

**Бабенко А.Г., Нехаенко С.В.**  
**АНАЛИЗ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ  
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ**

Оценка стоимости предприятия относится к наиболее сложным финансовым проблемам.

Анализ методов оценки объектов инвестирования, применяемых на сегодняшний день в зарубежных странах, позволяет выделить два подхода к выбору объекта инвестирования. При анализе показателей, характеризующих состояние отдельного предприятия, можно использовать либо данные развития отрасли, в которой функционирует фирма, ее финансовые показатели, эффективность менеджмента и другие, либо оценивать положение предприятия на фондовом рынке, биржевой курс его ценных бумаг. Рассмотрим достоинства и недостатки таких подходов, а также возможность их применения в условиях национальной экономики.

Первое направление представляют сторонники школы фундаментального анализа, которые основной задачей ставят доскональное изучение балансов и других финансовых документов, публикуемых компаниями. Кроме того, изучаются данные о положении дел в отрасли, состоянии рынков, на которые данное предприятие выходит со своей продукцией, состояние активов, объемы продаж, тактика управления компанией, состав совета директоров. Оценивая таким образом состояние дел в фирме, аналитики дают оценку корпорации как объекта инвестирования.

Второе направление - технический анализ, который основывается на рыночных показателях ценных бумаг, в том числе показателях спроса и предложения ценных бумаг, изучении динамики курсовой стоимости, общерыночных тенденций движения курсов ценных бумаг. В рамках графического анализа курсовой динамики ценных бумаг производится построение графиков зависимости курсов ценных бумаг от времени, при этом строятся графики, как для конкретного вида ценных бумаг (эмитента), так и для типа (например, акции). Сторонники технической школы исходят из того, что в биржевых курсах уже отражены все те сведения, которые лишь впоследствии публикуются в отчетах фирм и становятся объектом фундаментального анализа. В центре внимания технического анализа является анализ спроса и предложения ценных бумаг на основе объема операций по купле-продаже и динамике курсов.

Состояние фондового рынка Украины пока еще не позволяет заниматься техническим анализом и использовать его при оценке инвестиционной привлекательности объектов хозяйственной деятельности. Отдельными организациями, специализирующимися на консультационных услугах в инвестиционной сфере, производится сбор аналитической информации и попытки создания отечественных индексов. Достоверность получаемых индексов пока ненадежна, что определяется не качеством методов, а низким уровнем и недостаточным количеством исходной информации. Возможность и необходимость такого анализа возникнет в процессе дальнейшего развития рыночной экономики, появлением достаточного количества биржевых структур, заключением большого количества сделок с ценными бумагами и, как следствие, возникновением реальных котировок фондовых инструментов.

Комплексный фундаментальный анализ проводится на двух уровнях: внешнем и внутреннем. Рассмотренные ранее методы оценки инвестиционной привлекательности отрасли и региона частично используются и при фундаментальном анализе для исследования внешней среды, в которой осуществляет свою деятельность изучаемый объект, состояние рынка и экономической ситуации в целом. Изучение конъюнктуры рынка, в том числе отдельных его сегментов, позволяет выявить факторы, влияющие на общую ситуацию и ее приемлемость для потенциального инвестора. Анализ и прогнозирование развития подотраслей дает возможность определить, в какой из них в сложившихся общих условиях размещение средств будет наиболее благоприятным с точки зрения избранных инвестиционных целей и приоритетов.

На втором этапе фундаментального анализа подробно рассматривается уже само предприятие, чьи долговые или долевые фондовые инструменты обращаются на рынке. Это позволяет выявить перспективность для инвестора тех или иных ценных бумаг, а, следовательно, решить вопрос об инвестиционной привлекательности данного объекта.

Как видно из приведенных методов, они ориентированы в основном на финансовые инвестиции и рассматривают инвестиционную привлекательность предприятия-эмитента. В то же время в современных условиях развития экономики Украины такие вложения инвесторами в качестве основных не рассматриваются, а, следовательно, необходимо более подробно исследовать методы, применяемые при оценке привлекательности объектов для осуществления реальных инвестиций.

