

## ПІДХОДИ ТА МЕТОДИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

*Розглянуто питання щодо особливості обрання методів та підходів для оцінки вартості бізнесу в сучасних умовах, проаналізовано підходи та методи, які можуть бути найбільш уживаними в умовах кризи в Україні. Автором запропоновано власний широкий перелік методів оцінки вартості бізнесу в межах кожного із підходів.*

**Ключові слова:** оцінка бізнесу, підходи та методи оцінки вартості бізнесу, вартість компанії, дисконтування, кампанія-аналог, ринкова вартість бізнесу, грошовий потік, ліквідаційна вартість, капіталізація.

В умовах ринкової економіки України дуже важливим є вивчення актуальних для банківської системи питань та шляхів їх вирішення. На сьогодні оцінка вартості банку стає одним із найважливіших завдань фінансового менеджменту. Це, перш за все, пов'язано із нестабільним розвитком банківської системи в світі в умовах кризи, посиленням процесу реструктуризації кредитних установ, необхідністю прийняття обґрунтованих управлінських рішень, що, у свою чергу, вимагає визначення адекватної ціни банку. У нашій країні недостатній рівень наукових досліджень з цієї теми, відсутня практика застосування оцінки вартості банку в управлінні ним.

Оцінка бізнесу – це визначення вартості компанії як майнового комплексу, здатного приносити прибуток її власнику. При її проведенні визначається вартість бізнесу з позиції оцінки активів, ефективності роботи компанії, її минулі, поточні та майбутні доходи, перспективи розвитку і конкурентне середовище на ринку, а потім проводиться порівняння компанії з аналогами. На основі такого комплексного аналізу і визначається реальна оцінка бізнесу як джерела, що здатне приносити прибуток.

Дослідженням питань оцінки вартості банку з використанням різноманітних методів та підходів у світовій практиці займалися ряд економістів і фахівців фінансового та інвестиційного менеджменту. Серед вчених та науковців, які працюють у цьому напрямку можна назвати наступних: Будицький А. Е., Галасюк В. В., Грязнова А. Г., Дамодоран А., Єсіпов В., Івашковська І., Карев В. П., Коупленд Т., Маховікова Г., Мерцер С., Мікерін Г. І., Ніконова І. А., Решоткін К. А., Рутгайзер В. М., Терехова В., Федотова М. А., Шамгунов Р. Н., Царев В. В., та інші. Проте проблема використання того чи іншого метода для оцінки вартості банку в умовах сучасного вітчизняного фінансового ринку залишається малодослідженою через відсутність визначеного інформаційного забезпечення.

Основною метою написання нашої статті є визначення адекватного способу встановлення вартості бізнесу, виділення основних, найбільш ймовірно вживаних методів та підходів для оцінки вартості банку в Україні.

Важливу роль відіграє така економічна категорія, як підходи до оцінки бізнесу. В економічній літературі та у практиці оцінювачів оцінка бізнесу здійснюється за трьома основним підходами, в межах яких

встановлюються методи. Слід зазначити, що окремі автори доповнюють типові методи в межах кожного підходу своїми пропозиціями щодо переліку методів, які виокремлюються іншими науковцями. В даній роботі наведемо власний, якомога ширший перелік методів визначення ринкової вартості бізнесу в межах кожного підходу (табл. 1).

Проаналізуємо більш детально найбільш уживані методи оцінки банківського бізнесу в межах кожного із підходів у вітчизняній практиці.

Відносно витратного, або майнового, підходу оцінки бізнесу, необхідно зазначити, що він застосовується переважно до компаній, які мають активи різного роду, в тому числі фінансові, а також, коли бізнес не приносить стабільний дохід. Тому іноді цей підхід називають оцінкою вартості на основі активів (asset valuations). Він полягає у поелементній оцінці ринкової вартості активів і зобов'язань банку і зумовлений відмінністю між результатами балансової і ринкової оцінки складових активів і пасивів банку.

Для банків при оцінці діючого бізнесу переважно використовується метод чистих активів (для визначення вартості діючого бізнесу банку), а при рішенні про ліквідацію або, в деяких випадках, і купівлю бізнесу використовують метод ліквідаційної вартості. При цьому інші методи в рамках такого підходу, як правило, є допоміжними, специфічними методами оцінки, що дозволяють визначити адекватним способом ринкову вартість усіх складових активів банку (нематеріальні активи, вкладення в цінні папери, кредитний портфель, портфель валют, нерухомість і т.д.) і зобов'язань (випущені векселі, облигації, сертифікати, депозити, отримані кредити). Окрім того, в межах підходу може застосовуватися нормативно розрахована вартість та спеціальна вартість.

