

ВИБІР МУЛЬТИПЛІКАТОРА В ОЦІНЦІ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

У роботі розглянуто підходи до оцінки вартості підприємства, зокрема порівняльний підхід. На основі критичного аналізу робіт присвячених даній тематиці визначено умови використання мультиплікаторів. Здійснено практичну перевірку отриманих результатів.

Ключові слова: оцінка, вартість підприємства, мультиплікатор.

Переважає більшість підприємств в Україні сформована на принципах господарських товариств, однією з особливостей яких є розмежування власників підприємства та його менеджменту. Перший для таких підприємств виступає в ролі інвестора і його основний інтерес зосереджено на отриманні максимально можливого прибутку на вкладені кошти, а через нього - на зростанні вартості підприємства.

Одним із шляхів отримання прибутку є подальший перепродаж підприємства або його частини за вищу ціну. За такого підходу складовою системи прогнозування результатів від інвестування в той чи інший фінансовий інструмент необхідно сформувати підхід до визначення можливої зміни вартості цього інструменту.

Питання оцінки вартості підприємства висвітлені в роботах таких вчених як Дамодаран А., Есипов В. Е., Лебедь Н. П., Мендрул А. Г., Чиркин Л. М. [2-7] та інших, а окреслені ними різні етапи оцінки стають у подальшому предметом окремих досліджень.

Практика використовує три підходи до оцінки вартості: майновий, дохідний та порівняльний [1]. Для цілей оцінки внутрішньої вартості підприємства через оцінку його акцій придатні усі підходи, але кожен з них має свої особливості. Так, майновий підхід передбачає визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкту оцінки з подальшим коригуванням їх на суму зносу (знецінення). Визначення внутрішньої вартості акцій з використанням такого підходу пов'язане з великою трудомісткістю та тривалістю процесу оцінки, з гудвілом підприємства, що є окремим завданням. Наявність усіх складових призводить до економічної неефективності згаданого підходу, а тим самим унеможливує його застосування для оцінки внутрішньої вартості акцій. Деякі іноземні вчені взагалі вважають неможливим використання такого підходу. Хоча аналітики можуть використовувати для оцінки критерії на основі активів, останні не є альтернативою підходам, що засновані на дисконтуванні грошових потоків, а також на порівняльній оцінці або оцінці опціонів, оскільки для визначення як ліквідаційної, так і вартості заміщення доводиться використовувати один із трьох основних підходів [2].

Дохідний підхід базується на врахуванні принципів найефективнішого використання та очікування. Відповідно до них вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включно із доходом від його можливого перепродажу. Застосування такого підходу для оцінки вартості акцій пов'язане з необхідністю володіти великою кількістю інформації про підприємство, значна частина якої є недоступною. Підхід

може використовуватись для оцінки майна, що належить замовнику оцінки, але з причин недостатності інформації його використання для цілей вибору найбільш привабливого фінансового інструменту для подальшого інвестування ускладнюється.

Порівняльний підхід ґрунтується на врахуванні принципів заміщення, попиту та пропозицій. Він передбачає аналіз цін, продажу та пропозицій подібного майна з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктом порівняння та об'єктом оцінки. Використання даного підходу пов'язане з необхідністю володіти комерційною таємницею (для внесення коригувань), але менше у порівнянні з дохідним підходом. Окрім того, оцінка, отримана з використанням порівняльного підходу, базується на інформації про ціни реальних угод і вважається більш точною. Використання порівняльного підходу до визначення внутрішньої вартості акцій на фондовому ринку дозволяє визначити тенденції змін ринкової вартості. Для цього необхідно розробити критерії виявлення найбільш вдалого методу або мультиплікатора, провести апробацію викладеної гіпотези стосовно вибору мультиплікатора, спираючись на фактичну інформацію про діяльність підприємств.

Процедура складається з декількох етапів: ідентифікації подібних підприємств, стосовно яких відома необхідна для розрахунку мультиплікаторів інформація; розрахунок вартісних мультиплікаторів для подібних підприємств; розрахунок вартості акцій підприємства, що оцінюється; внесення коригувань для усунення відмінностей у ціні, що виникають внаслідок специфічних для кожного підприємства причин.

У таблиці 1 наведено зведений результат аналізу найбільш поширених баз для проведення розрахунку вартісних мультиплікаторів та випадки їх використання.

На наступному етапі дослідження проводився розрахунок мультиплікаторів для підприємств та зіставлення фактичних даних з отриманими теоретичними висновками. Для практичної апробації результату було обрано показники діяльності енергогенеруючих підприємств України.

На основі проведеного критичного аналізу випадків використання мультиплікаторів можна припустити, що найбільшу достовірність будуть мати розрахунки, зроблені за допомогою вартісного мультиплікатора з використанням як бази виручки підприємств. Таке припущення обумовлено особливостями ціноутворення в галузі, коли тариф на електроенергію визначають шляхом додавання до витрат норми прибутку, яка є більш – менш однаковою для всіх підприємств. Меншу достовірність матимуть вартісні мультиплікатори, розраховані на базі грошового потоку та прибутку, далі достовірність

Таблиця 1. Відповідність бази розрахунку вартісних мультиплікаторів та випадків їх використання

База для розрахунку вартісного мультиплікатору	Випадки використання
Чисті активи	Підприємство має значний вклад в необоротні активи, холдинги
Виручка	Підприємства сфери послуг, підприємства, що мають подібну структуру видатків та рентабельність продукції
Грошовий потік	Підприємство отримує прибуток, але розмір амортизаційних відрахувань не повністю відповідає реальному знеціненню активів
Прибуток	Використовується завжди, крім випадків збиткової діяльності та невідповідності розміру амортизаційних відрахувань реальному знеціненню активів

зменшиться при використанні інших баз. Для перевірки цієї гіпотези було проведено розрахунок мультиплікаторів (табл. 2).

