

визначити показники економічної діяльності підприємств для їх аналізу по групах в залежності від організаційно-правової структури з метою оцінки внеску підприємств у економічний розвиток країни;

з метою раціоналізації форм господарювання слід переглянути державну політику щодо великих підприємств та їх об'єднань, зокрема сприяти галузевій корпоратизації на основі вертикальної інтеграції;

з метою підвищення конкурентоспроможності промисловості в умовах міжнародної конкуренції і поширення процесів злиття та поглинання слід переглянути антимонопольну політику, яка не повинна перешкоджати створенню інтегрованих корпоративних структур у наукомістких галузях;

з огляду на втрату Україною позицій на внутрішньому і зовнішніх ринках високотехнологічної продукції й обмеженість можливостей прямої державної підтримки інноваційних структур, особливу увагу слід приділити партнерству держави і бізнесу в межах національної і регіональних інноваційних систем;

державна має перейти від підтримки галузей до підтримки вертикальних комплексів;

необхідно забезпечити державну підтримку розвитку регіональних кластерів на основі кооперації великих промислових і сільськогосподарських підприємств, які можуть дати поштовх відродженню легкої промисловості.

Література

1. Діяльність суб'єктів господарювання 2010 рік: Стат. збірник /Державна служба статистики України. – К., 2011. – 447 с.
2. Пересада А.А.Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2010
3. Економіко-статистичний огляд діяльності Технологічного парку «ІЕЗ ім. Є. О. Патона» в 2000 - 2010 рр. / Національна академія наук України. Інститут електрозварювання ім. Є.О. Патона.
4. Експрес-випуск Держкомстату України №12 від 20.01.2011 //
5. Плетньов Д.А. Теорія та практика формування економічної стратегії держави: Монографія. – К.: НИСД, 2009. –336 с.
6. Наукова та інноваційна діяльність в Україні: Статистичний збірник / Держкомстат України. – К., 2010. – 347с.
- 7.Швиданенко О.А. Окремі показники діяльності суб'єктів господарювання державного сектору економіки в промисловості за 2009 р.- К.:Основи, 2010
8. Технологічна модернізація промисловості України / За ред. Л.І. Федулової – К., 2008. – 472 с.
- 9.Черваньов Д.М. Інвестиційний потенціал підприємств. – К.: Лібра,2009
10. Яковец Ю.В. Глобализация и взаимодействие цивилизаций. – М., 2007. –371 с.

Статья поступила в редакцию 30.05.2012

Ю.В. ОХВАТ,

Донецкий национальный технический университет

РАСЧЕТ СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ МЕТОДА ЭКСПЕРТНЫХ ОЦЕНОК

Основным вектором развития в принятой Программе экономических реформ на 2010-2014 годы под названием «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава» [1], реализуемой Президентом Украины, является обеспечение стабильного экономического развития на основе повышения конкурентоспособности экономики государства в целом. Конкурентоспособность экономики государства основана, прежде всего, на стоимости его производственного потенциала – промышленных предприятий национальной экономики.

В Украине, начиная с 1990-х годов,

практически за бесценок были распроданы десятки крупных государственных предприятий путем доведения их до банкротства, а затем последующей распродажи имущества частным инвесторам по остаточной стоимости. От такой «распродажи» бюджет государства понес колоссальные убытки, а экономика в целом оказалась отброшена по основным показателям развития (например, по объему ВВП на душу населения) на несколько лет назад.

Проблема расчета справедливой стоимости предприятия на современном этапе не на-

© Ю.В. Охват, 2012

.....
<http://www.donntu.edu.ua/> «Библиотека»/ «Информационные ресурсы»

<http://www.instud.org>, http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Npdntu_ekon/

шла системного рішення і потребує в фундаментальному вивченні і розробці ефективного інструментарія оцінки, незважаючи на наявність небагатої кількості наукових праць і публікацій вітчизняних учених-економістів, таких як: А.І. Амоша [2], Б.В. Буркинський [3], В.А. Панков [4], В.В. Дементьев [5], В.М. Геец [6], І.П. Булеев [7], Н.Г. Чумаченко [8] і інших.

