

УДК 657.15(07)

Олександра Ралко

Oleksandra Ralko

**ОБМЕЖЕННЯ У ЗАСТОСУВАННІ ДОХІДНОГО ПІДХОДУ
ДО ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА****LIMITATIONS IN THE USE OF INCOME APPROACH
TO COST VALUATION OF A COMPANY**

В умовах складної економічної ситуації, в якій наразі перебуває українська економіка, нерозвиненості фондового ринку, відсутності публічної інформації про операції з купівлі-продажу підприємств постає питання про вибір оптимального за таких умов підходу до оцінювання вартості підприємства, який мав би високий рівень достовірності. У результаті теоретичного аналізу сутності дохідного підходу до вартості підприємства визначено, що вартість підприємства згідно з цим підходом – це визначення поточної вартості майбутніх доходів підприємства на основі ретроспективної інформації з урахуванням ризиків, які принесе подальша господарська діяльність підприємства, або доходи, які можна буде отримати у разі його продажу. Дослідження інформаційних джерел, що необхідні для здійснення оцінювання за дохідним підходом, дало змогу дійти висновку, що на основі публічної інформації щодо макроекономічних показників розвитку країни, регіону, галузі складно з високою достовірністю визначати вартість підприємства. Проведено аналіз основних методів оцінювання вартості підприємства в рамках дохідного підходу, який дав можливість сформулювати основні переваги, недоліки та обмеження у застосуванні методу прямої капіталізації доходу та методу дисконтованих грошових потоків. Визначено, що для високої достовірності прогнозу майбутніх доходів підприємства необхідна відносна стабільність діяльності самого підприємства та середовища, в якому воно працює.

Ключові слова: оцінювання, вартість, підприємство, дохідний підхід, методи оцінювання.

Актуальність проблеми (постановка проблеми). В умовах погіршення економічної ситуації в Україні, високих темпів інфляції визначення вартості підприємства та його активів ускладнюється. Оцінювання вартості підприємства проводиться в таких випадках: при купівлі-продажу акцій підприємства на фондовому ринку; при застосуванні вартісно-орієнтованої моделі управління підприємством з метою визначення його поточної та майбутньої ефективності; при прийнятті різних видів інвестиційних рішень; при купівлі-продажу підприємства; при реструктуризації, ліквідації, злитті або поглинанні підприємства; для встановлення частки співвласників у випадках необхідності; для встановлення кредитоспроможності підприємства; при отриманні кредиту; при страхуванні майна тощо. Множинність випадків необхідності оцінювання підприємства обумовлює необхідність у правильному виборі підходу до його оцінювання, тому що достовірність оцінювання багато в чому залежить як від правильного вибору сфери його застосування, так і від методу, яким це оцінювання буде проводитися.

Аналіз останніх джерел досліджень і публікацій. Активні процеси реструктуризації, злиття, поглинання, залучення інвестицій, популярність впровадження моделі вартісно-орієнтованого управління обумовили велику увагу як вітчизняних, так і зарубіжних вчених до проблем оцінювання підприємства. Серед вчених, які займалися дослідженнями підходів до оцінювання підприємств, варто відзначити О. С. Стоянову, Р. Брейлі і С. Майерса [1], В. Є. Єсіпова [2], Т. В. Момот [3], Н. А. Мамонтова [4], О. У. Брезицьку [5], В. Є. Хаустову та О. І. Матюшенко [6], О. М. Бачинську [7], П. В. Карцева [8], О. О. Уколову [9], Е. Нікбахт та А. Гропеллі [10]. Найпоширенішими підходами до оцінювання підприємства є дохідний, витратний та порівняльний (ринковий). Оскільки застосування витратного підходу пов'язують, як правило, з випадками необхідності страхування або ліквідації підприємства, порівняльний, або ринковий, підхід застосовується для розвинених ринків, то найпоширенішим підходом до оцінювання підприємства в інших випадках слугує саме дохідний. На наш погляд, недостатньо вивченими залишаються питання обмежень, переваг та недоліків застосування саме дохідного підходу до оцінювання підприємства в сучасних ринкових умовах України.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою статті є узагальнення та аналіз існуючих теоретичних і прикладних аспектів застосування дохідного підходу до оцінювання вартості підприємства для визначення переваг і недоліків його використання в сучасних економічних умовах України.

