

УДК 65.001

Т.М. ІСАЄВА

Бердянський університет менеджменту і бізнесу

**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА З ВИКОРИСТАННЯМ МОДЕЛІ
ОЛЬСОНА**

У статті розглядається методичний підхід до проблеми управління вартістю підприємства. Доведено, що однією з найбільш перспективних сучасних розробок в теорії оцінки вартості підприємства є модель Ольсона, відзначено її переваги та недоліки, особливості застосування на вітчизняних підприємствах.

Ключові слова: вартість підприємства, управління вартістю підприємства, оцінка підприємства, модель.

Розвиток України в трансформаційних умовах вимагає наукового розв'язання сучасних економічних завдань, серед яких особливе місце належить управлінню підприємствами, в тому числі за критерієм їх вартості. Визначити вартість компанії, в країні з перехідною економікою доволі складно. Це зумовлено насамперед необхідністю обліку високих ризиків, характерних для ринків, що формуються. Актуальність цієї проблематики обумовлена також її новизною стосовно вітчизняних підприємств і значенням для сталого підвищення ефективності їх господарювання. Особливого значення набуває розробка процедур оцінки вартості щодо підприємств різної галузевої приналежності.

У світовій практиці використовується безліч різноманітних підходів до оцінювання вартості підприємств, їх активів, бізнесу загалом. Разом з тим, питанням оцінювання поки що надається недостатньо уваги. Тут необхідно підкреслити, що при проведенні оцінкових робіт на підприємствах багато з існуючих підходів або взагалі не використовуються, або використовуються вкрай рідко, в результаті чого на практиці не завжди досягають всебічного, повного і об'єктивного оцінювання величини капіталу.

Актуальність питання, що розглядається, привертає увагу значної кількості науковців. Дослідження окремих аспектів теорії управління вартістю підприємства відображено у наукових працях таких авторів, як: К. Мерсер, Т.У. Хармс, Дж.Р. Хітчнер, Дж. Рош, Ш.П. Пратт, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррін, Р. Хіггінс, М.К. Скотт, Ф.Ч. Еванс, Д.М. Бішоп, С. Хелферт, К. Уолш, К. Феррис, П. Моросіні, У. Седжер, К. Мерсер, Р.Л. Браун, М.М. Герасимов, П.Л. Віленський, В.М. Лівшиц, В.М. Рутгайзер, С.В. Валдайцев, С.В. Расказов, В.Е. Меладзе та інших.

Останніми роками проблемам управління вартістю в цілому було присвячено і ряд робіт дослідників країн пострадянського простору. Найбільший внесок у розвиток основ вартісного управління з урахуванням особливостей української економіки зробили Н.С. Яременко, Н.В. Жиленко, С.Л. Скринько, В.Г. Ларцев, В.В. Панков, Н.П. Лебідь, О.Г. Мендрул, Н.П. Патрікі, О.В. Брезіцька, Н.Б. Кушнір, Р.О. Костирко, Н.В. Тертична, В.О. Шевчук, О.Г. Мендрул та інші.

Постановка завдання

В даний час в практиці оцінки вартості бізнесу широко застосовується сукупність методів, які безпосередньо не можна віднести до одного з загальноприйнятих підходів. Ці так звані «синтетичні» методи займають проміжне положення між зазначеними підходами. Використання нових методів вимагає застосування нових способів оцінки вартості бізнесу, які б поєднували в собі переваги кожного

із зазначених підходів. «Синтетичні» методи відіграють важливу роль і при отриманні підсумкової величини вартості підприємства [1].

Прикладом такої моделі, є модель Ольсона, що є однією з найбільш перспективних сучасних розробок в теорії оцінки вартості підприємства. Саме тому є актуальним і необхідним аналіз моделі Ольсона оцінки вартості підприємства, виявлення її переваг та недоліків, особливостей застосування на підприємствах пострадянського періоду.

