

10. Штерн Л. В. Маркетинговые каналы : монография / Л. В. Штерн, А. И. Эль-Ансари, Э. Т. Кофлан / Пер. с англ. под ред. О. И. Медведь. – М. : Изд. Дом «Вильямс», 2002. – 624 с.

## REFERENCES

Butenko, N. V. *Osnovy marketynhu* [Principles of Marketing]. Kyiv: Kyivskiy universytet, 2003.

Chukhray, N. "Competition as a strategy of enterprise functioning in the ecosystem of innovations". *Econtechmod: an international quarterly journal on economics in technology, new technologies and modelling processes*, vol. 1, no. 3 (2012): 9-15.

Gerasimov, B. N., Vnukovskaia, T. N., and Gerasimchuk, V. I. "Upravlenie marketingom v ekonomicheskikh sistemakh: teoriia, didaktika, praktika" [Marketing management in economic systems: theory, teaching and practice]. In *Upravlenie ekonomicheskimi sistemami*, 139. Penza: PDZ; SGAU, 2012.

Hryhorchuk, T. V. *Marketynh* [Marketing]. Kyiv: Universytet "Ukraina", 2007.

Kotler, F., and Armstrong, G. *Osnovy marketinga: Kratkiy kurs* [Principles of Marketing: A short course]. Moscow: Viliams, 2007.

Kovalev, A. V. *Stratehiia dyversyfikatsii promyslovoho pidpriemstva* [The strategy of diversification of the industrial enterprise]. Mariupol: DVNZ «PDTU», 2012.

Osnach, O. F., Pylypchuk, V. P., and Kovalenko, L. P. *Promyslovyi marketynh* [Industrial Marketing]. Kyiv: Tsentri navchalnoi literatury, 2009.

Shtern, L. V., El-Ansari, A. I., and Koflan, E. T. *Marketingovye kanaly* [Marketing channels]. Moscow: Viliams, 2002.

Tompson, A. A., and Striklend, A. Dzh. *Strategicheskyy menedzhment: kontseptsii i situatsii dlia analiza* [Strategic Management: Concepts and situations for analysis]. Moscow: Viliams, 2007.

Zavadskiy, Y. S., Osovska, T. V., and Yushkevych, O. O. *Ekonomichnyi slovnyk* [Economic Dictionary]. Kyiv: Kondor, 2006.

УДК 336.64

## ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ

ГРИЩЕНКО Т. В., РЕШЕТОВА Г. В.

УДК 336.64

### Грищенко Т. В., Решетова Г. В. Теоретико-методичні аспекти визначення вартості компанії

У статті охарактеризовано сутність понять «ринкова капіталізація», «ринкова вартість» і «справедлива вартість» компанії та визначено співвідношення між ними. Запропоновано використання показника справедливої вартості при оцінці ефективності діяльності компанії та визначенні потенціалу її майбутнього зростання. Визначено ключові методи оцінки справедливої вартості компанії за дохідним підходом, що базуються на дисконтуванні майбутніх доходів компанії. Охарактеризовано особливості використання методів витратного підходу оцінки вартості компанії, які полягають у визначенні чистих активів підприємства – об'єкта оцінки. Наведено методи оцінки із використанням порівняльного аналізу справедливої ціни акцій із вартістю компанії-аналогів, що належать до ринкового підходу. З'ясовано переваги та недоліки методів кожного з підходів до оцінки вартості компанії. Визначено, що найефективнішим методом оцінки вартості компанії є модель дисконтованих грошових потоків, що має модифікації залежно від цілей оцінки. Доведено, що модель дисконтованих грошових потоків об'єктивно відображає спроможність компанії до сталого зростання та генерування прибутків у майбутніх періодах.

**Ключові слова:** ринкова вартість компанії, справедлива вартість компанії, ринкова капіталізація компанії, модель дисконтованих грошових потоків.

**Табл.:** 2. **Формул:** 7. **Бібл.:** 19.

**Грищенко Тетяна Василівна** – кандидат економічних наук, доцент, кафедра фінансів, Київський національний університет ім. Т. Шевченка (вул. Володимирська, 60, Київ, 01601, Україна)

**E-mail:** optim\_15@bigmir.net

**Решетова Ганна Вікторівна** – аспірантка, кафедра фінансів, Київський національний університет ім. Т. Шевченка (вул. Володимирська, 60, Київ, 01601, Україна)