Базова методика оцінки вартості бізнесу методами затратного підходу полягає у визначенні різниці між активами і пасивами (формула 1).

$$\text{Власний капітал} = \text{Активи} - \text{Зобов'язання} \quad (1)$$

Застосування методу чистих активів для оцінки вартості банківського бізнесу, як і для будь-якого іншого бізнесу, передбачає декілька етапів, а саме:

- оцінка активів і зобов'язань банку по даним бухгалтерської звітності, які є останніми на моменту

Таблиця 1. Методи оцінки вартості бізнесу

Витратний (майновий) підхід	Порівняльний (ринковий підхід)	Доходний підхід
Метод чистих активів	Метод ринку капіталу (метод компанії-аналога)	Метод дисконтування грошових потоків
Метод розрахунку ліквідаційної вартості	Метод галузевих коефіцієнтів (метод галузевих співвідношень)	
Метод надлишкових прибутків (оцінка гудвіла)	Метод минулих угод із компанією	Метод капіталізації доходів
Метод накопичення активів	Метод угод (метод продажів)	Метод надлишкового доходу (прибутку)
Метод розрахунку повної відтворювальної власності	Метод ринкової привабливості	
Метод розрахунку вартості заміщення	Метод капіталізації дивіденду	Метод співвідношення ціни і доходу
Метод балансового власного матеріального капіталу	Метод зіставлення ринкової і балансової вартості	
Метод ринкового власного матеріального капіталу	Метод галузевої специфіки	Метод доданої вартості

оцінки;

- врахування інфляційної компоненти і коригування у зв'язку з цим грошових характеристик окремих статей активів;
- визначення поточної вартості вимог (як банку, так і інших суб'єктів до банку);
- оцінка чистої вартості активів як різниці між переоціненими активами і зобов'язаннями.

Метод ліквідаційної вартості застосовується при встановленні ліквідаційної вартості будь-якого бізнесу. Він застосовується у наступних випадках: компанія знаходиться у стані банкрутства або існують серйозні сумніви щодо її здатності залишатися діючою; вартість компанії при ліквідації може бути вищою, ніж при подальшій її діяльності.

Ліквідаційна вартість будь-якого бізнесу розраховується шляхом вирахування із скоригованої вартості всіх активів балансу суми поточних витрат, пов'язаних із ліквідацією компанії, а також величини всіх прийнятих зобов'язань.

В умовах фінансової кризи та нестабільної діяльності банків в Україні найбільш актуальним в межах порівняльного підходу стає метод оцінки ліквідаційної вартості установ.

Якщо говорити про порівняльний (ринковий підхід), то він передбачає, що цінність власного капіталу компанії визначається тією сумою, за яку вона може бути продана при наявності достатньо сформованого ринку [4, с. 215]. Іншими словами, найбільш ймовірною ціною бізнесу може бути реальна ціна продажу подібного бізнесу, що зафіксована ринком.

Як свідчить світова практика, в межах такого підходу переважно застосовують такі методи оцінки вартості банку: метод компанії-аналога, метод угод, метод галузевих коефіцієнтів.

Метод компанії-аналога або ринку капіталу заснований на використанні цін, сформованих відкритим фондовим ринком. Базою для порівняння є ціна однієї акції публічного акціонерного товариства. З цього випливає, що в чистому вигляді метод використовується для оцінки міноритарного (неконтрольного) пакету акцій.

Метод угод або метод продажів орієнтований на ціни купівлі бізнесу в цілому чи його контрольного

пакету акцій. Це визначає найбільш оптимальну сферу використання методу – оцінка 100 %-го капіталу або контрольного пакету акцій бізнесу.

Метод галузевих коефіцієнтів або метод галузевих співвідношень заснований на використанні рекомендованих співвідношень між ціною і певними фінансовими параметрами. Галузеві коефіцієнти розраховуються спеціальними аналітичними організаціями на базі тривалих статистичних спостережень за взаємозалежністю між ціною власного капіталу бізнесу і його найважливішими виробничо-фінансовими показниками.