Результати та їх обговорення

Модель Ольсона дозволяє висловлювати вартість акціонерного капіталу через дані бухгалтерської звітності, з урахуванням внесених у неї коригувань, пов'язаних з неадекватним відображенням вартості майна підприємства. Згідно даної моделі, вартість підприємства виражається через поточну вартість її чистих активів і дисконтований потік «надприбутків» (відхилень прибутку від «нормальної», тобто середньої за галузю величини) [2].

Підхід, який застосовується в моделі Ольсона, тісно переплітається з концепцією економічної доданої вартості – EVA [3]. Обидві ці концепції ґрунтуються на уявленні про "залишковий прибуток" – прибуток підприємства без очікуваного рівня прибутковості. Економічна додана вартість за період t може бути представлена як:

$$EVA_t = \text{фактичний прибуток}_t - r * \text{вартість капіталу}_{t-1} \quad (1)$$

де $\text{вартість капіталу}_{t-1}$ – вартість усіх активів підприємства на початку періоду t , r – вартість залучення та обслуговування капіталу (у відсотках), $\text{фактичний прибуток}_t$ – фактичний прибуток, отриманий від використання капіталу за період t .

Елементи цієї формули можуть бути представлені таким чином [4]:

$$\text{фактичний прибуток}_t = EBI_t = NOPLAT_t,$$

де EBI_t – прибуток до виплати відсотків; $NOPLAT_t$ – чистий операційний прибуток без скоригованих податків.

$$r = WACC,$$

де $WACC$ – середньозважені витрати на капітал.

$$\text{вартість капіталу}_{t-1} = TA_{t-1},$$

де TA_{t-1} – сукупні активи. Як правило, використовують середньорічну величину TA .

Враховуючи, що відношення EBI_t/TA_{t-1} є рентабельність активів підприємства (ROA), можна записати наступне:

$$EVA_t = EBI_t - WACC \cdot TA_{t-1} = \left(\frac{EBI_t}{TA_{t-1}} - WACC \right) \cdot TA_{t-1} = (ROA_t - WACC) \cdot TA_{t-1} \quad (2)$$

Зрозуміло, що капітал довгострокових інвесторів (акціонерів і кредиторів) збільшується тільки в тому випадку, коли рентабельність активів підприємства перевищує середньозважені витрати на капітал.

Так само можна визначити EVA , що припадає на акціонерний капітал. У даному випадку елементи загальної формули будуть мати інші значення [5]:

$$i\delta\acute{a}\acute{o}\delta\hat{e} \quad _t = NI_t,$$

де NI_t – чистий прибуток.

$$r = r_t,$$

де r_t – вартість акціонерного капіталу або очікувана акціонерами норма прибутковості на вкладений капітал.

$$\acute{e}\grave{a}i^3\grave{o}\grave{a}\grave{e} \quad _{t-1} = SE_{t-1} = B_{t-1},$$

де SE_{t-1} – акціонерний капітал; B_{t-1} – балансова вартість, вартість чистих активів.

Враховуючи, що відношення NI_t/B_{t-1} – це рентабельність власного капіталу підприємства (ROE), можна записати наступне:

$$EVA_t = NI_t - r \cdot B_{t-1} = \left(\frac{NI_t}{B_{t-1}} - r \right) \cdot B_{t-1} = (ROE_t - r) \cdot B_{t-1}. \quad (3)$$

Вартість фірми залежить як від вже інвестованого капіталу, так і від його майбутньої прибутковості, тому можна припустити, що вартість підприємства дорівнює сумі вартості його чистих активів і поточної вартості EVA за весь час його існування [6]:

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} EVA_{t+i}. \quad (4)$$

Будь-яка сучасна система бухгалтерського обліку ґрунтується на припущенні, що вартість чистих активів підприємства в кінці періоду (B_t) дорівнює їх вартості на початку (B_{t-1}) плюс прибуток (NI_t), отриманий за цей період без виплати дивідендів (D_t):

$$B_t = B_{t-1} + NI_t - D_t. \quad (5)$$

Якщо умовно припустити період існування підприємства рівним нескінченності, то використовуючи вищенаведені твердження, можна записати:

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t \cdot \left[\frac{NI_{t+i} - r_e B_{t+i-1}}{1 + r_e} \right]}{1 + r_e}, \quad (6)$$

де P_t – ринкова вартість підприємства в момент часу t ;

B_t – балансова вартість (вартість чистих активів) підприємства в момент часу t ;

$E_t \left[\frac{\cdot}{1 + r_e} \right]$ – очікувані значення, що ґрунтуються на доступній в момент часу t інформації, в тому числі: NI_{t+i} – чистий дохід за період $t+i$; r_e – вартість акціонерного капіталу.

Або, використовуючи означення ROE_{t+i} – рентабельність акціонерного капіталу (щодо прибутку після сплати податків до балансової вартості акціонерного капіталу) для періоду $t+i$:

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t \cdot \left[\frac{ROE_{t+i} \cdot B_{t+i-1}}{1 + r_e} \right]}{1 + r_e}. \quad (7)$$

B_{t+i-1} – балансова вартість (вартість чистих активів) підприємства до початку періоду $t+i$, може бути розрахована наступним чином:

$$B_{t+i-1} = B_{t+i-2} + NI_{t+i} - D_{t+i} = B_{t+i-2} + (1-k)NI_{t+i} = B_{t+i-2} + (1-k)ROE_{t+i} \quad (8)$$

де D_{t+i} – величина дивідендів за період $t+i$, k – коефіцієнт, що показує, який відсоток чистого доходу (NI) виплачується щорічно у вигляді дивідендів.

Ринкова вартість підприємства, обчислена за допомогою моделі Ольсона, ідентична результатам, одержуваним за допомогою таких традиційних методів, як дисконтування дивідендів (DDM) або грошових потоків (DCF). Однак модель Ольсона має ряд переваг в порівнянні з традиційними методами оцінки вартості підприємства. Зокрема, вона відображає процес створення капіталу акціонерів, а не його розподілу, що вигідно відрізняє дану модель від методу дисконтування дивідендів [7].

На практиці, як правило, необхідно вказувати точний горизонт планування. Тому формула (7) повинна бути модифікована виходячи з наявності кінцевого горизонту прогнозування. Подібне обмеження обумовлює необхідність розрахунку продовженої вартості, яка, однак, буде відрізнятися від аналогічної величини, яка визначається в методах дисконтування прибутку або грошових потоків. В даному випадку, продовжена вартість – це не вартість підприємства по завершенню певного прогнозного періоду, а різниця між ринковою та балансовою вартостями підприємства в кінці цього періоду [8]:

$$P_{terminal} = \frac{E_t \left[\frac{ROE_{t+T+1} - r_e}{r_e + r_e} \right] B_{t+T}}{r_e \cdot \left[\frac{r_e}{r_e + r_e} \right]}, \quad (9)$$

де $P_{terminal}$ – різниця між ринковою та балансовою вартостями підприємства в момент часу T ; $E_t \left[\frac{r_e}{r_e + r_e} \right]$ – очікувані значення, засновані на доступній в момент часу t інформації, у тому числі:

ROE_{t+T+1} – рентабельність власного капіталу підприємства на період, наступний за прогнозними;

r_e – вартість акціонерного капіталу;

B_{t+T} – балансова вартість підприємства в кінці прогнозного періоду.

Таким чином, ринкова вартість підприємства в момент часу t буде розраховуватися за формулою:

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^T \frac{E_t \left[\frac{ROE_{t+i} - r_e}{r_e + r_e} \right] B_{t+i-1}}{r_e \cdot \left[\frac{r_e}{r_e + r_e} \right]} + \frac{E_t \left[\frac{ROE_{t+T+1} - r_e}{r_e + r_e} \right] B_{t+T}}{r_e \cdot \left[\frac{r_e}{r_e + r_e} \right]}, \quad (10)$$

Саме цей варіант моделі Ольсона, швидше за все, і буде найбільш підходящим для практичного застосування.