За последние годы появилось достаточно много работ зарубежных авторов по вопросам оценки объектов инвестирования, к числу которых относятся Ван Хорн, Беренс В, Бирман Г., Шмидт С., Шарп У., Норкотт Д., Хавранек П. Однако условия и специфика развития украинского инвестиционного рынка не позволяют пока с достаточной эффективностью использовать зарубежный опыт управления инвестициями.

Следует отметить большое количество работ украинских и российских авторов по вопросам и проблемам инвестиционного менеджмента, к числу наиболее известных относятся Бланк И.А., Идрисов А.Б., Крейнина М.Н., Мелкумов Я.С., Пересада А.А., Савчук В.П. и другие. Однако часто они во многом используют зарубежные подходы и методы без должной их адаптации к условиям отечественного инвестиционного рынка, в них отсутствует достаточная исследовательская база и практический опыт работы от-

**АНАЛИЗ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ** дельных компаний и фирм в инвестиционной сфере. Недостаточное внимание уделяется в публикациях вопросам и проблемам реального инвестирования, которое, как мы уже отмечали, в современных условиях составляет основу инвестиционной деятельности большинства отечественных инвесторов.

Как уже отмечалось ранее, кроме исследования финансового состояния предприятия необходимо произвести оценку стоимости предприятия. Понятие «оценка стоимости» является достаточно новым для украинских субъектов инвестиционной деятельности. Часто используется определение направления как «оценка имущества». Как отмечают ряд авторов, в частности О. О. Терещенко [2], выбор того или иного метода зависит от характера объекта оценивания.

Согласно отечественному законодательству, оценивая предприятие следует руководствоваться Методикой оценки стоимости имущества во время приватизации. Установлено, что для предприятия, которое продается на аукционе, оценочная стоимость является начальной. Для проведения оценки уполномоченные на это органы имеют право привлекать на основании договора экспертов по оценке имущества. Соответственно, различают два способа проведения оценки: массовый и экспертный.

Массовая оценка – это определение стоимости имущества с использованием стандартной методологии и стандартного набора выходных данных. Экспертная оценка состоит в определении оценочной стоимости экспертом в соответствии с договором с заказчиком.

В литературе по вопросам оценивания стоимости имущества предприятия описано много методов и способов выполнения этой работы. Отдельные методы имеют ряд модификаций и разновидностей, что создает дополнительные трудности по их идентификации и использованию. В литературных источниках и нормативных актах используются разные названия одного и того же метода оценки. Именно поэтому необходима четкая классификация используемых методов.

На сегодняшний день можно выделить три группы основных методов оценки стоимости предприятия [1, с.53]. Во-первых, это балансовые методы, основанные на определении чистой стоимости имущества по данным бухгалтерского учета, то есть представляющие собой разницу между активами и пассивами предприятия.

Ко второй группе относятся методы, использующие анализ доходов и денежных потоков. В эту же группу относится и наиболее распространенный метод расчета современной стоимости будущих денежных потоков.

В третью группу включаются методы, основанные на сравнении рыночной информации. Суть методов данной группы заключается в анализе чистой прибыли и дивидендов.

О.О. Терещенко выделяет как наиболее распространенные следующие методы: балансовой стоимости, рыночной стоимости и капитализированной стоимости. При этом, указанный автор отмечает [2, с.313], что ни один из этих методов не имеет принципиальных преимуществ в сравнении с другим, а выбор метода зависит от конкретных условий оценки.

В странах, где проводилась приватизация, были использованы разные методы, но самым распространенным и экономически эффективным являлся «аукционный», то есть покупателем предприятия являлся тот, кто больше предложит.

Некоторые авторы вводят новое понятие, которое, на наш взгляд, является более точным – «оценка стоимости бизнеса». Причем в широком смысле предмет оценки бизнеса понимается двояко. Первое его понимание сводится к традиционному в нашей стране пониманию оценки бизнеса как оценки предприятия в качестве юридического лица. Для этого понимания характерно отождествление оценки бизнеса фирм с оценкой их имущества. Второе – наиболее распространенное в странах с рыночной экономикой – понимание оценки бизнеса заключается в том, чтобы выяснить, сколько стоят не фирмы, зарабатывающие те или иные доходы, а права собственности, технологии, конкурентные преимущества и активы, материальные и нематериальные, которые дают возможность зарабатывать данные доходы.