Правильність припущень може бути доведена за допомогою оцінки дисперсії в межах одного мультиплікатора та за період. Слід зазначити, що для точнішого результату необхідно використовувати нормовані значення мультиплікаторів. Отримана величина дисперсії, показує наскільки різняться значення мультиплікаторів, та вартість акцій, що може бути розрахована за допомогою цих мультиплікаторів. Якщо мультиплікатор має велике значення дисперсії, це означає велику помилку при розрахунку вартості об'єкту з його використанням, що в свою чергу, свідчить про неможливість або обмеженість у використанні цього мультиплікатора для проведення оцінки вартості (табл. 3).

Результати розрахунків свідчать про достовірність наведеної раніше гіпотези. Так, найдостовірнішим буде розрахунок, який може бути виконано за допомогою мультиплікатора, розрахованого на базі виручки, інші

бази розрахунку розташовані за ступенем зниження достовірності розрахунків в тому ж самому порядку, що наведено при формуванні гіпотези.

Аналіз теоретичних та практичних аспектів застосування вартісних мультиплікаторів при оцінці вартості підприємства за допомогою порівняльного підходу, показав відсутність чітких та зрозумілих критеріїв для вибору бази їх розрахунку. У роботі було узагальнено погляди різних авторів на цю проблему та запропоновано критерії до вибору мультиплікатора. Теоретичні підходи перевірені шляхом розрахунку вартісних мультиплікаторів на фактичних даних діяльності енергогенеруючих підприємств. Перевірка підтвердила можливість застосування на практиці для оцінки та прогнозування зміни вартості підприємства результатів дослідження і, зокрема, при узгодженні результатів оцінки. Подальша робота можлива, як у сфері чіткішого формування критеріїв вибору мультиплікаторів, так і для поширенні розробок на ширше коло підприємств.

Таблиця 2. Значення вартісних мультиплікаторів для енергогенеруючих підприємств України

База розрахунку мультиплікатору	Значення вартісних мультиплікаторів			
	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.
БАТ «Західенерго»				
Грошовий потік	7,458	14,919	9,829	18,736
Капітал	0,610	1,252	1,513	3,026
Чисті активи	0,335	0,677	0,814	1,620
Виручка	0,425	0,719	0,685	1,201
Прибуток	16,760	31,330	13,903	24,571
БАТ «Центренерго»				
Грошовий потік	-	11,411	3,430	23,160
Капітал	-	-0,348	0,546	3,496
Чисті активи	-	0,492	0,271	1,760
Виручка	-	1,149	0,456	2,286
Прибуток	-	30,940	5,455	37,017
БАТ «Донбасенерго»				
Грошовий потік	2,836	2,538	5,140	15,046
Капітал	0,468	0,596	0,896	2,624
Чисті активи	0,134	0,196	0,298	1,024
Виручка	0,415	0,459	0,546	1,691
Прибуток	8,682	4,185	10,104	24,478
БАТ «Дніпроенерго»				
Грошовий потік	0,802	1,299	2,312	45,872
Капітал	0,132	0,305	0,403	8,000
Чисті активи	0,038	0,100	0,134	3,122
Виручка	0,117	0,235	0,246	5,156
Прибуток	2,457	2,143	4,545	74,627

Таблиця 3. Результати розрахунку дисперсії мультиплікаторів

База розрахунку мультиплікаторів	Значення дисперсії в межах одного мультиплікатора та періоду			
	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.
Грошовий потік	0,8503	3,2504	0,8018	14,0185
Капітал	0,3698	2,7098	1,5035	38,4551
Чисті активи	0,8034	2,4645	3,1154	27,4266
Виручка	0,2996	0,2773	0,4471	0,0342
Прибуток	0,5947	3,0237	0,2185	6,5010

Список літератури

1. Загальні засади оцінки майна і майнових прав [Електронний ресурс] : національний стандарт N 1, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 № 1440. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>
2. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран; пер. с англ. - 3-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 1341 с.
3. Есипов, В. Е. Оценка бизнеса [Текст] / В. Е. Есипов, Г. А. Маховиков, В. В. Теренова; [2-е изд]. – СПб. : Питер, 2006. – 464 с.
4. Лебедь, Н. П. Практическое пособие по экспертной оценке предприятия [Текст] / Н. П. Лебедь, А. Г. Мендрул. – К. : ФГИ Украины. Консалтинговые фирмы "Легалис", "Эксперт", 1996. – 280 с.
5. Оценка бизнеса [Текст] / под. ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 512 с.
6. Руководство по оценке бизнеса [Текст] / Фишмен Джей, Пратт Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт; пер. с англ. Л. И. Лопатников. - М. : КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2000
7. Чиркин, А. М. Оценка бизнеса [Текст] / А. М. Чиркин. – Харків, 2002. – 83 с.

РЕЗЮМЕ

Маляревский Владимир

Выбор мультипликатора в оценке стоимости предприятия

В работе рассмотрены подходы к оценке стоимости предприятия, особое внимание уделено сравнительному подходу. На основе критического анализа работ, посвященных данной тематике, определены условия использования мультипликаторов. Кроме теоретической составляющей в работе осуществлена практическая проверка полученных результатов.

RESUME

Malyarev's'kyi Volodymyr

A choice of multiplier in the estimation of cost of enterprise

The article gives review of the method of valuation of business; special attention is spared to comparative approach. Apart from the theoretical investigation of the problem there is practical verification of the results.