



УДК 658.114-027.555:330.133.7

Любкіна О.В.,

канд. екон. наук, доцент, докторант кафедри фінансів
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Оцінка вартості публічної компанії за умов ринків, що розвиваються

У статті здійснено узагальнення теоретичних засад оцінки вартості публічної компанії з врахуванням особливостей, притаманних фінансовим ринкам, що розвиваються: цінова нестабільність, суверенний ризик та ризик дискретності, обмеженість інформації, якість корпоративного управління, неадекватність ринкових методів оцінки ризику, міжнародна диверсифікація діяльності. На основі практичного досвіду оціночної діяльності в країнах, що розвиваються, виявлено особливості використання ринкового та доходного методів оцінки вартості компанії. Визначені напрями удосконалення правової та регуляторної інфраструктури в Україні, що створюють передумови для здійснення адекватної оцінки вартості компанії.

Ключові слова: ринки, що розвиваються, вартість компанії, порівняльний (ринковий) та доходний методи оцінки вартості.

Розвиток ринків капіталу на сучасному етапі характеризуються зростанням ролі інформації як основи прийняття рішень, адже саме її достовірність, доступність, релевантність та адекватність визначають ефективність механізму фінансового перерозподілу. У свою чергу, ефективний розподіл фінансових ресурсів між об'єктами інвестицій можливий лише тоді, коли інвестиційні угоди реалізуються на основі справедливої вартості відчужуваних активів.

На ринках капіталу країн, що розвиваються, оцінка вартості компаній має виражену специфіку як наслідок недостатньої розвинутості фінансових ринків, браку досвіду та професійної кваліфікації, наявності незначної кількості публічних компаній, асиметричності інформації, відсутності якісних даних тощо. Тому важливо виявляти особливі характеристики цих країн у порівнянні з розвинутими країнами, а також їх вплив на оцінку компанії. *Все зазначене стосується і ринку цінних паперів України – від початку створення гостро постали питання його ефективного функціонування та здатності встановлювати реальні ринкові ціни на активи.*

Проблемам формування вартості підприємства та її оцінки присвячено праці як навчально-методичного, так і науково-дослідного характеру таких вітчизняних і зарубіжних авторів як: В.В. Бойко, Р. Брейлі, Ю. Бригхем, О.В. Брезіцької, А.Л. Вайнштейна, Т. Висканти, Г.Я. Глинської, А. Дамодарана, А.О. Дубовик, І.В. Івашковської, О. Кравченко, Т. Коупленда, В.Н. Лівшиця, О.Н. Лобанової, О.В. Лускатова, С. Маерса, Г.М. Марковіца, Ф. Модільяні, М. Міллера, О.Г. Мендрула, Дж. Мурріна, Г. Островської, Т.В. Теплової, Н.В. Тертичної, С. Тітмана, Л. Тригеорґіса, Ю.В. Петленко, Д. Росса, Ш. Пратта, Дж. Пинто, Р. Рейли, М.А. Федотової, У.Ф. Шарпа, В.О. Шевчука, В.М. Шелудько, С. Эрба та ін. Однак більшість досліджень зосереджені на проблемах оцінки компаній, що оперують на розвинутих ринках капіталу. Тому необхідний подальший розвиток теоретичних основ оцінки вартості компанії і розробка науково обґрунтованих практичних рекомендацій у цій сфері за умов ринків, що розвиваються.

Завданнями цієї статті є: виявлення особливості методичних підходів до визначення вартісних характеристик публічної компанії на ринках, що розвиваються; обґрунтування передумов здійснення адекватної оцінки вартості компанії як одного з напрямів вирішення проблеми справедливого розподілу ресурсів між суб'єктами фінансового ринку.

Теоретичні та методичні аспекти фінансових інвестицій на ринках, що розвиваються, доцільно розглянути у двох площинах: з точки зору загальної проблематики фінансових інвестицій і з точки зору специфіки функціонування ринків, що розвиваються.



Одним із загальних питань при інвестуванні в інструменти власності є питання фундаментальних драйверів ринкової вартості акцій – наскільки у ринковій ціні активу відображена реальна вартість компанії, і наскільки вона визначена ціновими очікуваннями ринкових суб'єктів. Твердження про те, що ціна акцій на фондовому ринку намагається зрівнятися з їх внутрішньою, справжньою вартістю залежно від доступної для ринкових суб'єктів інформації про компанію, є ключовим для гіпотези ефективності ринків (*efficient market hypothesis*) запропонована Ю. Ф. Фамою. