

This paper deals with the effective restructuring of existing businesses to the needs of the new, high-tech production ultraprecision bioengineered products from polymeric materials for various applications with the ability to control a wide range of quality at all stages of the production process.

Keywords: business, high-tech manufacturing, ultraprecision bioengineered products, polymers.

УДК 336.63

Д. В. ЛЕЛЮК, магістрант, НТУ «ХПІ»

СУЧАСНІ ПРОБЛЕМИ АДАПТАЦІЇ АЛЬТЕРНАТИВНИХ МОДЕЛЕЙ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ

У статті розглядається модель Едвардса-Белла-Ольсона як альтернатива традиційним методам оцінки вартості бізнесу, та обґрунтовується доцільність її використання при здійсненні оцінки вітчизняних підприємств в сучасних умовах.

Ключові слова: оцінка бізнесу, модель Едвардса-Белла-Ольсона, альтернативні методи оцінки бізнесу.

Вступ. Однією із найважливіших передумов прийняття релевантних фінансових рішень виступає оцінка вартості бізнесу. Саме відштовхуючись від того, як ринок оцінює функціонуючий бізнес, можна вирішувати як стратегічні питання, пов'язані із оптимізацією структури капіталу, доцільності впровадження інвестиційних проектів тощо, так і тактичні завдання, що стосуються синхронізації та оптимізації грошових потоків, зміни кредитної політики по відношенню до дебіторів тощо. Отже, від правильної оцінки вартості бізнесу значною мірою залежить формування стратегії і тактики фінансового управління, що, в свою чергу, зумовлює рівень «економічної життєздатності» підприємства в умовах ринку.

Але визнання необхідності оцінки вартості бізнесу на теоретичному рівні ще не є достатньою умовою для реального здійснення такої оцінки. Вартість бізнесу оцінюється ринком. В умовах розвиненої ринкової економіки оцінити вартість компанії можна, маючи інформацію про ринкову вартість її акцій. Але це можливо лише для тих фірм, чії акції котуються на фондовій біржі. Для малого і середнього бізнесу, який не є емітентом акцій, процес оцінки вартості суттєво ускладнюється.

Специфіка оцінки вартості бізнесу в українських реаліях полягає в тому, що вітчизняний фондовий ринок знаходиться в зародковому стані. Лише незнач-

на частина підприємств – емітентів акцій вийшла на фондові біржі міжнародного рівня. Для переважної більшості українських підприємств оцінка ринкової вартості повинна здійснюватися іншим шляхом – на основі використання економіко-математичних моделей. Поки вітчизняна економічна наука не розробила власних моделей оцінки вартості бізнесу, існує потреба у пошуку та адаптації альтернативних моделей, які б давали адекватні результати із значною долею вірогідності. Однією з таких моделей ми вважаємо модель Едвардса-Белла-Ольсона (ЕБО).

Аналіз останніх досліджень та літератури. Існуючі на сьогоднішній день методи оцінки бізнесу, що з'явилися в результаті наукових досліджень і розробок закордонних економістів таких як Модільяні Ф., Міллер М., Десмонд Г. М., Келлі Р.Е. та ін., орієнтовані здебільшого на стабільну ринкову економіку. Умови й специфіка розвитку українського ринку не дозволяють поки що з достатньою ефективністю використовувати закордонний досвід оцінювання бізнесу.

Слід звернути увагу на велику кількість робіт українських і російських авторів з питань і проблем оцінки бізнесу, до числа найбільш відомих відносяться Галасюк В. В., Григор'єв В. В., Грязнова А. Г., Федотова М. А., Ковалев В. В., Чумаченко Н. Г. та інші. Однак вони багато в чому використовують закордонні підходи й методи без належної їхньої адаптації до умов вітчизняної економіки.

На жаль, методи оцінки бізнесу, що успішно використовуються у світовій практиці, не завжди є достатньо адаптованими до умов України. Так, часто визначення окремих показників чи проведення порівнянь є неможливим в умовах вітчизняних реалій. Дослідження альтернативних методів оцінки вартості компаній та їх адаптація набувають сьогодні особливого значення.

Мета досліджень, постановка проблеми. Метою даної статті є аналіз моделі Едвардса-Белла-Ольсона як альтернативи традиційним методам оцінки вартості бізнесу та обґрунтування доцільності її використання при здійсненні оцінки вартості вітчизняних підприємств в сучасних умовах.

Матеріали досліджень. У вітчизняній практиці оцінки вартості майна найбільшого поширення дістали три методичні підходи до оцінки вартості підприємства: доходний, витратний та порівняльний. Доходний – підхід, що заснований на оцінці потоку майбутніх доходів підприємства, тобто оцінка вартості підприємств-

ва, що ґрунтується на визначенні теперішньої вартості очікуваних вигод (доходів, грошових потоків) від володіння корпоративними правами підприємства.

Витратний (майновий) – це підхід з погляду акумуляції активів. Він заснований на уявленні про підприємство як цілісний майновий комплекс, вартість якого визначається різницею між вартістю активів підприємства та його зобов'язаннями. Порівняльний (ринковий) – це підхід, заснований на тому, що вартість підприємства – це реальна ціна продажу аналогічного підприємства, тобто розрахунок вартості підприємства відбувається на основі результатів його зіставлення з іншими бізнес-аналогами.

Кожен з зазначених підходів має свої переваги та недоліки. Але використання кожного з них ускладнене в сучасних умовах функціонування вітчизняних підприємств через складність проведення досить точного прогнозування та нестачу інформації для розрахунку необхідних показників.

Модель ЕВО з'явилася наприкінці ХХ сторіччя та стала відомою завдяки серії публікацій Дж. Ольсона у 1990-1995 роках [7]. У своїх роботах Ольсон звертався до статті Е. Едвардса та Ф. Белла, опублікованої у 1961 році, що й зумовило назву моделі як Едвардса-Белла-Ольсона (ЕВО) [3, с. 29]. ЕВО являє собою модель оцінки вартості бізнесу за наступною формулою:

$$V = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(ROE - WACC_e)}{(1+r)^t}, \quad (1.1)$$

де B_0 – власний капітал (чисті активи) компанії на початок прогнозного періоду,

ROE – рентабельність власного капіталу,

$WACC_e$ – вартість власного капіталу,

E – математичне очікування,

r – ставка дисконтування.

В основі моделі лежить принцип обліку чистого приросту, що пояснює балансову умову динаміки чистих активів (формула 1.2). Згідно цього принципу, чисті активи у поточному році дорівнюють сумі чистих активів у попередньому році та чистого прибутку у поточному році, за вирахуванням дивідендів.

$$B_t = B_{t-1} + x_t - d_t, \quad (1.2)$$

де B_t – сума чистих активів у поточному році,

B_{t-1} – сума чистих активів у попередньому році,

x_t – чистий прибуток у поточному році,

d_t – сума чистих (узагальнених) дивідендів у поточному році, тобто різниця між розподіленим прибутком та зовнішніми інвестиціями.

Аналогічно модель ЕВО розглядає сукупну вартість бізнесу як поточну балансову вартість чистих активів, скориговану відповідно до ринкових цін, та суму усіх чистих приростів активів у майбутньому. Отже, згідно моделі, передбачається прогнозування лише різниці між рентабельністю власного капіталу та вартістю його використання. Такий підхід дозволяє суттєво знизити вплив суб'єктивного та зменшити відхилення прогнозованих результатів від реальних значень, порівняно з методом дисконтованих грошових потоків [3, с. 11]. Відсоток перевищення рентабельності акціонерного капіталу компанії над вартістю його використання, теоретично, є більш простим об'єктом для прогнозування, ніж абсолютна величина грошових потоків, що значно підвищує точність кінцевої оцінки і суттєво знижує рівень суб'єктивізму та невизначеності.

Результати досліджень. На практиці часто вартість бізнесу розділяють на дві складові: вартість грошових потоків протягом певного визначеного прогнозного періоду та вартість підприємства у кінці такого періоду (термінальна або постпрогнозна вартість). Термінальна вартість згідно моделі ЕВО є ліквідаційною, тобто розраховується для умов ліквідації підприємства у кінці прогнозного періоду. У цьому випадку формула ЕВО має наступний вигляд:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{x_t}{(1+r)^t} + \frac{B_T}{(1+r)^T}, \quad (1.3)$$

де x_t – приріст активів у році t ,

r – ставка дисконтування,

B_T – вартість чистих активів компанії на кінець прогнозного періоду,

T – кількість років у прогнозному періоді.

Така модель розрахунку базується на даних бухгалтерської звітності, скоригованих з урахуванням ринкових цін, тобто встановлює достатні формальні зв'язки між оцінкою бізнесу та обліковими даними. В той самий час, на відміну від витратного підходу, модель ЕВО враховує перспективи розвитку бізнесу у майбутньому.

Модель ЕВО відноситься до доходного методу оцінки, адже вона визначається на основі суми дисконтованих майбутніх приростів чистих активів. Водно-

час дана модель відноситься до витратного методу, адже цінова основа моделі – це вартість її чистих активів. Саме цей синтез двох кардинально різних підходів до оцінки бізнесу зумовлює універсальність та адаптивність моделі до різних економічних умов.

Варто відмітити, що модель ЕВО має ряд недоліків. Основною перепорою до використання моделі є невиконання на практиці принципу обліку чистого приросту. Тобто, у вітчизняному та зарубіжному законодавствах існує багато можливостей збільшення або зменшення чистих активів компанії без відображення змін на рахунках компанії, таких як переоцінка активів, прибуток за рахунок курсових різниць тощо.

Крім того, хоча модель ЕВО і є більш прийнятною для українського ринку, ніж традиційні моделі оцінки, вона все ж складніша для розрахунку показника вартості використання акціонерного капіталу. У фінансовій звітності чи іншій обліковій документації компанії немає інформації для його розрахунку, не завжди вона доступна і в інсайдерських джерелах. Отже, дана модель ще потребує адаптації до вітчизняного ринку.

На наш погляд, адаптація моделі до вітчизняних реалій потребує уточнення розрахунку різниці ROE-WACC. Розрахунок цього показника пов'язаний з труднощами визначення вартості власного капіталу компанії.

Ряд вчених пропонує використовувати замість WACC рентабельність власного капіталу, середню для галузі [2, с. 34]. У цьому випадку формула розрахунку вартості бізнесу набуває наступного вигляду:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{B_t(ROE_t - ROE_c)}{(1+r)^t} + \frac{B_T}{(1+r)^T}, \quad (1.4)$$

де ROE – рентабельність власного капіталу компанії,

ROE_c – рентабельність власного капіталу, середня для галузі,

r – ставка дисконтування,

B_T – вартість чистих активів компанії на кінець прогнозного періоду,

T – кількість років у прогнозному періоді.

Різниця між рентабельністю власного капіталу компанії та середня для галузі показує, на скільки відсотків показник компанії перевищує середньогалузевий, тобто демонструє понадприбутки.

Припустимо, що різниця між середньогалузевою рентабельністю власного капіталу та рентабельність власного капіталу компанії зростає на g відсотків щорічно. На даному етапі розрахунків немає потреби у прогнозуванні зміни рентабельності власного капіталу, прогнозується лише понаднормова рентабельність. Тому замінимо вираз $ROE_t - ROE_c$ на коефіцієнт k . Тоді формула моделі ЕВО набуває наступного вигляду:

$$V = \frac{B_T + B_0(k+g)^T}{(1+r)^T} = \frac{B_0 + 2B_0(k+g)^T}{(1+r)^T}, \quad (1.5)$$

де k – понаднормова рентабельність власного капіталу компанії,
 g – середній щорічний ріст рентабельності власного капіталу компанії,
 r – ставка дисконтування,
 B_0 – вартість чистих активів на початок прогнозного періоду,
 B_T – вартість чистих активів компанії на кінець прогнозного періоду,
 T – кількість років у прогнозованому періоді.

Формула 1.5 є спрощеною, але більш зручною для практичного використання. Вона потребує прогнозування лише показника g , який можна розрахувати, базуючись на аналізі динаміки показника k за останні декілька років. На нашу думку, показник k є настільки зручним у розрахунку, що може слугувати основою для складання рейтингів компаній у галузі тощо.

Висновки. Використання загальноприйнятих методів розрахунку вартості бізнесу для вітчизняних компаній обмежується рядом як об'єктивних, так і суб'єктивних факторів. Серед таких факторів слід зазначити специфіку макроекономічних умов, нестабільне політичне становище, специфіку користувачів інформації тощо. В Україні зовнішнє для бізнесу середовище висуває низку нетипових критеріїв, що відчутно збільшують похибку у розрахунках вартості підприємства традиційними методами. Це зумовлює необхідність пошуку альтернативних шляхів оцінки бізнесу та їх адаптації до українських реалій. Ми вважаємо, що однією з найбільш прийнятних до використання моделей є модель ЕВО. Проведений нами аналіз показав не тільки переваги, але й недоліки використання моделі ЕВО, такі як невиконання на практиці принципу обліку чистого прибутку, на якому базується модель, та труднощі розрахунку окремих її показників. Не дивлячись на це, модель є дієвою та відповідає більшості критеріїв, визначених для моделі оцінки бізнесу в Україні. Подальші дослідження в цьому

напрямку вимагають проведення необхідних розрахунків на основі фінансової звітності певної репрезентативної вибірки вітчизняних підприємств, аналізу відхилення отриманих результатів від розрахованих за моделлю, узагальнення результатів та внесення уточнень до моделі ЕВО з метою її максимальної адаптації до вітчизняних реалій.

Список літератури: 1. Бриггем Ю. Финансовый менеджмент: Полный курс./Ю.Бриггем, Л. Гапенски. – В 2 т. – СПб.: Экономическая школа, 2007. – 625 с. 2. Бухвалов А. В. Исследование зависимости между фундаментальной ценностью и рыночной капитализацией российских компаний/ А.В. Бухвалов, Д.Л. Волков// Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент (1), 2005: сс. 26–44. 3. Волков Д. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости/Д.Волков// Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент (3), 2005: сс. 3–36. 4. Волков Д. Л. Основы финансового учета/Д.Л. Волков. – СПб.: Изд-во С.-Петербургского ун-та, 2005. – 320 с. 5. Волков Д. Показатели результатов деятельности организации в рамках VBM./ Д. Волков //Российский журнал менеджмента. – т. 3, № 2. – 2005. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/management/finance/valman/performance_measures_vbm.shtml. 6. Есинов В.Е. Оценка бизнеса /В.Е.Есинов, Г.А.Маховикова, В.В.Терехова. – СПб.: Питер, 2006. – 464 с. 7. Герасимов Н. Применение модели Ольсона в оценке стоимости компании. – 2008. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.cfin.ru/finanalysis/value_ohlson.shtml?printversion. 8. Григорьев В.В. Оценка предприятия: теория и практика/В.В.Григорьев, М.А.Федотова. – М.:ИНФРА-М, 1997. – 320 с. 9. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса: учебное пособие/ А.Г.Грязнова, М.А.Федотова. – М.:Финансы и статистика,2001. – 514 с.

Надійшла до редакції 22. 01.2013

УДК 336.63

Сучасні проблеми адаптації альтернативних моделей оцінки вартості українських підприємств / Лелюк Д. В. // Вісник НТУ «ХПІ». Серія: Актуальні проблеми управління та фінансово-господарської діяльності підприємства – Харків: НТУ «ХПІ». – 2013. – №7(981). – С. 71–77. – Бібліогр.: 9 назв.

В статье рассматривается модель Эдвардса-Белла-Ольсона как альтернатива традиционным методам оценки стоимости бизнеса, и обосновывается целесообразность ее использования при оценке отечественных предприятий в современных условиях.

Ключевые слова: оценка бизнеса, модель Эдвардса-Белла-Ольсона, альтернативные методы оценки стоимости бизнеса.

The article deals with the EVO model as the alternative to traditional business valuation methods. The expediency of the model use in the assessment of domestic enterprises in the modern conditions is proved.

Key words: business valuation, EVO model, alternative business valuation methods.

УДК 658.14

Ю. І. ЛЕРНЕР, канд. екон. наук, проф., НТУ «ХПІ»,
А. В. ЛУЦЮК, студент, НТУ «ХПІ».

МЕТОДИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ БАНКІВСЬКОГО БІЗНЕСУ

У роботі пропонується методика по оцінці вартості банківського бізнесу на основі трьох підходів: прибутковий, ринковий, витратний. Базовим підприємством було обрано ЗАТ «Фінансовий союз банк». Був проведений аналіз діяльності і фінансового стану досліджуваного об'єкту. Як результат були виявлені основні проблеми в діяльності банку і важливі переваги, які можуть підвищити його вартість.

© Ю. І. Лернер, А. В. Луцюк, 2013