Основними етапами застосування методу компанії-аналога та методу угод є:

- збір інформації і формування інформаційної бази;
- визначення критеріїв для обрання аналогів;
- формування переліку банків-аналогів на основі вказаних критеріїв;
- розрахунок і зіставлення фінансових показників діяльності аналогів із коригуванням вихідного переліку;
- селекція мультиплікатора для використання і його кількісна характеристика;
- розрахунок вартості банку на основі встановлених мультиплікаторів.

Метод галузевих коефіцієнтів передбачає ті ж самі етапи, що і метод компанії-аналога, за винятком того, що замість мультиплікатора використовуються галузеві коефіцієнти.

При оцінці банківського бізнесу на основі методів порівняльного підходу виникають, як правило, проблеми із інформаційним забезпеченням, вибором мультиплікатора, використанням іноземних аналогів.

Необхідно також зауважити, що ці методи мають ряд переваг та недоліків у порівнянні з іншими. До переваг можна віднести те, що оцінювач у якості орієнтиру використовує реально сформовані ринкові ціни на подібні компанії; застосування принципу альтернативних інвестицій; ціна бізнесу відображає його фінансові можливості, позицію на ринку, перспективи розвитку. До недоліків – ретроспективний характер оцінки (порівняно із методами доходного підходу); необхідність широкого спектру даних як по оцінюваному бізнесу, так і по бізнесу-аналогу

(складність і висока вартість інформаційного забезпечення); коригування проміжних розрахунків вимагають серйозного обґрунтування.

Що стосується доходного підходу, то він є базовим в оцінці ринкової вартості банків. Він дозволяє визначити вартість бізнесу шляхом розрахунку поточної вартості прогнозованих майбутніх доходів, тобто зорієнтований на отримання доходів у майбутньому. Сенса використання полягає у визначенні перспективних доходів від його функціонування (FV – future value) і приведенні їх шляхом дисконтування поточної вартості (PV – present value) [2, с. 24]. У межах такого підходу до оцінки банківського бізнесу застосовують такі базові методи, як метод капіталізації доходу та метод дисконтування грошових потоків.

Зміст обох методів полягає у прогнозуванні того, що ми умовно називаємо майбутніми доходами бізнесу, і їх перетворення в показники поточної (приведеної) вартості. Головна відмінність методів в тому, що при капіталізації береться так званий репрезентативний дохід (чистий прибуток, прибуток до оподаткування, валовий прибуток) за один часовий період (як правило, рік), який перетворюється в показник теперішньої вартості шляхом ділення на ставку капіталізації (формула 2).

$$\text{Ринкова вартість бізнесу на дату оцінку} = \text{ЧД} / \kappa \quad (2)$$

де  $\kappa$  – ставка капіталізації

ЧД – чистий дохід

Метод капіталізації доходів передбачає такі етапи оцінки вартості бізнесу:

- аналіз фінансової звітності, її нормалізація та трансформація;
- вибір обсягу доходу для капіталізації;
- розрахунок коефіцієнту капіталізації;
- розрахунок попередньої величини вартості;
- проведення коригувань на наявність непрацюючих активів (якщо такі існують);
- проведення коригувань на контрольний чи неконтрольний характер оцінюваної долі, а також на нестачу ліквідності (якщо вони необхідні) [4, с.168].

Метод використовується при умові стабільного зростання або зменшення величини грошового потоку бізнесу у довгостроковому періоді. Його застосовують, коли очікується стабільність майбутніх доходів на поточному рівні, або на рівні динамічного зростання. В оцінці бізнесу використовується досить рідко через значні коливання величин прибутків і грошових потоків за роками, характерних для більшості компаній. В умовах фінансової кризи можливість використання підходу для встановлення адекватної вартості банку практично виключається.

В інших випадках застосовують метод дисконтування грошових потоків, тобто при одержанні нестабільних доходів, в умовах важкої прогнозованості діяльності установи через дію зовнішніх чинників (в тому числі фінансової кризи).