Викладення основного матеріалу дослідження. Застосування дохідного підходу до оцінювання діяльності підприємства передбачає, що основоположним чинником визначення вартості підприємства є його дохід, таким чином, чим вищий дохід підприємства, тим вища його ринкова вартість. Для проведення оцінювання використовуються як ретроспективна інформація щодо дохідності підприємства за попередні періоди, так і прогноз прибутковості на майбутні періоди з урахуванням ризиків на макро- і мікрорівнях.

Визначення вартості підприємства згідно з дохідним підходом – це визначення поточної вартості майбутніх доходів підприємства на основі ретроспективної інформації з урахуванням ризиків, які принесе подальша господарська діяльність підприємства, або доходів, які можна буде отримати у разі його продажу.

Оцінювання підприємства із застосуванням методів дохідного підходу ґрунтується на принципі очікування і принципі найбільш ефективного використання. Принцип очікування побудований на тому, що потенційний покупець не заплатить за підприємство або частку в ньому більше, ніж вона може принести йому доходів у майбутньому. Принцип найбільш ефективного використання ґрунтується на тому, що об'єкт оцінювання буде використовуватися «по максимуму» своїх можливостей і, відповідно, приносити максимально можливий дохід без істотних інвестицій у його діяльність.

Основними джерелами інформації, що використовуються для оцінювання вартості підприємства методами дохідного підходу, є [3, с. 77–78]:

- фінансова звітність, аудиторські висновки, дані бухгалтерського обліку, інформація про дивіденди, виплачені акціонерам, інформація про інвестиційні проекти, а також повна ретроспективна інформація про попередні операційні періоди діяльності об'єкта оцінювання;
- інформація про економічну ситуацію і тенденції розвитку галузі та регіону, в яких працює підприємство, а також про загальну макроекономічну ситуацію в країні;
- бізнес-плани, а також інші документи, які можуть бути придатними для прогнозування майбутніх грошових потоків об'єкта оцінювання;
- інформація про внутрішні і зовнішні ризики діяльності підприємства;
- інформація про котирування акцій об'єкта оцінювання, аналогічних об'єктів у галузі, при необхідності регіону, їх динаміки, а також інформація про рівень розвиненості фондового ринку в цілому.

Власне, вже виходячи із сутності дохідного підходу до оцінювання вартості підприємства та інформації, яка потрібна для проведення оцінювання, можна зробити попередній висновок про основні недоліки використання дохідного підходу до оцінювання підприємства на практиці в Україні.

Публічно доступна інформація по розвитку певної галузі часто не дає можливості складання повноцінної оцінки і тим більше створення достовірного прогнозу розвитку ринку. В умовах нестабільної як економічної, так і політичної ситуації в Україні достовірність прогнозу її макроекономічного розвитку буде досить низькою. В умовах нерозвиненості вітчизняного фондового ринку практично відсутня інформація про котирування акцій як підприємства, так і інших суб'єктів у галузі й регіоні. На основі неповної і недостатньої інформації досить складно достовірно оцінити внутрішні та зовнішні ризики діяльності підприємства.

Для подальшого аналізу переваг і недоліків застосування дохідного підходу до оцінювання вартості підприємства розглянемо основні методи, які використовуються в рамках цього підходу.

Традиційно основними методами в рамках дохідного підходу до оцінювання діяльності підприємства є метод прямої капіталізації доходів і метод опосередкованої капіталізації доходів, або метод дисконтованих грошових потоків.

Метод прямої капіталізації доходу застосовується у разі, якщо грошові потоки підприємства стабільні або мають стабільний прогнозований приріст, і отримання доходів від операційної діяльності не обмежене в часі. При цьому капіталізація доходу – це перетворення майбутніх періодичних і рівних або стабільно змінюваних за величиною доходів, очікуваних від об'єкта оцінювання, в його вартість на дату оцінювання шляхом ділення величини цих доходів на відповідну ставку капіталізації, яка відображає норму прибутку (ставку доходу на капітал) і норму повернення (простого відшкодування) капіталу через механізм амортизації. До методів капіталізації доходів відносяться метод капіталізації чистих грошових потоків, метод капіталізації валових грошових доходів та метод капіталізації прибутку. Оскільки при застосуванні цих методів за основу капіталізації беруться різні характеристики майбутніх доходів підприємства, що оцінюється, то і ставки капіталізації будуть відрізнятися одна від одної [6]. Для розрахунку ставки капіталізації спочатку розраховується ставка дисконтування, яка коригується на періодичний темп приросту або спаду доходу. Таким чином, ставка капіталіза-