**E-mail:** annreshetova@gmail.com

УДК 336.64

### Грищенко Т. В., Решетова А. В. Теоретико-методические аспекты оценки стоимости компании

В статье охарактеризованы понятия «рыночная капитализация», «рыночная стоимость» и «справедливая стоимость» компании и определено их соотношение. Предложено использование показателя справедливой стоимости в оценке эффективности деятельности компании и определении потенциала будущего роста. Определены ключевые методы оценки справедливой стоимости компании согласно доходному подходу, который базируется на дисконтировании будущих доходов компании. Охарактеризованы особенности использования методов затратного подхода, которые заключаются в определении чистых активов компании – объекта оценки. Приведены методы оценки на основе сравнительного анализа справедливой цены акций со стоимостью компании-аналога, которые принадлежат рыночному подходу. Выявлены преимущества и недостатки методов каждого подхода к оценке стоимости компании. Определено, что наиболее эффективным методом оценки стоимости компании является модель дисконтированных денежных потоков, которая имеет модификации в зависимости от целей оценки. Доказано, что модель дисконтированных денежных потоков объективно отображает стремление компании к стабильному росту и генерированию прогнозной прибыли.

**Ключевые слова:** рыночная стоимость компании, справедливая стоимость компании, рыночная капитализация, модель дисконтированных денежных потоков.

**Табл.:** 2. **Формул:** 7. **Библ.:** 19.

**Грищенко Татьяна Васильевна** – кандидат экономических наук, доцент, кафедра финансов, Киевский национальный университет им. Т. Шевченко (ул. Владимирская, 60, Киев, 01601, Украина)

**E-mail:** optim\_15@bigmir.net

**Решетова Анна Викторовна** – аспирантка, кафедра финансов, Киевский национальный университет им. Т. Шевченко (ул. Владимирская, 60, Киев, 01601, Украина)

**E-mail:** annreshetova@gmail.com

UDC 336.64

### Hryshchenko T. V., Reshetova G. V. Theoretical and Methodical Aspects of Assessment of the Enterprise Value

The article characterises the "market capitalisation", "market value" and "fair value" (of an enterprise) notions and determines relations between them. It offers to use the indicator of fair value when assessing effectiveness of enterprise activity and when determining potential of future growth. It determines key methods of assessment of a fair enterprise value using the income approach, which is based on discounting future revenues of an enterprise. It characterises specific features of the use of the expenditure approach methods, which are based on determining net assets of the enterprise – object of assessment. It provides methods of assessment on the basis of a comparative analysis of the fair value of shares and value of a similar enterprise, which belong to the market approach. It shows advantages and shortcomings of methods of each approach to assessment of the enterprise value. It identifies that the most effective method of assessment of the enterprise value is the model of discounted cash flows, which has modifications depending on the goals of assessment. It proves the model of discounted cash flows objectively reflects enterprise's drive for stable growth and generation of the forecasted profit.

**Key words:** enterprise value, fair enterprise value, market capitalisation, model of discounted cash flows.

**Tabl.:** 2. **Formulae:** 7. **Bibl.:** 19.

**Hryshchenko Tetiana V.** – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Department of Finance, Kyiv National University named after T. Shevchenko (vul. Volodymyrska, 60, Kyiv, 01601, Ukraine)

**E-mail:** optim\_15@bigmir.net

**Reshetova Ganna V.** – Postgraduate Student, Department of Finance, Kyiv National University named after T. Shevchenko (vul. Volodymyrska, 60, Kyiv, 01601, Ukraine)

**E-mail:** annreshetova@gmail.com

**В** умовах фінансової глобалізації змінюється стратегія діяльності вітчизняних компаній, при цьому пріоритетним стає вартісноорієнтований підхід до управління, тобто створення менеджментом компанії механізму сталого, безперервного зростання ринкової вартості бізнесу. Вартість компанії є інтегральним показником результативності її діяльності. Тому на сьогодні ключовою ціллю функціонування будь-якого суб'єкта господарювання на ринку є максимізація його вартості.

За відсутності впливу зовнішніх факторів на ринок, тобто за умов ефективного функціонування його механізму, загальний добробут країни максимізується, коли кожна компанія в економіці максимізує свою ринкову вартість.

Проблемі оцінки вартості компанії присвячено праці провідних зарубіжних та українських вчених, зокрема: Ван Хорна Дж., Ваховича Дж., Коупленда Т., Дамодарана А., Бріггема Ю., Ферріса К., Базилевича В. Д., Любкіної О. В., Петленко Ю. В., Шелудько В. М. та інших.

Відаючи належне науковим напрацюванням зарубіжних і вітчизняних авторів у дослідженні вартості компанії, варто зазначити необхідність подальшого узагальнення теоретико-методичних засад її оцінки, більш ґрунтовного розгляду співвідношення понять «ринкова капіталізація компанії», «ринкова вартість компанії» та «справедлива вартість компанії».

Отже, метою даної статті є визначення теоретичних і методичних засад оцінки вартості компанії, особливо її справедливої вартості.

