернативних безризикових вкладень та рівень ризиків діяльності підприємства.

### Література

1. Герасимов Н. Применение модели Ольсона в оценке стоимости компании / Николай Герасимов. [Электронный ресурс]. – Доступный с <http://ct1n.i41tmnalysis/valueohlson.shimi>.
2. Голубева Т.С. Методологічні підходи до оцінки ефективності діяльності підприємства / Т.С. Голубева, І.В. Колос // Актуальні проблеми економіки : наук. економ. журнал. – 2006. – № 5(59). – С. 66-71.
3. Грегори А. Стратегическая оценка компании: практическое руководство : пер. с англ. Л.И. Лопатников / А. Грегори. – М. : Изд-во КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003. – 224 с.

4. Козодаев М. Оценка и бизнес / М. Козодаев, М. Пылов. – М. : Изд-во ОЛМА-ПРЕСС Инвест: Ин-т экономических стратегий, 2003. – 128 с.
5. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление : пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин. – Изд. 3-е, [перераб. и доп.]. – М. : Изд-во ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005. – 576 с.
6. Лейфер Л.А. Оценка компании. Анализ различных методов при использовании доходного подхода / Л.А. Лейфер, С.В. Вожик // Приволжский центр финансового консалтинга и оценки. – 2004. [Электронный ресурс]. – Доступный с [http://www.treko.ru/show\\_article\\_265](http://www.treko.ru/show_article_265).
7. Паламарчук В.П. Оценка бизнеса : учебн. пособ. / В.П. Паламарчук. – М. : Изд-во ГОУ ВПО "Академия народного хозяйства при правительстве РФ", 2004. – 110 с.
8. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебник / Н.Ф. Чеботарев. – М. : Изд.-торг. корп. "Дашков и Ко", – 2009. – 256 с.
9. Череп О.Г. Формування стратегії інвестиційної діяльності підприємств / О.Г. Череп. [Електронний ресурс]. – Доступний з [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Fkd/2011\\_1/part2/46.PDF](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Fkd/2011_1/part2/46.PDF).
10. Янчук Г.І. Методи витратного підходу в оцінці вартості бізнесу малих підприємств / Г.І. Янчук // Экономика и управление. – 2006. – № 1. – С. 102-109.
11. Biesiada S. Metody wyceny podstawą kształtowania wartości przedsiębiorstw turystycznych / S. Biesiada // Zeszyt Naukowy Wielkopolskiej Wyższej Szkoły Turystyki i zarządzania. – 2010. – № 4. – S. 241-256.
12. Kapitały i wartość w procesie zarządzania przedsiębiorstwem / B. Nogalski, H. Zalewski. – Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu w Gdyni. – Gdynia, 1998. – 158 s.
13. Liesz T. Really Modified DuPont Analysis: Five Ways to Improve Return on Equity / T. Liesz. [Electronic resource]. – Mode of access <http://www.sbaer.uca.edu/research/sbida/2002/Papers/19.pdf>.
14. Majewski M. Wycena firmy / M. Majewski // Akademia MSP. – Marzec, 2010. – S. 52-54.
15. Miczuła I. Metody wyceny przedsiębiorstw jako mierniki efektywnej działalności / I. Miczuła // Materiały Konferencji "Efektywność źródłem bogactwa narodów". – Piechowice, 2012. [Electronic resource]. – Mode of access <http://efektywnosc.konferencja.org/page.php?id=3504>.
16. Stewart G.B. The Quest for Value / G.B. Stewart. – Harper Business, 1991. – 800 p.

### **Корягин М.В. Трансформация методологических основ определения рыночной стоимости предприятия**

Исследована проблема использования различных методов определения рыночной стоимости предприятия. Рассмотрены различные методики оценки рыночной стоимости предприятия, основанные на использовании затратного, доходного и рыночных подходов. Установлены особенности применения различных методов оценки рыночной стоимости предприятия и целесообразности их использования в практической деятельности. Рассмотрены научные позиции по применению методов дисконтирования свободных денежных потоков на предприятии. Определены основные преимущества и недостатки использования моделей Эдвардса-Белла-Ольсона, (ЭВО) и экономической добавленной стоимости (EVA).

**Ключевые слова:** рыночная стоимость предприятия, определение рыночной стоимости, экономические решения.

### **Koryagin M.V. Transformation of methodological principles of determining the market value of the company**

The problem of the use of different methods of determining or assessing the market value of the company is researched. The different methods of assessing the market value of the company is consider, which based on the use of cost-effective, profitable and market approaches. The peculiarities of application of different methods of assessing the market value of the company and feasibility of it use in practice is done. Scientific position on the application of discounted free cash flow for the company is considered. The main advantages and disadvantages of using models Edwards-Bell-Olsona (Evo) and economic value added (EVA) are done.

**Keywords:** market value of the enterprise, economic decisions, discounted cash flows.