Н.Г. Чумаченко в своїх наукових працях достатнє увагу приділяв якості і економічності управлінських рішень з позицій кінцевих результатів управління підприємством, збиральним критерієм якого є його цінність [8]. В прикладному розумінні питання управління цінністю машинобудівного підприємства розкриті в праці Панкова В.А. «Управління цінністю наукоємкого машинобудівного підприємства» [4], однак в ній автор розглядає механізм управління цінністю стратегічного (практично унікального в Україні і на пострадянському просторі) наукоємкого підприємства важкого машинобудівного, визначальним параметром цінності якого є його унікальна наукоємка продукція машинобудівного, конструкторські розробки – «ноу-хау» і інтелектуальні продукти колективу. Отже, питання управління цінністю і визначення справедливої цінності вітчизняних промислових підприємств (в тому числі і машинобудівних), випускають масову, серійну, поточну або не унікальну продукцію залишаються не в повній мірі розкритими і досліджуваними.

Мета статті – розробити ефективний інструментарій розрахунку справедливої цінності підприємства на основі методу експертних оцінок.

Починаючи з 2008 року Україна, як і багато інших країн світового співтовариства, живе в декількох змінюваних форматах фінансових і економічних взаємовідносин – післякризовому або форматі «м'яких» кризових явищ. Незалежно від первинних фінансових кризисів 2008 року, їх прояв в національній економіці мав індивідуальний характер як по галузям промисловості, так і по підприємствам – в залежності від масштабів їх діяльності, кредитного навантаження на момент початку кризи, інших зовнішніх і внутрішніх факторів. Специфічним результатом кризових явищ став повернення цінності зазвичай переоцінених

активів вітчизняних підприємств під впливом обсягів кредитних ресурсів до реальних параметрів їх ринкової цінності.

Більшість вітчизняних і зарубіжних учених сходяться на думку, що однією з основопологаючих причин фінансової рецесії стало наявність і посилення суттєвої несбалансованості структури економічного і фінансового секторів, наявність на ринку активів з надзвичайним попитом, в силу чого ціна подібних активів виросла екстраординарними темпами за відносно короткий проміжок часу. В ситуації відсутності кризових явищ в економіках окремих країн, переоцінені активи підприємств переобладали на ринку (ціна їх акцій суттєво перевищувала цінність майбутніх доходів, виплачуваних учасникам). Отже, логічно допускати, що первинною причиною надмірної переоцінки активів є проблема управління розміром ризику некоректної оцінки цінності підприємства. В практиці діяльності великих вітчизняних промислових підприємств реальне проявлення розглянутого ризику має місце при дисбалансі кредитного портфеля – коли під зазвичай переоцінені активи приваляються завищені боргові зобов'язання.

Розповсюджене в докризовій Україні фінансування короткостроковими кредитами довгострокових зобов'язань підприємств прямо порушило концепцію створення цінності (принцип хеджування), що в період фінансового кризису привело до різкого збільшення невідповідностей вимог і зобов'язань по строкам. Збільшення спекулятивних займів підприємствами повлекло за собою накопичення переоцінених активів в залоговому портфелі банківської системи і пропорційне збільшення ризикованих боргів, що стало причиною наступної продажу даних активів по заниженим цінам в період кризи. Найбільш шкідливим наслідком кризи ліквідності активів стало міжбанківське недовір'я, повлекше за собою різке скорочення обсягів кредитування, що обумовило дефіцит грошової маси і, в свою чергу, важко сказалося на фінансовому стані всіх вітчизняних підприємств.

В умовах ринкової економіки підприємство оцінюється за здатності створювати цінність для акціонерів і кількості цінності, яку воно генерує. В свою чергу, цінність підприємства – це здатність

ность генерировать денежные потоки от активов в наличии с тенденцией увеличения данных потоков в будущем, а также желание реинвестировать, чтобы создавать рост в будущем и повышать собственную капитализацию.

В условиях «западной» экономики доход инвесторов в классическом представлении мало связан напрямую с текущими результатами деятельности предприятия – он связан с результатами, касающимися ожиданий от деятельности: инвесторы покупают будущие денежные потоки. Следовательно, стоимость предприятия рассматривается не просто как сумма его активов, а как процентная ставка по вложенным инвестициям, содержащая процент риска и оценку во времени. Однако, Украина, несмотря на ее признание страной с рыночной экономикой, продолжает оставаться, по сути, развивающейся страной. Украинский фондовый рынок только формируется и большая неопределенность планирования на будущее усложняет проблему оценки стоимости предприятий по цене акций, выпущенных в оборот (то есть, подход «западной» экономики для наших реалий на данный момент времени несколько несвоевременен).