Ван Хорн Дж. і Вахович Дж. у своїй праці «Основи управління фінансами» розглядають компанію як сукупність капіталів, що надходять з різних джерел: від інвесторів, що вкладають свої кошти у капітал компанії, кредиторів, що позичають певні суми, а також доходів, отриманих у результаті діяльності. Автори акцентують увагу на тому, що ціллю діяльності менеджменту компанії має бути підвищення ціни її акцій на ринку, оскільки саме ціна акцій є індикатором ефективності діяльності компанії [7, с. 10].

Незалежно від організаційно-правової форми стратегічними цілями діяльності будь-якого суб'єкта господарювання залишаються отримання прибутку та збереження потенціалу зростання за умов функціонування у конкурентному середовищі. З позиції акціонерів та інвесторів метою діяльності компанії має бути зростання ціни її акцій, що забезпечує максимізацію добробуту власників.

Отже, на сучасному етапі розвитку економіки ключовою ціллю діяльності економічних суб'єктів – акціонерних товариств стає максимізація ринкової ціни акцій.

В умовах поглиблення інтеграційних процесів та домінування транснаціональних корпорацій і холдингів на світових ринках капіталу оцінка рівня капіталізації компанії набуває більш вагомого значення, що обумовлюється необхідністю забезпечення виплат за зобов'язаннями перед іноземними інвесторами та зростанням прибутковості акціонерного капіталу. Індикативною оцінкою зростання ринкової вартості акцій та облігацій компанії, що знаходиться в обігу на фондовому ринку, є ринкова капіталізація (англ. *market capitalization*).

Капіталізацією компанії можна вважати показник вартості акціонерної компанії на фондовому ринку, що визначається шляхом множення кількості випущених акцій компанії на їх курс.

Незважаючи на недосконалість українського законодавства з питань фінансового ринку, поняття «ринкова капіталізація емітента» чітко визначене Положенням ДКЦПРФ «Про функціонування фондових бірж» № 683 від 23.11.2005 р., як ринкова вартість акцій емітента, яка визначається шляхом множення курсу акцій цього емітента, що склався на фондовій біржі, на кількість цих акцій [2].

Отже, ринкова капіталізація компанії відображає ринкову вартість акцій компанії на поточний момент часу, на яку впливає низка чинників: реальний стан об'єкта оцінки, його потенційна дохідність, ліквідність його акцій на ринку, попит інвесторів на акції запропонованої компанії та ін. Виходячи з цього, ринкова капіталізація є відображенням позитивних очікувань інвесторів на ринку, що знаходиться під впливом великої кількості факторів, до яких відносяться не тільки чисті очікування темпів зростання компанії, але й вплив макроекономічних показників і загальний стан кон'юнктури ринку.

**П**оказник ринкової капіталізації є комплексним індикатором ефективності функціонування компанії на ринку, що базується на результатах її операційної діяльності, скоригованих на очікування інвесторів від вкладення коштів у акції даної компанії.

У науковій літературі при дослідженні проблеми вартості компанії, крім поняття «ринкова капіталізація», також широко використовується термін «ринкова вартість компанії».

На думку Кеннета Ферріса, ринкова вартість компанії являє собою вартість, що формується на організованому ринку цінних паперів. Тобто вчений ототожнює поняття ринкової капіталізації та ринкової вартості компанії [16, с. 15].

У свою чергу Ван Хорн та Джон Вахович пропонують визначення ринкової вартості компанії як ринкової ціни, за якою її активи можуть бути продані на конкурентному ринку [8, с. 101]. Саме це визначення відображає погляди багатьох класиків-фінансистів, які характеризують ринкову вартість компанії в контексті традиційної парадигми ціноутворення в умовах ринкової економіки.

Українське законодавство не оминуло увагою поняття ринкової вартості компанії, визначаючи її як вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем і продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна сторона діяла зі знанням справи, розсудливо і без примусу [1].

Отже, ринковою вартістю компанії є ціна об'єкта, що може бути відчужений за умов конкурентного ринку, який діє ефективно та усі його суб'єкти симетрично забезпечені інформацією.

Розглянувши сутність понять «ринкова капіталізація компанії» і «ринкова вартість компанії», можна зробити висновок про їх тотожність, оскільки обидва

поняття відображають ціну компанії, визначену ринком. Хоча поняття «ринкова капіталізація» стосується перш за все публічних акціонерних товариств, а ринкову вартість в умовах ринкової економіки має будь-який суб'єкт господарювання, незалежно від його організаційно-правової форми.