ції, як правило, нижча ставки дисконтування. Варто відзначити, що існує ряд методів, за допомогою яких можна визначити ставку капіталізації, а саме: метод ринкової екстракції для ідентичних об'єктів і метод ринкової екстракції для різнорідних об'єктів. Метод ринкової екстракції для ідентичних об'єктів ґрунтується на статистичній обробці ринкової інформації про величину чистого операційного доходу та цін продажу ідентичного об'єкта. Метод ринкової екстракції для різнорідних об'єктів застосовується у разі, коли як аналог можна підібрати тільки достатньо далекі один від одного за характеристикою об'єкти [6]. Але їх застосування припускає, що існує достатня кількість інформації про угоди купівлі-продажу в публічному доступі, яка в Україні відсутня.

Таким чином, метод прямої капіталізації є недоцільним для застосування на підприємствах, доходи і витрати яких не є стабільними за однакові проміжки часу; які проходять процес реструктуризації; є збитковими; знаходяться на стадії зародження або зростання життєвого циклу.

Як перевагу застосування методу прямої капіталізації варто відзначити відносну простоту розрахунку.

Серед недоліків застосування методу прямої капіталізації варто відзначити можливість неправильного прогнозу доходу, його темпу зростання або спаду, а також обмеження щодо його застосування, перелічені вище.

Метод дисконтованих грошових потоків застосовується в тому випадку, коли майбутні грошові потоки підприємства нестабільні, і є можливість обґрунтовано прогнозувати зміну грошових потоків підприємства в майбутньому, причому отримання доходів обмежене в часі. При цьому дисконтування грошового потоку є перетворенням майбутніх грошових потоків (доходів), очікуваних від об'єкта оцінювання, в його вартість на дату оцінювання з використанням відповідної ставки дисконтування. Ставка дисконтування відображає норму доходу, при якій інвестор згоден інвестувати в підприємство. Ставка дисконтування розраховується за укрупненим і кумулятивним методами. Згідно з укрупненим методом ставка дисконтування визначається як середньозважена вартість капіталу, яка враховує вартість власного (акціонерного) капіталу і вартість позикових коштів. Варто відзначити, що укрупнений метод застосовується лише для відкритих акціонерних товариств, і його не зможуть застосувати підприємства, в яких немає достатньої статистичної інформації для розрахунку коефіцієнта чутливості показників прибутковості власних цінних паперів до зміни ринкового (систематичного) ризику, а також ті підприємства, які не мають можливості знайти підприємство-аналог, коефіцієнт чутливості якого вони могли б використовувати у власних розрахунках. Згідно з кумулятивним методом ставка дисконтування визначається як сума мінімальної реальної ставки дисконтування, яка відображає відносно безризикове вкладення грошей, наприклад, у державні облигації, темпу інфляції та премії за ризик. Використання такого методу розрахунку ставки дисконтування найбільше підходить для українських підприємств, з одного боку, враховуючи, нерозвиненість фондового ринку, з другого, – застосування цього методу не обмежується тільки відкритими акціонерними товариствами.

Недоліками кумулятивного методу є складність встановлення рівня інфляції при досить нестабільній економічній ситуації в Україні, а також встановлення премії за ризик як з причини загальної нестабільності, так і через відсутність загальноприйнятої методики її розрахунку. Таким чином, визначення премії за ризик можна розцінювати як суб'єктивне оцінювання ризикованості інвестором.

При використанні методу дисконтування грошових потоків або методу опосередкованої капіталізації доходу передбачається, що отримання доходів обмежене в часі. Таким чином, необхідно встановити тривалість «життя» підприємства.

Для підприємств, що вже тривалий час працюють на ринку, тривалість прогнозного періоду відповідає залишковому ефективному терміну «життя» бізнесу і відображає можливість прогнозування термінів отримання доходів від діяльності підприємства з високим ступенем імовірності їхнього одержання, без додаткових, істотних фінансових вкладень в оцінюване підприємство.

Ефективний прогнозований термін життя, що залишився, може бути обмежений терміном економічного життя продукту, строком економічного життя товару, моральним і фізичним зносом устаткування і технологій виробництва, термінами оренди виробничих та офісних приміщень, перспективами ринку, на якому працює підприємство, що оцінюється.