Таким образом, существуют два предмета оценки бизнеса: оценка фирм, которая может основываться на оценке их имущества и оценка «бизнес-линий». Причем бизнес-линию можно определить как совокупность прав собственности, долгосрочных привилегий и конкурентных преимуществ, специального и универсального преимущества, технологий, а также контрактов, которые обеспечивают возможность получать определенные доходы

При оценке бизнеса, в зависимости от предполагаемого использования результатов и объекта оценки, выделяются следующие виды оценочных стоимостей.

Стоимость в пользовании определяется исходя из предположения о том, что предприятие не будет продаваться на свободном, открытом и конкурентном рынке для любых альтернативных целей использования ни полностью, ни путем распродажи по частям. Стоимость в пользовании носит субъективный характер, поскольку выражает мнение владельца предприятия относительно возможностей его дальнейшего использования. При этом можно выделить следующие основные стоимости этого вида:

- стоимость воспроизводства (восстановительная стоимость) - совокупность затрат, требующихся на воспроизводство копии объекта из тех же или иных аналогичных материалов, рассчитанная в текущих ценах;
- стоимость замещения - текущая стоимость нового объекта, являющегося по своим характеристикам наиболее близким аналогом оцениваемого объекта. Другими словами, стоимость воспроизводства – это стоимость создания точной копии объекта, а стоимость замещения – это стоимость создания объекта с полезностью, равной полезности оцениваемого объекта;

- стоимость остаточного замещения – минимальные совокупные затраты (в текущих ценах), необходимые для замены данного объекта аналогичным другим объектом, не худшем рассматриваемого, но не во всем, а лишь по оставшейся части его функциональных конструктивных и эксплуатационных характеристик;
- страховая стоимость – определяется на основании рассмотренных выше стоимостей за вычетом стоимости тех элементов, исключение которых оговорено договором страхования;
- инвестиционная стоимость (в пользовании) – стоимость собственности для конкретного инвестора или группы инвесторов при определенных целях инвестирования. Разность между инвестиционной стоимостью и полной восстановительной стоимостью (или полной стоимостью замещения) характеризует размер капитальных вложений.

Стоимость в обмене определяется исходя из предложения о том, что возможна продажа предприятия на свободном, открытом и конкурентном рынке в условиях равновесия, устанавливаемого факторами спроса и предложения. При этом предполагается альтернативное существующему использованию предприятия. Основные стоимости в обмене следующие:

– рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть продан на открытом рынке в условиях конкуренции среди продавцов и покупателей, когда те и другие действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, и на величине цены не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Условия, необходимые для формирования рыночной цены:

- типичность мотивировок продавца и покупателя;
- достаточная осведомленность сторон и их желание действовать в своих интересах;
- нахождение объекта на открытом рынке достаточно продолжительное время;
- определение цены как разумного вознаграждения за объект, формируемого без наличия каких-либо скидок или уступок с чьей-либо стороны;
- осуществление платежа наличными или их эквивалентом;
  - инвестиционная стоимость (в обмене) – стоимость собственности в результате инвестиций, когда их направление и размер определяются наиболее эффективным характером использования объекта;
  - ликвидационная стоимость – сумма, которую предполагается получить в результате открытой вынужденной продажи оцениваемого имущества, при условии, что у продавца есть некоторый период времени на поиск покупателя и подготовку имущества к продаже.

Мы хотели бы отметить, что самым важным в концепции инвестиционной стоимости предприятия является то, что инвестиционная стоимость одного и того же предприятия, в отличие от его усредненной рыночной стоимости, объективно различна для разных конкретных инвесторов. Это связано с тем, что инвесторы, с учетом своей разной информированности, будут по-разному оценивать ожидаемые по одному и тому же проекту денежные потоки, по-разному видеть риски проекта, требовать разные премии за них, а следовательно, будут видеть разные сценарии и вероятности «выхода» на различные показатели.

При оценке стоимости предприятия и его элементов использует следующие подходы:

- затратный;
- сравнения продаж (аналоговый);
- доходный.