Ринкова вартість компанії є точним відображенням справедливої вартості її акціонерного капіталу лише за умови, що фінансовий ринок є досконалим та інформаційно ефективним, тобто коли кожен із суб'єктів економічних відносин має симетричний доступ до інформації. У дійсності ж, ринкова ціна компанії є комплексним показником, що відображає вплив різноманітних ринкових факторів та усієї доступної суб'єктам ринку інформації і не завжди відповідає її внутрішній справедливій вартості. Досить часто менеджери працюють не на підвищення реальної вартості бізнесу, а на вигідне їм інформування ринку. Виходячи з цього, ринкова вартість не завжди є об'єктивним показником при оцінці ефективності діяльності менеджменту компанії як ключової компоненти стійкого зростання її грошових потоків у майбутньому.

Російським науковцем Астраханцевим І. А. запропоноване вдале визначення справедливої вартості компанії: «Вартість (внутрішня, справедлива, фундаментальна цінність) компанії – це соціально-економічна категорія, що характеризується як результат діяльності компанії, так і потенціал, та визначена її здатність генерувати грошові потоки, співвіднесені до вартості залученого капіталу» [3, с. 125].

Отже, внутрішня вартість компанії відображає її можливість генерувати грошові потоки та прибутки у майбутньому. Можна виокремити такі фактори, що здійснюють вплив як на грошові потоки компанії, так на вартість її капіталу, визначаючи зміну вартості компанії у часі:

1. Вартість активів компанії як економічного ресурсу для отримання прибутків у наступних періодах.
2. Відсотки та дивіденди, виплати за якими здійснюють безпосередній вплив на ціну акції компанії.
3. Майбутні доходи, тобто можливість забезпечення зростаючого добробуту акціонерів компанії.
4. Ставка зростання, що відображає стабільність зростання вартості компанії.

Залежно від цілей оцінки справедливої вартості компанії можуть бути використані різноманітні моделі її визначення. Саме методичному забезпеченню оцінки справедливої вартості компанії присвячено значну кількість досліджень зарубіжних учених.

Зокрема Брейелі Р. і Майерс С., а також Дж. Ван Хорн і Дж. Вахович оцінюють справедливу вартість компанії як вартість окремого інвестиційного проекту та пропонують використовувати при цьому методи оцінки ефективності інвестицій [5, с. 261; 8, с. 567]; Росс С. пропонує оцінювати вартість компанії з урахуванням її майбутніх дисконтованих грошових потоків [15, с. 255]; цю ідею також підтримують Коупленд Т. [11, с. 74] і Дамодаран А. [9, с. 14 – 24]; Брігхем Ю., Гапенскі А. визначають вартість компанії на основі безстрокової ціни акцій,

ціни привілейованих акцій зі зростаючим дивідендом і вартості облігацій з урахуванням їх дохідності [6, Т. 1, с. 131, 184]; Шарп У., Бейлі Дж. розглядають справедливу вартість компанії з позиції ризиковості капітальних інвестицій [18, с. 509]; Боді Зві та Алекс Кейн найбільшу увагу приділяють саме відносному порівнянню показників ринкової вартості компанії [10, с. 612]; Мерсер К., Хармс Т. у своїй монографії зосереджують увагу на основних умовах оцінювання бізнесу, використовуючи модель дисконтованих грошових потоків і модель Гордона [12].

Усі численні методи оцінки можуть бути узагальнені за окремими підходами, що різняться способами обрахунку справедливої вартості компанії. На сьогоднішній день виділяють три підходи до оцінки вартості компанії: дохідний, що базується на оцінці її грошових потоків; витратний, який спирається на оцінювання активів компанії; ринковий, основою якого є порівняння фінансових мультиплікаторів компанії із середніми показниками на ринку. У рамках визначених вище підходів виділяють цілу низку методів, за якими здійснюється процес оцінки вартості компанії.

До методів витратного підходу належать:

1. *Метод чистої балансової вартості*, що використовується як найпростіший метод оцінювання активів компанії. Чиста балансова вартість активів розраховується як різниця значення валюти балансу і всіх короткострокових і довгострокових зобов'язань компанії.

2. *Метод скоригованої балансової вартості*, який ґрунтується на результаті корегування залишкової вартості активів на фактор інфляції.

3. *Метод оцінювання чистої ринкової вартості матеріальних активів*, що передбачає коригування матеріальних активів на рівень інфляції.

4. *Метод вартості заміщення*, що базується на оцінці вартості компанії, виходячи з витрат на повне заміщення її активів при незмінності її економічного профілю.

5. *Метод відновної вартості*, який ґрунтується на оцінці витрат, необхідних для створення аналогічної нової компанії.

6. *Метод ліквідаційної вартості*, що використовується у випадку, коли компанія припиняє свою операційну діяльність та розраховується за своїми зобов'язаннями внаслідок продажу активів.