Тривалість прогнозного періоду, як правило, є мінімальним значенням з зазначених нижче періодів [8]:

- типовий термін, на який стратегічні інвестори зазвичай «входять» у бізнес, аналогічний розглянутому;
- період, протягом якого щорічні показники діяльності підприємства можуть бути спрогнозовані з найбільш високим ступенем достовірності (на практиці – 5-10 років);

– період, після закінчення якого підприємство в довгостроковій перспективі буде генерувати або постійні грошові потоки, або грошові потоки, що мають стійкі темпи зміни.

Протягом прогнозного періоду грошові потоки підприємства, зазвичай, прогноуються окремо для кожного року, але можливий і більш короткий період – наприклад, щомісячно або поквартально.

Як переваги застосування методу дисконтованих грошових потоків слід відзначити універсальність і конкретність, оскільки розглядається конкретний період часу та конкретна динаміка доходів і витрат за цей період. Крім цього, при розрахунку розглядаються як інтереси власника, так і інтереси кредитора (інвестора), враховується доцільність спільного використання сукупності активів підприємства, власного і позикового капіталу, можливість застосування для підприємств, що знаходяться на будь-якій стадії розвитку життєвого циклу.

Серед недоліків застосування методу опосередкованої капіталізації доходів, або методу дисконтування грошових потоків варто відзначити можливість неправильного прогнозу доходів і витрат, складність і суб'єктивність визначення ставки дисконтування, суб'єктивність у визначенні терміну «життя» підприємства, непридатність для оцінювання збиткових підприємств та підприємств з активами, що не використовуються в процесі виробничо-господарської діяльності.

Таким чином, не існує оптимального методу, який міг би бути універсальним, а вибір оптимального методу залежить від наявності інформації про прогнозовані доходи від використання об'єкта оцінювання, стабільності їх отримання та мети оцінювання.

Висновки. На основі викладеного можна дійти висновку про те, що в основі визначення доцільності дохідного підходу до визначення вартості підприємства лежить виконання такої умови: для високої достовірності прогнозу майбутніх доходів підприємства необхідною є порівняльна стабільність як самого підприємства, так і середовища, в якому воно працює.

В цілому, існують очевидні переваги дохідного підходу до оцінювання вартості підприємства, такі як: розгляд підприємства як цілісно-майнового комплексу, всі активи якого повинні бути використані найбільш ефективним способом; можливість застосування для підприємств на будь-якій зі стадій розвитку; порівняльна універсальність; урахування потенціалу підприємства; урахування інтересів як кредитора, так і власника підприємства.

Але в існуючих умовах вартість підприємства, розрахована згідно з дохідним підходом, не матиме високої достовірності. Результат такого оцінювання буде скоріше суб'єктивним поглядом самого оцінювача на діяльність підприємства, тенденції розвитку галузі, регіону і загальної макроекономічної ситуації в країні. В умовах нерозвиненості українського фондового ринку, практичної відсутності публічної інформації про ринок купівлі-продажу, злиттів і поглинань компаній, нестабільності макроекономічної ситуації в країні застосування дохідного підходу не є доцільним.

Подальшим напрямом дослідження буде визначення оптимального підходу та методів, за допомогою яких можна визначити вартість підприємства з високою достовірністю в умовах обмеженості публічної інформації та значних коливань макроекономічних показників розвитку країни.

Список використаної літератури

1. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. Н. Барышниковой с 7-го международного изд. – [2-е рус. изд.] – М. : Олимп-Бизнес, 2008. – 1008 с.
2. Есипов В. Е. Оценка бизнеса / Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. – С.Пб : Питер, 2001. – 416 с.
3. Момот Т. В. Оценка стоимости бизнеса: современные технологии / Т. В. Момот. – Х. : Фактор, 2007. – 224 с.
4. Мамонтова Н. А. Управління вартістю компанії: теоретико-методологічні аспекти / Н. А. Мамонтова // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 8 (110). – С. 135–139.
5. Брезицька О. В. Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства / О. В. Брезицька // Економіка, фінанси, право. – 2010. – № 1. – С. 3–8.
6. Хаустова В. Є. Методологічні засади визначення вартості підприємства / В. Є. Хаустова, О. І. Матюшенко // Проблеми економіки. – 2009. – № 4. – С. 57–76.
7. Бачинская О. М. Подходы к определению стоимости предприятия / О. М. Бачинская // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2011. – № 4. – С. 99–102.
8. Карцев П. В. Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса / П. В. Карцев, А. А. Аканов // Вопросы оценки. – 2012. – № 2. – С. 2–19.
9. Уколова О. О. Сучасні методичні підходи до оцінювання вартості підприємства / О. О. Уколова // Управління розвитком. – 2013. – № 14 (154). – С. 147–150.
10. Нікбахт Е. Фінанси / Е. Нікбахт, А. Гропеллі ; пер. з англ. – К. : Основи, 1993. – 383 с.