Главный признак затратного подхода – это поэлементная оценка объекта. Общую стоимость объекта получают суммированием стоимостей всех его элементов. Применение затратного метода дает пессимистическую оценку объекта, однако, в условиях, когда фондовый рынок еще не сформирован, а рыночная информация отсутствует, этот подход часто оказывается единственно возможным. Аналоговый подход основан на сравнении оцениваемого объекта с аналогами, рыночная цена которых известна. Доходный подход основывается на расчете будущих поступлений от эксплуатации объекта оценки и определении их текущей стоимости. Для расчета стоимости объекта используется показатель чистого дисконтированного дохода.

Оценка предприятия в целом требует несколько иных подходов, чем оценка отдельных активов этого предприятия. При такой оценке необходимо рассматривать предприятие как единый имущественный и производственный комплекс. Целостный имущественный комплекс – это хозяйствующий объект с завершённым циклом производства продукции (работ, услуг). Отличительной особенностью такой оценки является то, что стоимость имущественных активов корректируется на стоимость гудвилла. Причем под гудвиллом следует понимать деловую репутацию предприятия, его нематериальный актив, стоимость которого создается благодаря управленческому искусству, позициям на рынке, успешному внедрению новых технологий и т.д.

Заметим, что потенциальных покупателей целостного комплекса интересует, как правило, не только первоначальная и остаточная стоимость имущества, а и сумма чистой прибыли, которую можно получить в результате эксплуатации предприятия. Кроме того, большое значение имеет размер имущественных прав и обязанностей соответствующего субъекта хозяйствования.

Отечественное законодательство в случае оценки целостного имущественного комплекса предусматривает использовать методы балансовой, рыночной и капитализированной стоимости.

В методике, предложенной Павлюченко В.М. [3] для оценки стоимости бизнеса в целом используются

**АНАЛИЗ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ**

методы чистой стоимости активов, рыночных сравнений и доходный.

Метод чистой стоимости активов позволяет определить стоимость предприятия как сумму цен реализации активов предприятия за вычетом суммы обязательств.

Метод рыночных сравнений является общим способом определения оценочной стоимости предприятий, долей в капитале предприятий и ценных бумаг, эмитируемых предприятиями, основанным на сравнении данного предприятия с аналогичными компаниями, долями в их капитале и ценными бумагами, которые были реально проданы на рынке.

В рамках доходного подхода возможно применение как метода капитализации дохода (прибыли), так и метода дисконтирования будущих доходов (прибылей). При использовании метода капитализации репрезентативная величина дохода за один временной промежуток пересчитывается в стоимость предприятия с помощью коэффициента капитализации. Метод дисконтирования будущих доходов основан на оценке доходов в будущем для каждого из нескольких временных промежутков. Эти доходы пересчитываются в стоимость при помощи ставки дисконта.

Необходимо отметить, что ряд авторов, в частности О.О. Терещенко [2] под понятием «стоимость бизнеса» понимают стоимость корпоративных прав предприятия. Корпоративные права являются правами собственности на часть (пай) в уставном фонде (капитале) предприятия вместе с правом на управление, получение соответствующей части его прибыли, а также части активов в случае ликвидации этого предприятия согласно действующему законодательству.

В странах с рыночной экономикой и развитым фондовым рынком корпоративные права оценивают с помощью рыночной цены акций. Использовать этот метод в Украине трудно из-за неразвитости фондового рынка. Согласно «Методике оценки государственных корпоративных прав», утвержденных 02.08.99 г. Кабинетом Министров Украины, стоимость корпоративных прав рекомендуется оценивать методом капитализированной стоимости или балансовым методом.

Таким образом, обобщив анализ существующих на сегодняшний день методов оценки имущества, предприятия и бизнеса в целом, можно сделать вывод о целесообразности использования при оценке инвестиционной привлекательности объекта несколько методов, реальная же стоимость компании находится в промежутке между максимальной по величине оценкой и минимальной из них.

**Литература**

1. Видарте Варгасова К. Оценка имущества приватизируемых предприятий // Бизнес-информ. - 1998. - № 1 - с. 53-56.
2. Терещенко О.О. Фінансова санація та банкрутство підприємств: Навч. посібник. - К.: КНЕУ, 2000.- 412 с.
3. Управление инвестициями: В 2-х т. Т.1. / В.В. Шеремет, В.М. Павлюченко, В.Д. Шапиро и др. - М.: Высшая школа, 1998. - 416 с.