Методи витратного підходу завжди базуються на оцінці витрат на відтворення або визначенні можливої вартості реалізації різних видів активів. Саме методи витратного підходу дають змогу оцінити реальну ринкову вартість компанії, що склалася на ринку за конкретних умов.

Методи витратного підходу мають низку переваг та недоліків, що супроводжують процес оцінки вартості компанії. До ключових переваг витратного підходу можна віднести такі:

- ✦ даний підхід враховує вплив факторів операційної діяльності компанії;
- ✦ здійснюється оцінка рівня розвитку технологій з урахуванням ступеню амортизації;
- ✦ результати оцінки спираються на історичні дані розвитку компанії, а отже, відображають поточний фінансовий стан об'єкта оцінки.

Поряд з визначеними *перевагами* витратний підхід має ряд *недоліків*, що унеможливають його використання з метою оцінки вартості компанії для потенційних інвесторів. Такими недоліками є:

- ✦ базуючись на історичних даних, методи витратного підходу відображають минулу вартість та не враховують ринкової ситуації на дату оцінки;
- ✦ при даному підході не відображається потенціал можливого зростання компанії;
- ✦ методи, що використовуються для оцінки чистих активів компанії, не враховують ринкових ризиків;
- ✦ за допомогою методів витратного підходу неможливо визначити взаємозв'язок між історичними даними компанії та майбутніми можливими результатами її діяльності.

Основним недоліком методів витратного підходу є те, що в результаті їх застосування не відбувається відображення потенційного прибутку компанії, а отже, неможливо оцінити очікувану дохідність її акцій для потенційного інвестора.

Здійснюючи оцінку вартості компанії для потенційних інвесторів, доцільніше використовувати дохідний підхід, який спирається на аналіз майбутніх доходів і прибутків компанії та відображає можливість генерування нею стабільних грошових потоків. У цілому дохідний підхід ґрунтується на аналізі грошових потоків та/або визначенні економічного прибутку компанії.

Серед традиційних методів дохідного підходу до оцінки вартості компанії виділяють:

1. *Метод капіталізації потоків доходу*, що застосовується при аналізі вартості компаній, які генерують достатні доходи після оподаткування. Як ставка дисконтування використовується норма капіталізації, що відображає трансформацію доходів компанії у її вартість (1):

$$V_k = \frac{FCF}{r}, \quad (1)$$

де  $V_k$  – вартість компанії;  $FCF$  – очікувані доходи компанії;  $r$  – ставка капіталізації (ставка власного капіталу).

2. *Метод капіталізації дивідендів*, вартість компанії за яким розраховується за допомогою дисконтування дивідендів компанії, які котирують свої акції на фондовій біржі.

3. *Метод капіталізації надлишкового доходу*, що полягає у дисконтуванні отриманого прибутку від гудвілу, тобто різниці між ціною продажу об'єкту оцінки та його вартістю.

4. *Метод дисконтування грошових потоків*, який реалізується шляхом дисконтування чистого доходу компанії та об'єктивно відображає можливість її подальшого зростання.

Моделі оцінки справедливої вартості компанії за даним методом відображено в *табл. 1*.

З точки зору методу дисконтованих грошових потоків вартість компанії – це сума її грошових потоків, дисконтованих із урахуванням ризиків та витрат на капітал. Розраховується ця вартість за допомогою формули (6):

Таблиця 1

Моделі оцінки справедливої вартості компанії за методом дисконтованих грошових потоків \*

Модель	Формула для оцінки вартості компанії ( $V_c$ )	Особливості моделі
Модель дисконтованих грошових потоків комерційного підприємства	$V_c = \sum_i^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} - VI, \quad (2)$ <p>де <math>n</math> – період, на який існують прогнози значення грошових потоків; <math>r</math> – ставка дисконтування з урахуванням ризику та вартості капіталу; <math>FCF_t</math> – чистий грошовий потік, доступний компанії у періоді <math>t</math>; <math>VI</math> – вартість боргових зобов'язань та інших законодавчих вимог</p>	Видатні науковці Т. Коупленд, Т. Коллер и Дж. Муррін виділяють два фактори, що здійснюють вплив як на вільний грошовий потік, так і на вартість компанії: швидкість, з якою компанія нарощує свої доходи, прибутки та капітальну базу, а також рентабельність інвестованого капіталу
Модель економічного прибутку	$V_c = \frac{EP}{(1+r)^t} + IC, \quad (3)$ <p>де <math>EP</math> – економічний прибуток; <math>IC</math> – інвестований капітал</p>	Перевагою даної моделі перед моделлю дисконтованих грошових потоків є те, що економічний прибуток – дуже зручний та наочний показник результатів діяльності компанії у будь-якому окремо взятому році, тоді як показник вільного грошового потоку не має такої властивості
Модель скоригованої приведеної вартості	$V_c = \sum_i^n \frac{FCF_t + CA}{(1+r)^t}, \quad (4)$ <p>де <math>CA</math> – операційні активи</p>	Є подібною до моделі дисконтованих грошових потоків комерційних підприємств, однак у ній у розрахунок додаються ще й операційні активи
Модель дисконтованого грошового потоку на акції	$V_c = \sum_i^n \frac{FCFE}{(1+r)^t}, \quad (5)$ <p>де <math>FCFE</math> – грошові потоки, доступні акціонерам</p>	Очікувані грошові потоки, що припадають на власний капітал, являють собою грошові потоки, доступні акціонерам та інвесторам ( $FCFE$ ), враховуючи вплив боргового навантаження компанії

\* Джерело: Складено на основі [11, с. 154 – 169; 19, с. 163].

$$V_c = \sum_i^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t}, \quad (6)$$

де  $n$  – період, на який існують прогнози значення грошових потоків;  $r$  – ставка дисконтування з урахуванням ризиків та вартості капіталу;  $FCF_t$  – чистий грошовий потік, доступний компанії в періоді  $t$  [9, с. 20].

Якщо оцінювати ставку дисконтування як середньозважену вартість капіталу, то оцінка вартості компанії зводиться до визначення прогнозованих значень грошових потоків. Грошовий потік  $FCF$  розраховується за формулою (7):

$$FCF = EBIT \cdot (1 - tax) - (CAPEX - Амортизація) - \Delta WC, \quad (7)$$

де  $EBIT$  – прибуток до вирахування податків і відсотків за кредитом;  $tax$  – ефективна ставка оподаткування;  $CAPEX$  – інвестиційні витрати на купівлю основних фондів, а також по обслуговуванню кредитів на їх придбання;  $\Delta WC$  – зміни негрошового оборотного капіталу [9, с. 18].

**Д**охідний підхід у порівнянні з іншими підходами є найбільш досконалим при оцінці вартості компанії, оскільки при застосуванні його методів відображаються дохідність для потенційних інвесторів, добробут існуючих акціонерів і можливість компанії до генерування грошових потоків у майбутньому. Він дає можливість оцінити також дохідність інвестицій в акції компанії. За допомогою методів дохідного підходу можна визначити внутрішню вартість компанії, однак не ціну її купівлі-продажу. Як правило, методи дохідного підходу використовуються при аналізі діяльності компанії з метою подальшого інвестування в неї потенційними інвесторами та акціонерами.

Моделі дисконтового грошового потоку ( $DCF$ ) найчастіше використовуються для оцінки справедливої вартості компаній, особливо тих, які функціонують на ринках капіталу, що розвиваються.  $DCF$ -модель враховує результати впливу усіх ключових факторів діяльності компанії, що можуть призвести до зміни її справедливої вартості у майбутньому: ефективність операційної діяльності; умови оподаткування прибутків компанії; обсяги капітальних вкладень; забезпеченість оборотним капіталом; вартість капіталу на ринку тощо.

Однак дохідний підхід поряд із вказаними перевагами має і певні *недоліки*, що наведені в *табл. 2*.

Загальним недоліком двох попередніх підходів є складність у їх застосуванні, оскільки при аналізі вар-

тості компанії здійснюється велика кількість розрахунків. Даний недолік нівелюється при використанні ринкового підходу оцінки вартості фірми. Ринковий (порівняльний) підхід дає змогу визначити ціну, яку інвестори за наявних економічних і політичних обставин готові заплатити нинішнім інвесторам за оцінену компанію, при цьому загальну її вартість установлюють як сукупну ринкову вартість акцій.

Згідно з ринковим підходом вартість компанії можна оцінити шляхом співставлення із аналогічними за профілем діяльності компаніями тієї ж галузі. До методів ринкового (порівняльного) підходу відносять:

1. *Метод галузевих коефіцієнтів*, що полягає у порівнянні фінансових параметрів компанії – об'єкта дослідження із середніми галузевими показниками.

2. *Метод порівняння продажів*, який дає можливість порівняти обсяги продажів компанії – об'єкта оцінки із аналогами ринку.

3. *Метод мультиплікаторів (метод ринку капіталів)*, основна ідея якого полягає у порівнянні відносних показників діяльності компанії із мультиплікаторами компаній-аналогів.

У свою чергу, порівняльний підхід, як і два попередні, має цілий ряд переваг і недоліків, тобто, при ньому відбувається поєднання простоти здійснення дослідження ринкових даних компанії та галузі із необхідністю коригування показників залежно від обраного для аналізу підприємства-аналогу.