Висновки

Таким чином, розглянута модель Ольсона володіє цілим рядом переваг:

– дана модель гармонійно поєднує в собі витратний і прибутковий підходи до оцінки, і, отже, позбавляє від необхідності при узгодженні результату в звіті вводити ваги для різних підходів;

- модель Ольсона звільняє від пошуку великої кількості інформації для проведення оцінки, оскільки дані про вартість чистих активів і чистого прибутку відображені в стандартній бухгалтерській звітності підприємства;
- вартість, порахована відповідно до моделі Ольсона, володіє низьким ступенем чутливості до зміни ставки дисконтування;
- модель Ольсона дозволяє оцінювати і збиткові підприємства;
- фундаментальні економічні показники, які не використовуються в моделі Ольсона не роблять істотного впливу на формування внутрішньої вартості бізнесу;
- високий потенціал моделі може бути використаний при виробленні стратегії розвитку підприємства.

Таким чином, використання моделі Ольсона для оцінки вартості підприємства здатне дати не тільки результати, пов'язані з підвищенням ефективності корпоративного управління підприємства, але одночасно збільшує імідж підприємства, як у власних акціонерів, так і потенційних інвесторів підприємства.

Список використаної літератури

1. Кушнір Н. Синтетичні методи оцінки вартості бізнесу / Н. Кушнір // Інноваційно-орієнтовані засади максимального використання потенціальних можливостей виробництва в умовах євроінтеграції: Матеріали науково-практичної Інтернет-конференції 14-15 жовтня 2010 р. – Тернопіль: Крок, 2010. – С. 103 – 104.
2. Яременко Н.С. Сучасні моделі оцінки вартості банку і можливість їх використання в Україні [Текст] / Н.С. Яременко, С.О. Хайлук // Сучасні проблеми моделювання соціально-економічних систем: тези доповідей II міжнародної науково-практичної конференції 8-9 квітня 2010 р. – Х. : ФОП Александра К.М.; ВД «ІНЖЕК», 2010. – 264 с.
3. Герасимов Н. ПрименениemodelиОльсона в оценкестоимостикомпании [Электронный ресурс] / Н. Герасимов. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/finanalysis/value_ohlson.shtml.
4. Там само.
5. Там само.
6. Меладзе В.Э. Модель Эдвардса-Белла-Ольсона: [Электронный ресурс] / В.Э. Меладзе. – Режим доступа: <http://www.valnet.ru/m7-232.phtml>. – Заголовок з екрану.
7. Рассказов С.В. Стоимостныметодыоценкиэффективностименеджментакомпании [Электронный ресурс] / С.В. Рассказов, А.Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. – 2002. – № 4. – Режим доступа к журналу: <http://www.dis.ru/library/fm/archive/2002/4/633.html>.
8. Герасимов Н. ПрименениemodelиОльсона в оценкестоимостикомпании [Электронный ресурс] / Н. Герасимов. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/finanalysis/value_ohlson.shtml.

Стаття надійшла до редакції 18.10.2012

Управление стоимостью предприятия с использованием модели Ольсона

Исаева Т.Н.

Бердянский университет менеджмента и бизнеса

В статье рассматривается методический подход к проблеме управления стоимостью предприятия. Доказано, что одним из наиболее перспективных современных разработок в теории оценки

стоимости предприятия является модель Ольсона, отмечены епреимущества и недостатки, особенности применения на отечественных предприятиях.

Ключевые слова: стоимость предприятия, управление стоимостью предприятия, оценка предприятия, модель.

Cost management company using the model Olson

IsaevaT.

Berdyansk University of Management and Business

The article discusses a methodical approach to cost management company. Proved that one of the most promising modern developments in the theory of company valuation model is Olson, noting its strengths and weaknesses, particularly in the application of domestic enterprises.

Keywords: value of the company, cost management of company, business valuation, model.