Ярким подтверждением актуальности проблемы определения справедливой стоимости отечественных предприятий служат продажи «практически вслепую» таких гигантов национальной промышленности, как: «Укртелеком» (в 2011 году за 10,5 млрд.грн. – эксперты до настоящего времени не едины во мнении относительно справедливости цены), «Криворожсталь» (в 2005 году за 24,0 млрд.грн. – наиболее успешная сделка в украинской истории продаж по мнению экспертов), «Лугансктепловоз» (в 2010 году за 410 млн.грн. – большинство экспертов считает стоимость продажи предприятия более чем в 2 раза ниже рыночной); «Международные авиалинии Украины» (в 2011 году – большинство экспертов считает стоимость продажи предприятия более чем в 2 раза ниже рыночной). Результатом подобных продаж, приведенных на основе данных Государственной службы статистики Украины, являются прямые потери государственного бюджета, выраженные в виде недополучения средств от продажи предприятий по заниженной стоимости, а также косвенные потери в виде недоимки по налоговым поступлениям от налогообложения продаж.

Для украинских экономических реалий, обусловленных условиями практически непрекращающегося кризиса, предприятие долж-

но стремиться не столько максимизировать свою экономическую прибыль в долгосрочной перспективе, сколько к ее безусловному среднесрочному (на период 3-5 лет) финансовому покрытию. Действительно, для собственника чрезвычайно важен экономический результат деятельности предприятия, но если он не покрыт финансово и налично дефицит денежных средств, то такой бизнес малоустойчив в конкурентной среде в среднесрочной и долгосрочной перспективах.

Общеизвестно, что наличие риска в оценке стоимости всегда может быть отражено через ставки дисконтирования и капитализации, рассчитываемые через финансовые переменные. Рынок в данной ситуации выступает естественным регулятором рисков – определяет обязательную безрисковую ставку доходности и величину премии за принятые различные уровни риска.

С точки зрения классического доходного подхода к оценке стоимости предприятие рассматривается как непрерывно функционирующее и приносящее заданный поток доходов, что может быть выражено:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{E(CF)_n}{(1+r)^n}, \quad (1)$$

где:

V – стоимость компании,

E(CF) – ожидаемые денежные потоки,

r – ставка дисконтирования,

n – число периодов (лет).

Практические исследования вопросов управления стоимостью промышленных предприятий показывают, что доходный подход в украинских реалиях дает максимально высокую оценку стоимости предприятия. Однако данный подход к оценке стоимости не раскрывает главное – источники формирования стоимости предприятия (реальное состояние его пассивов и активов на актуальную дату). Более того, в период экономической нестабильности довольно сложно прогнозировать будущие денежные потоки с минимальной погрешностью, что закладывает в расчет стоимости весомую погрешность изначально. Теоретически доходный подход – это функция темпа роста, опирающаяся на актуальную стоимость «аналогичных» предприятий, что не позволяет достоверно оценить будущий рост денежных потоков конкретно рассматриваемого предприятия.

К привлекательности рыночного (срав-

нительного) подхода необходимо отнести возможность проведения «экспресс-оценки» предприятия с достаточно низкой долей субъективизма. Рыночный подход основан на принципе: «предприятия с похожим продуктом, рисками, финансовыми показателями должны иметь сопоставимые цены» [9]. Неоспоримым преимуществом рыночного подхода к оценке является то, что он отражает текущее состояние рынка – использует реальные рыночные индикаторы (в т.ч. и актуальную стоимость ценных бумаг предприятия), цены сделок купли-продажи, а также текущую стоимость активов. Вместе с тем, риск некорректной оценки при использовании рыночного подхода заключается в том, что в период финансового кризиса предприятие начинает стоить ровно столько, за сколько его «ситуативно» или «спекулятивно» могут приобрести, что вовсе не отражает его объективную стоимость. Данная «спекулятивная» составляющая сводит дееспособность рыночного метода только к обычным не кризисным экономическим условиям деятельности предприятий. Кроме того, риск некорректной оценки по рыночному методу также может состоять в том, что на рынке может и не быть двух или более «похожих» предприятий, что лишает данный подход гибкости и не принимает во внимание уникальные операционные характеристики конкретного предприятия.

