

## УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИКИ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

УДК 658.152:[005.52:330.133.1]

*Котиш О. М.*

Удосконалено на основі проведеного дослідження та узагальнення результатів методу оцінки інвестиційної вартості підприємства, яка складається з семи етапів. Наведено концептуальну схему оцінки інвестиційної вартості підприємства. Зазначено, що перевагою запропонованої методики є інтегрування результатів оцінки інвестиційної вартості підприємства (ІВП) за двома методами, а саме: чистих активів та дисконтування грошових потоків, що дає змогу забезпечити інтереси реципієнта та інвестора шляхом урахування ретроспективного стану та перспектив розвитку підприємства. Уточнено, що наступним етапом є розрахунок коефіцієнта важливості одного з двох методів оцінки ІВП, який розраховується на основі побудови комплексного показника оцінки факторів внутрішнього середовища підприємства, що формують його інвестиційну вартість.

*Ключові слова:* інвестиційна вартість підприємства, інвестор, реципієнт, коефіцієнт важливості, дисконтування грошових потоків, чисті активи, комплексний показник.

## УСОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

УДК 658.152:[005.52:330.133.1]

*Котыш Е. Н.*

Усовершенствована на основе проведенного исследования и обобщения результатов методика оценки инвестиционной стоимости предприятия, которая состоит из семи этапов. Приведена концептуальная схема оценки инвестиционной стоимости предприятия. Указано, что преимуществом предложенной методики является интегрирование результатов оценки инвестиционной стоимости предприятия (ИСП) двумя методами, а именно: чистых активов и дисконтирования денежных потоков, что позволяет обеспечить интересы реципиента и инвестора путем учета ретроспективного состояния и перспектив развития предприятия. Уточнено, что следующим этапом является расчет коэффициента важности одного из двух методов оценки ИСП, который рассчитывается на основе построения комплексного показателя оценки факторов внутренней среды предприятия, формирующих его инвестиционную стоимость.

*Ключевые слова:* инвестиционная стоимость предприятия, инвестор, реципиент, коэффициент важности, дисконтирование денежных потоков, чистые активы, комплексный показатель.

## THE IMPROVEMENT OF THE TECHNIQUE OF ASSESSING THE INVESTMENT VALUE OF A COMPANY

UDC 658.152:[005.52:330.133.1]

*O. Kotysh*

Based on the study and generalization of its results the methodology for assessing the investment value of a company, which consists of seven stages was improved. The conceptual diagram of assessing the investment value of a company was suggested. The advantage of the proposed method is integrating the results of a company's investment value assessment in two ways, namely, by means of net assets and discounted cash flows methods, that help to ensure the interests of the recipient and investor taking into account the retrospective condition and prospects of a company. At the next stage, the coefficient of the methods' importance for assessing

the company's investment value is calculated on the basis of building a comprehensive evaluation index of internal environment factors that form its investment value.

**Keywords:** company's investment value, the investor, the recipient, the coefficient of importance, cash flow discounting, net assets, a comprehensive index.

Функціонування вітчизняних підприємств, на розвиток яких впливають наслідки світової фінансово-економічної кризи, потребує від керівництва негайного вирішення проблем, пов'язаних із залученням додаткового капіталу. Цей процес є досить ризикованим як із боку іноземного інвестора, так і з боку реципієнта, бо вимагає розробки нових підходів до обґрунтування доцільності вкладення інвестицій у розвиток українських підприємств.

Проведені дослідження [1] свідчать, що в сучасних умовах найбільш прийнятним показником для обґрунтування капіталовкладень є інвестиційна вартість підприємства-реципієнта (далі – ІВП).

Проблемі, яка розглядається, присвячено багато наукових праць зарубіжних і вітчизняних вчених, таких, як: І. Ансофф, А. Вайсман, А. Воронкова, В. Галасюк, М. Гольцберг, В. Гриньова, М. Ковальов, Т. Лепейко, Т. Момот, В. Пономаренко, В. Хаустова, А. Якубович, О. Ястремська. В деяких роботах вирішувалися проблеми, пов'язані з привабленням інвестицій на основі розрахунку показника інвестиційної привабливості підприємства, в інших – вартість підприємства використовується для підвищення ефективності його управління, але проблема використання ІВП як економічного показника, який дозволяє комплексно оцінити діяльність підприємства у ретроспективному та перспективному періоді для обґрунтування економічної доцільності капіталовкладень, залишається

відкритою. Отже, метою даної роботи є удосконалення методики оцінки інвестиційної вартості вітчизняних підприємств.

Для досягнення поставленої мети необхідно вирішити такі завдання: 1) проаналізувати та уточнити сутність ІВП; 2) запропонувати концептуальну схему оцінного процесу ІВП; 3) удосконалити методику оцінки ІВП.

Огляд наукової літератури [2 – 6] дозволив виявити безліч підходів до визначення цієї економічної категорії, але найбільш повне тлумачення, на думку автора, подане в роботі [6], відповідно до якого інвестиційна вартість підприємства є категорією суб'єктивною, яка визначається на основі уявлень конкретного інвестора про цінність даного об'єкта на певну дату в умовах конкретного ринку, а з іншого – категорією об'єктивною, яка розраховується на основі внутрішніх факторів її формування, тобто є тим мінімальним рівнем вартості, який дозволяє у випадку несприятливих умов повернути витрачені кошти інвестору та покрити інвестиційні ризики реципієнта. Це визначення має ряд переваг, головною з яких є врахування потреб та інтересів усіх учасників оцінного процесу, а саме реципієнта та інвестора.

Для досягнення мети, а саме, з одного боку, прийняття управлінського рішення щодо інвестування об'єкта господарювання, а з іншого – прийняття капіталовкладення на визначених умовах, необхідно побудувати концептуальну схему оцінки ІВП, яка наведена на рис. 1.

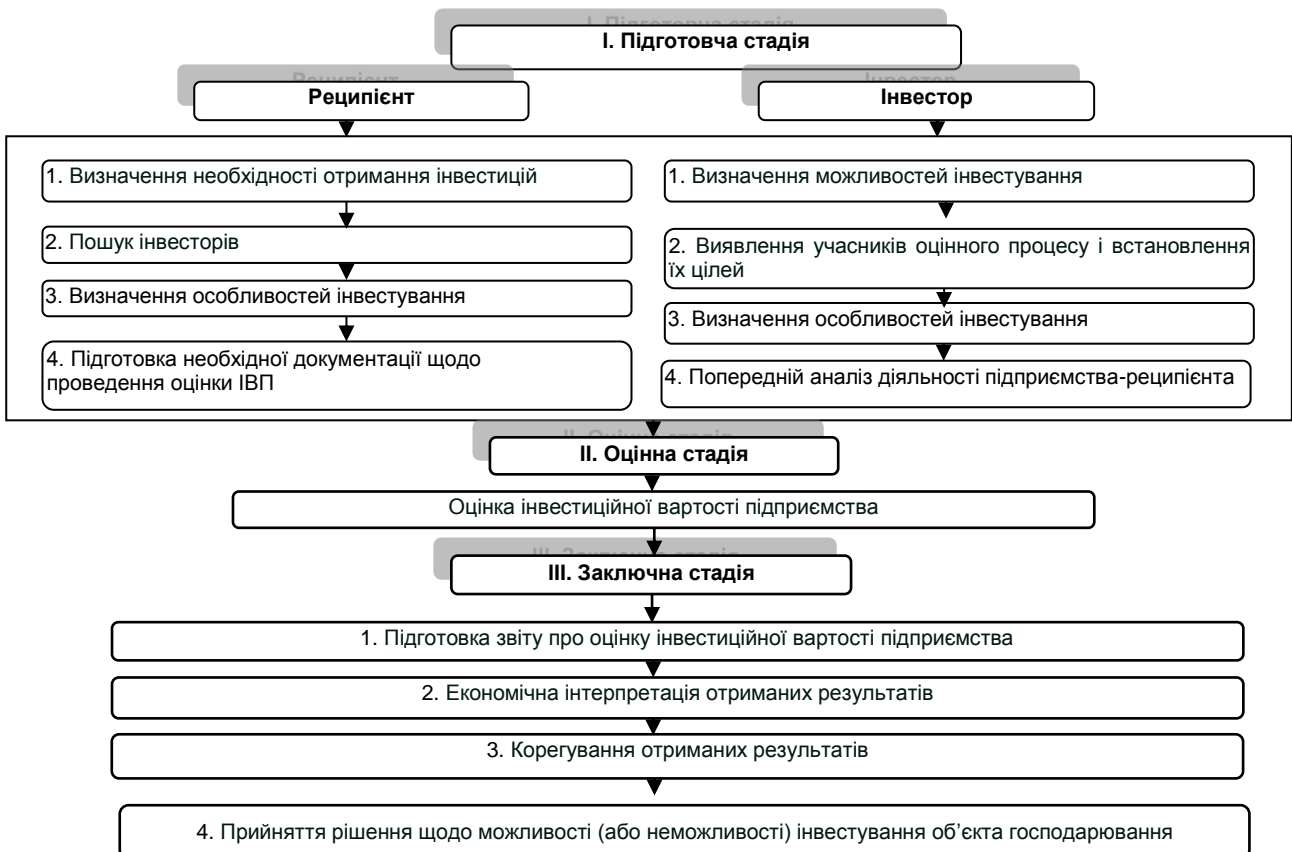


Рис. 1. Концептуальна схема оцінки інвестиційної вартості підприємства

Так, на підготовчій стадії визначається необхідність залучення та отримання інвестиційних ресурсів та їх величина; виявляються учасники процесу та їх цілі, вибирається об'єкт оцінки, встановлюються особливості інвестиційного процесу, проводиться попередній аналіз діяльності підприємства.

Для оцінної стадії характерні такі етапи: безпосередньо оцінка інвестиційної вартості підприємства, яка передбачає формування бази оцінки; вибір методу оцінки залежно від особливостей діяльності підприємства; аналіз діяльності підприємства, його оцінка та її прогнозування.

Заключна стадія передбачає складання звіту за результатами проведеної оцінки, її економічна інтерпретація, коректування даних та прийняття рішення щодо інвестування.

Перевагою запропонованої схеми є її наочність, що дозволяє суб'єктам оцінного процесу і зацікавленим особам самостійно визначати пріоритетність і важливість окремих етапів трьох стадій процесу оцінки ІВП залежно від індивідуальних вимог і умов.

Аналіз наукової літератури [7 – 10] показав, що в сучасних умовах господарювання вітчизняних підприємств для оцінки їх інвестиційної вартості слід використовувати декілька методів, які належать до різних підходів. Так, проведене опитування експертів свідчить, що найбільш прийнятними методами є методи дисконтування грошових потоків та розрахунку показника чистих активів, які відносяться до дохідного та затратного підходів. Саме такий підхід до оцінки ІВП дозволяє забезпечити баланс інтересів серед усіх учасників процесу, оскільки:

- по-перше, інвестор і реципієнт за допомогою витратного підходу може визначити мінімальний рівень ІВП, що дозволяє йому в разі настання несприятливих умов повернути витрачені кошти;

- по-друге, використання дохідного підходу дозволяє оцінити перспективи розвитку цього об'єкта, що передбачає інтереси інших зацікавлених осіб оцінного процесу, таких, як реципієнт і державні структури. Важливо, що кожен із розглянутих методів має свою сферу застосування, тоді як комбінація методів оцінки ІВП дозволить врахувати всі значущі сфери діяльності підприємства.

Підтвердженням доцільності використання комбінації методів оцінки ІВП, заснованої на витратному і прибутковому підходах, є модель Ольсена (Edwards – Bell – Ohlson valuation model (EBO)).

У моделі EBO вартість компанії виражається через поточну вартість чистих активів і дисконтування грошових потоків підприємства. Прогнозування грошових потоків у цій моделі ґрунтується на аналізі стандартної бухгалтерської звітності, що має істотні відмінності в кожній країні. Тому використання моделі Ольсена для оцінки інвестиційної вартості вітчизняних підприємств економічно необґрунтовано через розбіжності у веденні бухгалтерського обліку в Україні порівняно з іншими країнами.

Таким чином, підсумкову величину інвестиційної вартості підприємства на основі використання комбінації двох методів оцінки ІВП можна визначити за допомогою усередненого показника (V) [4, с. 64]:

$$V = \sum_{i=1}^n ViZ_i \quad (1)$$

де  $V_i$  – оцінка вартості підприємства  $i$ -м методом;  $i = 1, \dots, n$ ;  
 $n$  – кількість використаних методів;  
 $Z_i$  – вагомий коефіцієнт  $i$ -го методу.

Запропонований підхід дозволяє оцінити наявні ресурси підприємства без урахування перспектив його розвитку та впливу факторів зовнішнього середовища, що на сьогодні є ключовим моментом при прийнятті рішення щодо інвестування. Зважаючи на зазначене, в роботі було удоско-

налено методик оцінки інвестиційної вартості підприємства на основі виявлених недоліків та запропоновано алгоритм прийняття рішення щодо інвестування окремого об'єкта господарювання.

Поетапна схема удосконаленої методики розрахунку ІВП наведена на рис. 2.

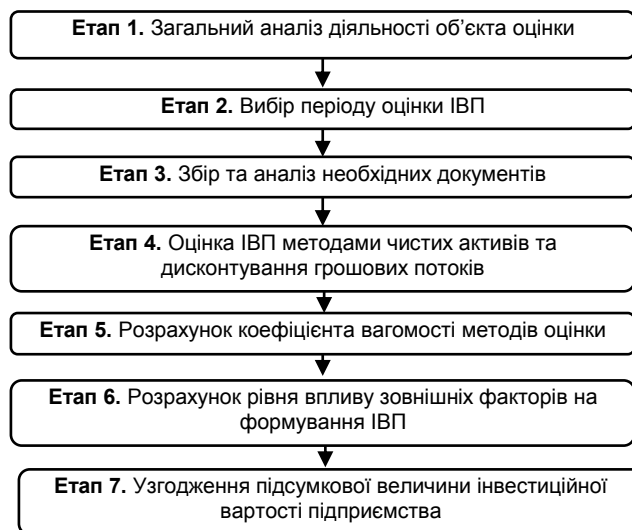


Рис. 2. Удосконалена методика оцінки ІВП

На *першому* етапі аналізуються загальнодоступні дані, які характеризують підприємство-реципієнта, та приймається попереднє рішення з боку інвестора щодо подальшого вивчення особливостей господарської діяльності та аналізу фінансового стану суб'єкта господарювання.

На *другому* етапі інвестор передбачає вибір відповідного періоду, оцінки ІВП. При цьому необхідно зазначити, що період, відповідно до якого проводиться оцінка ІВП, повинен включати не менше шести точок дослідження за кожним об'єктом оцінки, що дозволить забезпечити здобуття адекватних результатів та прийняття ефективного управлінського рішення.

Аналіз бухгалтерських документів, а саме форми 1 та 2, здійснюється на *третьому* етапі за визначені попередньо періоди.

На *четвертому* етапі відбувається оцінка за двома методами, а саме: методами чистих активів та дисконтування грошових потоків, що дає змогу забезпечити інтереси реципієнта та інвестора шляхом урахування ретроспективного стану та перспектив розвитку підприємства.

*П'ятий* етап є досить складним та відповідальним, оскільки знаходиться коефіцієнт важливості ( $z$ ) одного з двох методів оцінки ІВП, який розраховується на основі комплексного показника оцінки факторів внутрішнього середовища підприємства, що формують його інвестиційну вартість за формулою:

$$K_{I\text{ВП}}^i = \sum_{k=1}^4 \alpha_k X_k^k, \quad (2)$$

де  $K_{I\text{ВП}}^i$  – комплексний показник оцінки інвестиційної вартості підприємства;

$\alpha_k$  – коефіцієнт важливості  $k$ -го внутрішнього фактора.

Коефіцієнт важливості  $\alpha_k$  варіюється в межах від 0 до 1, при цьому сума  $\alpha_k$  за всіма факторами дорівнює 1.

Далі визначається стан внутрішніх факторів підприємства (g) у відповідному році і порівнюється з попереднім шляхом математичних перетворень за такою формулою:

$$g = (K_{\text{ВП}}^{\text{фак}} - K_{\text{ВП}}^{\text{рет}}) + (K_{\text{ВП}}^{\text{прог}} - K_{\text{ВП}}^{\text{фак}}), \quad (3)$$

де g – рівень стану внутрішніх факторів підприємства за аналізований період;

$K_{\text{ВП}}^{\text{фак}}$  – комплексний показник оцінки внутрішніх факторів підприємства на дату оцінки;

$K_{\text{ВП}}^{\text{рет}}$  – ретроспективне значення комплексного показника оцінки внутрішніх факторів підприємства;

$K_{\text{ВП}}^{\text{прог}}$  – прогнозне значення комплексного показника оцінки внутрішніх факторів підприємства.

Слід зазначити, що спочатку у формулі (1) два методи є рівнозначними, тому кожному з них привласнений коефіцієнт важливості 0,5.

Якщо значення коефіцієнта g позитивне в аналізованому періоді, це означає, що підприємство достатньо стабільно розвивається і має можливість генерувати грошові потоки в майбутньому. У цьому випадку пріоритетним при оцінці ІВП є метод дисконтування грошових потоків, коефіцієнт важливості якого розраховується відповідно до такої формули:

$$z_d = 0,5 + g, \quad (4)$$

де  $z_d$  – коефіцієнт важливості методу дисконтування грошових потоків;

g – рівень стану внутрішніх факторів підприємства.

Якщо значення коефіцієнта g негативне за досліджуваній період, у цьому випадку перевага віддається методу витратного підходу, а саме розрахунку вартості чистих активів, оскільки за аналізований відрізок часу підприємство скоротило свої можливості. У цій ситуації розрахунок коефіцієнта важливості для методу витратного підходу здійснюється за такою формулою:

$$z_3 = 0,5 - g, \quad (5)$$

де  $z_3$  – коефіцієнт важливості методу розрахунку показника чистих активів.

Необхідно зазначити, що сума  $z_d$  і  $z_3$  дорівнює одиниці. Отже, якщо один із коефіцієнтів важливості одного з методів збільшується, то коефіцієнт важливості іншого зменшується на ту ж величину.

На шостому етапі визначається рівень впливу факторів зовнішнього середовища на величину ІВП. Автор дослідження пропонує розраховувати поправний коефіцієнт ( $T_k$ ), який визначається шляхом додавання інтегральних показників рівня впливу загальнодержавних, галузевих і регіональних факторів на величину ІВП, яка визначається за формулою:

$$T_k = I_{об} + I_p + I_{от}. \quad (6)$$

Для підвищення рівня інтерпретації отриманих результатів пропонується ввести модифікований поправний коефіцієнт, що розраховується за такою формулою:

$$T_k' = T_k - 1, \quad (7)$$

де  $T_k$  – поправний коефіцієнт.

На сьомому етапі відбувається узгодження підсумкової величини ІВП за допомогою формули (1), яка трансформується у таку:

$$V = \sum_{i=1}^n V_i Z_i + \left( \sum_{i=1}^n V_i Z_i \right) \times T_k'. \quad (8)$$

Таким чином, у роботі було вдосконалено метод оцінки ІВП шляхом інтегрування результатів оцінки ІВП за двома методами, тобто оцінка ґрунтується на комбінованому методі, який заснований на розрахунку чистих активів і дисконтуванні грошових потоків. Ця комбінація дозволить не лише забезпечити детальну характеристику оцінюваного об'єкта на дату оцінки, але й збудувати прогноз подальшого розвитку підприємства, який ґрунтується на ретроспективній інформації та обліку впливу зовнішніх факторів, що є головною і необхідною умовою для інвестиційного розвитку підприємства. Запропонований авторський підхід до визначення коефіцієнта важливості кожного із зазначених методів, що дозволяє комплексно оцінити об'єкт господарювання у перспективі, це забезпечує інтереси всіх учасників оцінного процесу.

**Література:** 1. Котыш Е. Н. Теоретические основы инвестиционной стоимости предприятия / Е. Н. Котыш // Вісник Національного технічного університету "Харківський політехнічний інститут". Тематичний випуск : Технічний прогрес і ефективність виробництва : зб. наук. пр. – 2010. – № 18. – С. 139–145. 2. Про затвердження Національного стандарту № 1 "Загальні засади оцінки майна та майнових прав" : Постанова КМУ від 10.09.2003 р. № 1440 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.rada.gov.ua. 3. Грязнова А. Г. Оценка бизнеса / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 512 с. 4. Есипова В. Оценка бизнеса : учебн. пособ. / В. Есипова. – СПб. : Питер, 2003. – 324 с. 5. Круш П. В. Оцінка бізнесу : навч. посібн. / П. В. Круш, С. В. Полишук. – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 264 с. 6. Зима О. Г. Теорія та практика оцінки інвестиційної вартості підприємства машинобудівної галузі України / О. Г. Зима, О. М. Котиш // Інновації: проблеми науки та практики : монографія / під ред. д-ра екон. наук, проф. В. С. Пономаренка, д-ра екон. наук, проф. М. О. Кизима, д-ра екон. наук, проф. О. М. Ястремської. – Х. : ФОР Павленко О. Г. ; ВД "ІНЖЕК", 2010. – 304 с. 7. Зима О. Г. Узгодження підсумкової величини інвестиційної вартості підприємства / О. Г. Зима, О. М. Котиш, В. О. Підгайна // Бизнес-Информ. – 2011. – № 3. – С. 20–23. 8. Хаустова В. Є. Оцінка вартості бізнесу суб'єктів господарювання (на прикладі металургійної галузі України) : монографія / В. Є. Хаустова, І. Г. Курочкіна. – Х. : ВД "ІНЖЕК", 2009. – 268 с. 9. Firth M. Cost of government and firm value / M. Firth, S. X. Gong, L. Shan // Journal of Corporate Finance. – 2013. – No. 21(1). – Pp. 136–152. 10. Hammond R. G. A structural model of competing sellers: Auctions and posted prices / Hammond R. G. // European Economic Review. – 2013. – No. 60. – Pp. 52–68.