References

1. Breyly, R. & Mayers, S. (2008) *Pryntsypy korporatyvnykh fyansov*. 2nd ed. Moscow: Olymp-Biznes, 1008 s.
2. Esypov, V. E., Makhovykova, H. A., Terekhova, V. V. (2001) *Otsenka biznesa*. St. Petersburg: Piter, 416 s.
3. Momot, T. V. (2007) *Otsenka stoimosti biznesa: sovremennye tekhnologii*. Kharkiv: Faktor, 224 s.
4. Mamontova, N. A. (2010) *Upravlinnya vartystyu kompaniyi: teoretyko-metodolohichni aspekty*. *Aktual'ni problemy ekonomiky*, 8 (110), s. 135–139.
5. Brezyts'ka, O. V. (2010) *Suchasni metodychni pidkhody do otsinky vartosti pidpryyemstva*. *Ekonomika, finansy, pravo*, (1), s. 3–8.
6. Khaustova, V. Ye. & Matyushenko, O. I. (2009) *Metodolohichni zasady vyznachennya vartosti pidpryyemstva*. *Problemy ekonomiky*, (4), s. 57–76.
7. Bachinskaya, O. M. (2011) *Podkhody k opredeleniyu stoimosti predpriyatiya*. *Naukovyy visnyk: Finansy, banky, investytsiyi*, (4), s. 99–102.
8. Kartsev, P. V. & Akanov, A. A. (2012) *Obzor praktiki primeneniya dokhodnogo podkhoda k otsenke biznesa*. *Vo-prosy otsenki*, (2), s. 2–19.
9. Ukolova, O. O. (2013) *Suchasni metodychni pidkhody do otsinyuvannya vartosti pidpryyemstva*. *Upravlinnya roz-vytkom*, 14 (154), s. 147–150.
10. Nikbakht, E. & Hropelli, A. (1993) *Finansy*. Kyiv: Osnovy, 383 s.

Oleksandra Ralko

LIMITATIONS IN THE USE OF INCOME APPROACH
TO COST VALUATION OF A COMPANY

The deteriorating economic situation in Ukraine, high inflation, valuation of a company and its assets is complicated. Multiple occasions of the need to assess the company necessitate right choice of the approach to its valuation.

The purpose of the article consists in the synthesis and analysis of existing theoretical and applied aspects of the application of income approach to valuation of the company to determine advantages and disadvantages of its use in current economic conditions in Ukraine.

In difficult economic situation of Ukrainian economy, stock market immaturity, lack of public information about purchases and sales of companies the question of the optimal choice of approach to the assessment of company value that would have a high level of reliability is raised.

As a result of theoretical analysis of the essence of income approach to company valuation it is stated that the value of the company according to this approach is the determination of the present value of future earnings of the company on a retrospective basis in relation to the risks that will bring further economic activity of the company, or the income that will be obtained if the company will be sold. The research of information sources needed for the assessment by income approach allows to conclude that on the basis of public information on macroeconomic indicators of the development of the country, the region, the industry it is difficult to determine the value of the company with high accuracy.

The analysis of the main methods of assessment of company value according to income approach allows to formulate the main advantages, disadvantages and limitations in applying the method of direct capitalization and the method of discounted cash flow. It is determined that for high reliability of the forecast of future business income a relative stability of company activity and the environment in which it operates are necessary.

In the conditions of underdevelopment of Ukrainian stock market, the absence of public information about the sale and purchase market, mergers and acquisitions, the instability of the overall macroeconomic situation in the country using income approach is not appropriate.

A further area of research is to determine the optimal approach and methods that can help to determine the value of the company with high reliability on the basis of limited public information and significant fluctuations in macroeconomic development of the country.

Keywords: *assessment, cost, company, income approach, methods of valuation.*

Рецензенти: В. М. Яценко, д.е.н., професор; О. В. Коломицева, д.е.н., професор, зав. кафедри економічної кібернетики та маркетингу Черкаського державного технологічного університету.