Третьим альтернативным подходом к оценке стоимости предприятия является затратный метод. Затратный подход рассматривает стоимость предприятия как совокупную стоимость всех участвующих в бизнесе активов (материальных и нематериальных) за вычетом долговых обязательств, что выражается формулой:

$$V = A - L, \quad (2)$$

где:

V – стоимость компании,

A – активы,

L – обязательства.

Главная особенность затратного подхода к оценке стоимости предприятия заключается в том, что он базируется на стоимостях отдельных групп активов предприятия, а не его целостной стоимости. Данный метод будет наиболее применим для оценки неэффективных, убыточных предприятий, а также морально устаревших фондоемких производств постсоветского наследия. На практике в Украине

метод активно используется для оценки ликвидационной стоимости предприятий. Однако в данном случае риск некорректной оценки стоимости заключается в невозможности выделить, оценить и включить в стоимость предприятия отдельные нематериальные активы, отражаемые за балансом, так как в основе оценки лежит именно балансовая стоимость активов. Между тем, зачастую именно владение определенными нематериальными активами может быть основополагающим в принятии решения о покупке предприятия. В общем итоге, предприятия, оцененные по затратному методу, на практике являются всегда недооцененными с позиций справедливой рыночной цены. Тем не менее, в период финансового кризиса следует отдавать предпочтение именно затратному методу, так как он позволяет определить минимальную стоимость предприятия и выгодно инвестировать средства покупателю – метод хорош для покупателя, но никак не для продавца бизнеса.

Подавляющее большинство специальных литературных источников по вопросам оценки стоимости предприятия (бизнеса) ограничивается детализацией применения вышеизложенных методов оценки в зависимости от отрасли, масштаба деятельности предприятия, структуры собственности, но абсолютно не рассматривают влияние на оценку стоимости такого фактора, как психологический (в отношении как продавца, так и покупателя; сообразно сложившейся рыночной ситуации на актуальный момент времени и т.д.). Между тем, как фактор внешнего восприятия цены, психологический фактор зачастую имеет прямое влияние на ее значение. Представляется, что данный фактор может быть включен в любой из рассмотренных выше методов оценки. Принципиальными вопросами для психологического фактора являются: достоверность финансовой и прочей информации о компании, открытость прогнозных оценок и способность менеджмента их подтверждать фактическими результатами, прозрачность ведения бизнеса в целом.

В посткризисных условиях ведения бизнеса или в формате непрекращающихся кризисных явлений результаты оценки стоимости предприятий по общепринятым изложенным выше методам оценки стоимости не являются окончательными и объективными – нуждаются в корректировке на ряд факторов влияния для их максимального приведения к значению справедливой стоимости. Следовательно, не-

обходимой является разработка инструментария «сглаживания» и приведения полученных на основе общепринятых методов оценки результатов по оцениваемому предприятию к единому показателю справедливой стоимости.

В качестве искомого инструментария определения справедливой стоимости предприятия предлагается использовать метод экспертных оценок как корректирующий применительно к основному методу оценки стоимости. Действительно, риск некорректной оценки стоимости предприятия – это вероятность того, что доходы, которые предполагается получить от вложенных в него инвестиций, окажутся меньше планируемой инвестором величины. Анализ наиболее весомых факторов внешнего и внутреннего влияния на стоимость предприятия позволил ранжировать 10 основных видов рисков, оказывающих непосредственное влияние на параметры стоимости оцениваемого предприятия:

1) экономические риски – степень влияния изменений в экономической конъюнктуре на оцениваемое предприятие, например, влияние изменения процентной ставки по банковским кредитам на результат деятельности предприятия;

2) бизнес-риски – анализ предприятия на основе рисков, связанных с такими факторами, как сбыт и неопределенность дальнейшего рыночного роста;

3) операционные риски – анализ подверженности предприятия рискам в результате текущей деятельности и актуальной совокупности затрат на ее осуществление;

4) финансовые – анализ баланса денеж-

ных потоков и способности предприятия своевременно финансировать текущие обязательства;

5) риски активов – анализ состояния и процента износа активов (чем старше актив, тем выше риск предприятия, выражаемый в виде роста затрат на содержание, меньшей производительности, функциональной и технологической отсталости);

6) риски, связанные с производимым продуктом – анализ диверсифицированности продуктовой линейки предприятия;

7) рыночные риски – анализ сегментов сбыта и их географии, гибкость в реагировании на изменения в потребительских предпочтениях покупателей;

8) технологические риски – анализ соответствия существующей технологии последним разработкам в области деятельности предприятия;

9) политические – предприятие, функционирующее в условиях высокого политического риска, будет оценено существенно ниже в виду фактора личных ожиданий покупателя;

10) правовые – анализ влияния на стоимость предприятия возможных судебных тяжб, которые тоже могут значительно ее снизить.

На примере данных ПрАО «Металл плюс» рассмотрим влияние существующих рисков предприятия на оценку его стоимости. Основываясь на показателях финансовой отчетности предприятия за 2006-2010 годы, рассчитаем его стоимость по доходному и затратному методам оценки (ставку дисконтирования примем на уровне 1%):

Таблица 1

Денежные потоки ПрАО «Металл плюс», млн.грн.

Год	2010	2009	2008	2007	2006
Денежный поток	5 505	6 076	10 339	6 111	6 714

$$V = \frac{5\,505}{(1+0,01)^1} + \frac{6\,076}{(1+0,01)^2} + \frac{10\,339}{(1+0,01)^3} + \frac{6\,111}{(1+0,01)^4} + \frac{6\,714}{(1+0,01)^5} = 33\,609 \text{ млн. грн.}$$

По данным бухгалтерского баланса ПрАО «Металл плюс» вычислим стоимость

предприятия по затратному методу (активы - обязательства):

$$V = 49\,010 - 22\,442 = 26\,568 \text{ млн. грн.}$$

Полученная практически 30% разница в стоимостях ПрАО «Металл плюс» является довольно существенной для условий сбалансированной макроэкономики, однако для украинских экономических и финансовых реалий она вполне обоснована.

Далее, принимая стоимость по затратному методу как минимально возможную для продажи предприятия, скорректируем полученное по доходному методу значение его стоимости с помощью предлагаемого метода экспертных оценок.

Состав группы экспертов для корректного определения значений показателей оценки предлагается формировать в зависимости от структуры собственности предприятия:

1) если контрольный пакет акций предприятия находится в собственности государства, то в состав экспертной группы, безусловно, должны входить представители Фонда госимущества Украины, представители ГНА Украины, а также представители независимых аудиторских или оценочных компаний, имеющих лицензию на осуществление оценочной деятельности;

2) если предприятие находится вне госу-

дарственной собственности, то предлагается в состав экспертной группы включать представителей независимых аудиторских или оценочных компаний, имеющих лицензию на осуществление оценочной деятельности, а также представителей трудового коллектива (профсоюза) предприятия.

Определение состава группы экспертов достаточно индивидуально и может корректироваться как в зависимости от характера и специфики деятельности предприятия, так и прочих факторов (например, если предприятие имеет весомую кредитную нагрузку, то целесообразно в экспертную группу включить представителя банка-кредитора и т.д.). Важным является безупречность репутации членов экспертной группы и доверие к ее оценкам заинтересованных лиц во избежание последующего оспаривания и пересмотра результатов оценки.

Значения экспертных оценок по группам риска, полученные экспертным путем для ПрАО «Металл плюс», приведены в таблице 2.

Коэффициент «сглаживания» рассчитаем кумулятивным методом:

$$r = 4 + 1,1 + 2,5 + 4,4 + 0,7 + 0,5 + 1,2 + 0,3 + 0,2 + 0,1 = 15$$

Таблица 2

Балльная оценка рисков ПрАО «Металл плюс»

Виды рисков	Показатель оценки (от 0 до 5)
Экономические	4
Бизнес-риски	1,1
Операционные	2,5
Финансовые	4,4
Риски активов	0,7
Риски, связанные с продуктом	0,5
Рыночные	1,2
Технологические	0,3
Политические	0,2
Правовые	0,1
Итого	15

Далее, стоимость предприятия, полученную по доходному методу, пересчитаем с ис-

пользованием полученного коэффициента сглаживания (по аналогии со ставкой дискон-

тирования 15%):

$$V = \frac{5505}{(1+0,15)^1} + \frac{6076}{(1+0,15)^2} + \frac{10339}{(1+0,15)^3} + \frac{6111}{(1+0,15)^4} + \frac{6714}{(1+0,15)^5} = 23\,369 \text{ млн. грн.}$$

Таким образом, полученная скорректированная с использованием метода экспертных оценок стоимость предприятия по доходному методу – 23 369 млн.грн. оказалась ниже стоимости, рассчитанной по затратному методу. Данный результат справедливой стоимости ПрАО «Металл плюс» является прямым следствием высоких рисков ведения бизнеса в металлургической отрасли в период финансового кризиса и нестабильной конъюнктуры мирового рынка металла.

Полученная справедливая стоимость, меньшая стоимости предприятия по затратному методу, является скорее исключением из правил, т.к. в большинстве расчетов для условий отечественных экономических реалий итоговое значение справедливой стоимости предприятий (кроме металлургической отрасли в период кризиса) оказывается несколько выше от их ликвидационной цены. Вместе с тем, полученное справедливое значение стоимости предприятия позволяет его топ-менеджменту своевременно принимать эффективные управленческие решения относительно управления предприятием в краткосрочном и среднесрочном периодах, практически исключить риск проведения спекулятивных сделок, напрямую связанный с оценкой стоимости.

Предложенный инструментарий расчета справедливой стоимости предприятия на основе метода экспертных оценок является основой дальнейших исследований в данном направлении, в частности, в решении проблемы совершенствования механизма оценки специфичных для каждого предприятия рисков на основе математического аппарата и разработки необходимого программного обеспечения для повышения достоверности данных. Вместе с тем, предложенный инструментарий расчета справедливой стоимости предприятия вполне применим в практической деятельности большинства предприятий различных отраслей национальной экономики, может являться индикатором их сегодняшнего реального положения на занимаемом сегменте конкурентного рынка. Расчет справедливой стоимости с использованием метода экспертных оценок может являться основой в принятии стратегиче-

ских решений инвестиционного характера, решений по привлечению долгосрочных кредитных ресурсов, слияния или расширения бизнеса, создания бизнес-альянсов предприятий.

Литература

1. Програма економічних реформ на 2010-2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава». Комітет з економічних реформ при Президенті України, м. Київ, 02.06.2010.
2. Проблемы совершенствования управления промышленным производством / А.И. Амоша // Экономика пром-сті. – 2001. – № 4. – С. 11-16.
3. Конкурентоспособность продукции и предприятия / Б.В. Буркинський, Е.В. Лазарева, И.Н. Агеева, С.В. Брыкалина, В.М. Лысюк; Ин-т пробл. рынка и экон.-экол. исслед. НАН Украины. – О., 2002. – 131 с.
4. Панков В.А. Управление стоимостью наукоемкого машиностроительного предприятия. – Рукопись диссертации на соискание научной степени доктора экономических наук. ИЭП НАН Украины, Донецк, 2004.
5. Дементьев В. В. Экономика как система власти : монография / В. В. Дементьев ; Донец. нац. техн. ун-т. – Донецк : Изд-во ДонНТУ, 2006. – 391 с.
6. Нестабільність та економічне зростання / В.М. Геєць; НАН України. Ін-т екон. прогнозування. – К., 2000. – 344 с.
7. Булеев И.П. Предприятие в системе общественных отношений: институциональный аспект / НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2006. – 424 с.
8. Региональная промышленная политика: концепция формирования и реализации / Н. Г. Чумаченко, Л. Г. Червова, Л. М. Кузьменко и др. – Донецк: ИЭП НАН Украины, 2002. – 304 с.
9. Костырко Р. Комплексная оценка стоимости предприятия. – К: Изд.«Фактор», 2008г.- 278с.

Статья поступила в редакцию 27.06.2012