Цей метод заснований на припущенні, що інвестор не заплатить за певний бізнес суму, більшу ніж поточна вартість майбутніх доходів від цього бізнесу, а власник не продасть свій бізнес за ціною, нижчою від поточної вартості прогнозованих майбутніх доходів. Вважається, що в результаті взаємодії сторони прийдуть до згоди щодо ринкової ціни, рівної поточній вартості майбутніх доходів. При дисконтуванні робиться прогноз майбутніх

доходів на декілька періодів, а потім вони приводяться до теперішньої вартості за формулами складного відсотку. Ринкова вартість бізнесу за цим методом визначається як сума доходів за прогнозний та постпрогнозний періоди (формули 3, 4, 5).

$$V = I_1 + I_2, \quad (3)$$

$$I_1 = Cft / (1 + \kappa), \quad (4)$$

$$I_2 = CF(t+1) / (k-g), \quad (5)$$

де  $V$  – ринкова вартість бізнесу;

$I_1$  – доходи прогнозного періоду;

$I_2$  – доходи постпрогнозного періоду;

$Cft$  – грошовий потік прогнозного періоду;

$CF(t+1)$  – грошовий потік постпрогнозного періоду;

$\kappa$  – ставка дисконтування;

$g$  – очікувані темпи росту бізнесу.

За даними західних спеціалістів у 90 % випадків застосовується цей метод оцінки вартості в межах доходного підходу. Така оцінка дає можливість визначити його можливі перспективи розвитку, в чому полягає найсуттєвіша перевага останніх двох методів оцінки вартості бізнесу над методами, наведеними вище. Тому дохідний підхід, як правило, є найбільш ефективною методикою оцінки вартості бізнесу, однак, доцільним буває використання також витратного і порівняльного підходів. У деяких випадках витратний і порівняльний підходи можуть бути більш ефективним та точним у порівнянні із дохідним. Кожен із трьох підходів може бути застосований для перевірки оцінки вартості, отриманої при інших підходах.

Підсумовуючи викладене зауважимо, що оцінка бізнесу починається із визначення цілі оцінки та виду вартості, яку необхідно розрахувати. Правильно визначена, вона є умовою для ефективної оцінки вартості будь-якого бізнесу. Залежно від виду, оцінювач обирає підхід і метод в його межах для подальшого розрахунку. Кожен із методів і підходів дозволяє підкреслити особливі характеристики об'єкта оцінки, тому і встановлюються залежно від цілі та виду оцінки бізнесу. Проте комплексне застосування підходів до оцінки бізнесу та результати розрахунків, зважені різними методами, дозволяють одержати інтегральну оцінку вартості бізнесу.

## Список літератури

1. Бешорнер, Т. Управление предприятием: еще один взгляд на стоимостную ориентацию [Текст] / Т. Бешорнер // Проблемы теории и практики управления. - 2001. - № 2. - С. 98-103.
2. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран ; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
3. Карев, В. П. Оценка бизнеса доходным подходом – констатация факта или прогнозное планирование? [Текст] / В. П. Карев, Д. В. Карев // Вопросы оценки. – 2003. – № 1. – С. 23-25
4. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мулин. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
5. Лейфер, Л. А. Оценка компаний. Анализ различных методов при использовании доходного подхода [Текст] / Л. А. Лейфер, С. В. Возжик // Имущественные отношения в Российской Федерации. - 2003 г. - №12 - С. 51-70
6. Международные стандарты оценки [Текст] / Г. И. Микерин, Н. В. Павлов. – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 384 с.
7. Оценка бизнеса [Текст] : учебник / Под ред. Грязновой А. Г.,

---

Федотовой М. А. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 736 с.

8. Рутгайзер, В. М. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка [Текст] Методические разработки / В. М. Рутгайзер, А. Е. Будицкий. – М. : Маросейка, 2007. – 224 с.
9. Скотт, М. Факторы стоимости. Руководство для менеджеров по выявлению рычагов стоимости [Текст] / М. Скотт / пер. с англ. - М. : Олимп-Бизнес, 2000. - 432 с.
10. Чиркова, Е. В. Как оценить бизнес по аналогу [Текст] / Е. В. Чиркова. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 192 с.

## РЕЗЮМЕ

**Юценко Алла**

### **Подходы и методы оценки стоимости бизнеса в современных условиях**

В исследовании подняты вопросы особенности выбора методов и подходов для оценки стоимости бизнеса в современных условиях, проанализировано подходы и методы, которые могут быть наиболее применяемыми в условиях кризиса в Украине. Кроме того, автором было выделено собственный более широкий перечень методов оценки стоимости бизнеса в пределах каждого из подходов.

## RESUME

**Yushchenko Alla**

### **Approaches and methods of the business evaluation in the nowadays conditions**

The research contemplates the issue of the methods and approaches selection for business valuation in current situation. Besides, the most acceptable methods and approaches have been chosen for the crises circumstances in Ukraine. The author proposes the new wide amount of valuation methods within each approach.

*Стаття надійшла до редакції 09.03.2011 р.*