**References:** 1. Kotysh E. N. Teoreticheskie osnovy investitsionoy stoimosti predpriyatiya / E. N. Kotysh // Visnyk natsionalnoho tekhnichnoho universytetu "Kharkivskiy politekhnichnyi instytut". Tematychnyi vypusk : Tekhnichnyi prohez i efektyvnist vyrobnytstva : zb. nauk. pr. – 2010. – No. 18. – Pp. 139–145. 2. Pro zatverdzhennia natsionalnoho standartu No. 1 "Zahalni zasady otsinky maina ta mainovykh prav" : Postanova KМУ vid 10.09.2003 p. No. 1440 [Electronic resource]. – Access mode : www.rada.gov.ua. 3. Gryaznova A. H. Otsenka biznesa / A. G. Gryaznova, M. A. Fedotova. – M. : Finansy i statistika, 1998. – 512 p. 4. Yesipova V. Otsenka biznesa : uchebn. posob. / V. Yesipova. – SPb. : Piter, 2003. – 324 p. 5. Krush P. V. Otsinka biznesu : navch. posibn. / P. V. Krush, S. V. Polishchuk. – K. : Tsentr navchalnoyi literatury, 2004. – 264 p. 6. Zyma O. H. Teoriia ta praktyka otsinky investytsiinoi vartosti pidpriemstva mashynobudivnoi haluzi Ukrainy / O. H. Zyma, O. M. Kotysh // Innovatsii: problemy nauky ta praktyky : monohrafiya / pid red d-ra ekon. nauk, prof. V. S. Ponomarenka, d-ra ekon. nauk, prof. M. O. Kyzyma, d-ra ekon. nauk, prof. O. M. Yastremskoi. – Kh. : FOP Pavlenko O. H. ; VD "INZhEK", 2010. – 304 p. 7. Zyma O. H. Uzghodzhennia

pidsumkovoї velychyny investytsiinoї vartosti pidpryiemstva / O. H. Zy-  
ma, O. M. Kotysh, V. O. Pidhaina // Biznes-Inform. – 2011. – No. 3. –  
Pp. 20–23. 8. Khaustova V. Ye. Otsinka vartosti biznesu subiektiv  
hospodariuvannia (na prykladi metalurhiinoi haluzi Ukrainy) :  
monohrafiia / V. Ye. Khaustova, I. H. Kurochkina. – Kh. :  
VD "INZHEK", 2009. – 268 p. 9. Firth M. Cost of government and  
firm value / M. Firth, S. X. Gong, L. Shan // Journal of Corporate  
Finance. – 2013. – No. 21(1). – Pp. 136–152. 10. Hammond R. G. A  
structural model of competing sellers: Auctions and posted prices  
/ R. G. Hammond // European Economic Review. – 2013. – No. 60. –  
Pp. 52–68.

#### Інформація про автора

**Котыш Елена Николаївна** – канд. екон. наук, викла-  
дач кафедри міжнародної економіки та менеджменту ЗЕД  
Харківського національного економічного університету (61166,  
Україна, м. Харків, пр. Леніна, 9а, e-mail: EKotysh@mail.ru).

#### Информация об авторе

**Котыш Елена Николаевна** – канд. екон. наук, препода-  
ватель кафедры международной экономики и менеджмента  
ВЭД Харьковского национального экономического университета  
(61166, Украина, г. Харьков, пр. Ленина, 9а, e-mail: EKotysh@mail.ru).

#### Information about the author

**O. Kotysh** – Ph.D. in Economics, lecturer of the Department  
of International Economics and Management of Foreign Economic  
Activity of Kharkiv National University of Economics (9a Lenin  
Ave., 61166, Kharkiv, Ukraine, e-mail: EKotysh@mail.ru).

#### Рецензент

докт. екон. наук,  
професор Малярець Л. М.

Стаття надійшла до ред.  
04.04.2013 р

Àéíî³èà ò³äðè°ìñòàà òà óðäâè³íý âèðíáíèöðâî