## ВИСНОВКИ

В умовах фінансової глобалізації для будь-якої компанії динаміка внутрішніх оцінок вартості є одним з основних критеріїв якості прийнятих управлінських рішень. Зростання ринкової вартості компанії сприяє зростанню добробуту інвесторів, що, у свою чергу, стимулює позитивні очікування потенційних інвесторів і сприяє подальшому збільшенню ціни акцій даної компанії. Водночас необхідність бачення перспектив розвитку компанії, її конкурентоспроможності в середовищі міжнародного бізнесу об'єктивно вимагає використання сучасних підходів і методів оцінювання вартості компанії та визначення її внутрішньої (справедливої) вартості.

Не варто ототожнювати поняття ринкової капіталізації та внутрішньої вартості компанії, оскільки на рівень ринкової капіталізації (ринкової вартості) впливає значна кількість ціноутворюючих факторів, особливо очікування ринку щодо перспектив розвитку компанії – об'єкта оцінки. У свою чергу, справедлива вартість

Таблиця 2

Переваги та недоліки методів дохідного підходу оцінки вартості компанії

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> <li>– за допомогою даних методів здійснюється прогноз майбутніх доходів і витрат компанії;</li> <li>– враховується рівень систематичних і специфічних ризиків (через ставку дисконту);</li> <li>– оцінка вартості компанії здійснюється з метою подальшого інвестування в неї, особливо міноритарними акціонерами</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– існує проблема прогнозування майбутніх грошових потоків компанії через суб'єктивізм припущень моделі для оцінки її вартості;</li> <li>– помилки при визначенні ризиковості інвестиції та премії за систематичний ризик, що виникають при оцінці вартості капіталу компанії;</li> <li>– складність розрахунків у порівнянні із методами витратного та ринкового підходів</li> </ul>

є прогнозом можливості компанії генерувати грошові потоки у майбутньому, а, отже, отримання інвесторами доходів у наступних періодах.

Розглянувши методичне забезпечення оцінки справедливої вартості компанії, можна зробити висновок, що для аналізу внутрішнього потенціалу компанії найдоцільніше використовувати методи дохідного підходу, що дають змогу оцінити потенціал зростання компанії у майбутньому. Застосування ж методів ринкового підходу робить можливим порівняння фінансових параметрів компанії – об'єкта оцінки із відповідними показниками компаній – аналогів на ринку. У підсумку це дозволяє визначити потенційні темпи зростання підприємства за умови знаходження вдалих аналогів. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» від 10 вересня 2003 р. № 1440.
2. Положення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про функціонування фондових бірж» (Положення, п.1.1) від 23.11.2005 р. № 683.
3. Астраханцева И. А. Основные принципы фрактальной теории управления стоимости компании [Текст] / И. А. Астраханцева // Экономические науки. Экономика и управление. – 2010. – № 2(63). – С. 124 – 128.
4. Балабанов, В. С. Оценка стоимости фирмы / В. С. Балабанов [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://www.cfn.ru/appraisal/business/intro/company\\_value.shtml](http://www.cfn.ru/appraisal/business/intro/company_value.shtml). – Назва з екрану.
5. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] : учебник для студ. экон. спец. вузов / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-Бизнес ; Тройка-Диалог, 1997. – 1120 с.
6. Бриггем Ю. Финансовый менеджмент: Полный курс [Текст] : в 2 т. / Ю. Бриггем, Л. Гапенски ; пер. с англ. под ред. В. В. Ковалев. – СПб. : Экономическая школа, 1998. – Т.1. – 497 с.; Т.2. – 669 с.
7. Ван Хорн Дж., К. Основы управления финансами [Текст] / Пер. с англ. / Гл. ред. серии Я. В. Соколова / Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 800 с.
8. Ван Хорн Дж., К. Основы финансового менеджмента 11-е издание / Пер. с англ. / Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2001. – 992 с.
9. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран / Пер. с англ. – 3-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1324 с.
10. Зви Б. Принципы инвестиций [Текст] / Б. Зви, А. Кейн, А. Маркус. – М. : Вильямс, 2004. – 984 с.
11. Коупленд Т. Стоимость компаний. Оценка и управление / Под ред. Т. Коупленда / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М. : Вид-во "Олимп-Бизнес". 2005. – 569 с.
12. Мерсер К. Интегрированная теория оценки бизнеса / К. Мерсер, Т. Хармс. – М. : Маросейка, 2008. – 294 с.
13. Островська Г. Оцінювання вартості підприємства як основа ефективного управління / Г. Островська // Галицький економічний вісник. – 2011. – № 1(30). – С. 107 – 115.
14. Патрікі Н. П. Методичні підходи до оцінювання вартості бізнесу / Н. П. Патрікі [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/vnulp/Menugment/2009\\_647/29.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/vnulp/Menugment/2009_647/29.pdf). – Назва з екрану.
15. Росс С. Основы корпоративных финансов / С. Росс, Р. Вестер-филд, Б. Джордан / Пер. с англ. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2001. – 720 с.
16. Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро Петти / Пер. с англ. и ред. А. А. Липатов. – М. : Издательский дом «Вильямс»; СПб.; К. : [б.и.], 2003. – 255 с.
17. Хаустова В. Є. Методологічні засади оцінки вартості підприємства / В. Є. Хаустова, О. І. Матюшенко // Проблеми економіки. – 2011. – № 4. – С. 57 – 76.
18. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли / Пер. с англ. – М. : Инфра-М, 2001. – 1028 с.
19. Jerald E. Pinto. Equity asset valuation [Text] / ... [et al.]. – 2nd ed. p. cm. – (CFA Institute investment series ; 27) Rev. ed. of: Equity asset valuation / John D. Stowe ... [et al.]. c. 2007.

## REFERENCES

- Astrakhantseva, I. A. "Osnovnye printsipy fraktalnoy teorii upravleniia stoimosti kompanii" [The basic principles of fractal theory of control value]. *Ekonomichekie nauki. Ekonomika i upravlenie*, no. 2(63) (2010): 124-128.
- Balabanov, V. S. "Otsenka stoimosti firmy" [Valuation of the firm]. [http://www.cfn.ru/appraisal/business/intro/company\\_value.shtml](http://www.cfn.ru/appraisal/business/intro/company_value.shtml)
- Breyli, R., and Mayers, S. *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow: Olimp-Biznes ; Troyka-DIALOG, 1997.
- Brigkhem, Yu., and Gapenski, L. *Finansovyy menedzhment* [Financial management]. St. Petersburg: Ekonomicheskaya shkola, 1998.
- Damodaran, A. *Investitsionnaia otsenka: instrumenty i metody otsenki liubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and methods for the evaluation of any assets]. Moscow: Alpina Biznes Bucs, 2004.
- Ferris, K., and Peshero Peti, B. *Otsenka stoimosti kompanii: kak izbezhat oshibok pri priobretenii* [Valuation of the company: how to avoid mistakes when purchasing]. M.; SPb; K.: Viliams, 2003.
- Jerald, E. Pinto "Equity asset valuation" In *Equity asset valuation*, 2007.
- Kouplend, T., Koller, T., and Murrin, Dzh. *Stoimost kompaniy. Otsenka i upravlenie* [The cost companies. Assessment and management]. Moscow: Olimp-Biznes, 2005.
- Khaustova, V. Ie., and Matiushenko, O. I. "Metodolohichni zasady otsinky vartosti pidpriemstva" [Methodological principles of company valuation]. *Problemy ekonomiky*, no. 4 (2011): 57-76. [Legal Act of Ukraine] (2005). [Legal Act of Ukraine] (2003).
- Merser, K., and Kharms, T. *Integrirovannaia teoriia otsenki biznesa* [Integrated Theory of Business Valuation]. Moscow: Maroseyka, 2008.
- Ostrovskaya, H. "Otsiniuvannya vartosti pidpriemstva iak osnova efektyvnoho upravlinnia" [Assessment of value as a basis for effective management]. *Halytskyi ekonomichnyi visnyk*, no. 1(30) (2011): 107-115.
- Patriki, N. P. "Metodychni pidkhody do otsiniuvannya vartosti biznesu" [Methodological approaches to business valuation]. [http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/vnulp/Menugment/2009\\_647/29.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/vnulp/Menugment/2009_647/29.pdf)
- Ross, S., Vester-fild, R., and Dzhordan, B. *Osnovy korporativnykh finansov* [Fundamentals of corporate finance]. Moscow: Laboratoriia bazovykh znaniy, 2001.
- Sharp, U., Aleksander, G., and Beyli, Dzh. *Investitsii* [Investments]. Moscow: Infra-M, 2001.
- Van, Khorn Dzh. K., and Vakhovich, Dzh. M. *Osnovy finansovogo menedzhmenta* [Fundamentals of Financial Management]. Moscow: Viliams, 2001.
- Van, Khorn Dzh. K., and Vakhovich, Dzh. M. *Osnovy upravleniia finansami* [Fundamentals of Financial Management]. Moscow: Finansy i statistika, 2003.
- Zvi, B., Keyn, A., and Markus, A. *Printsipy investitsiy* [The principles of investment]. Moscow: Viliams, 2004.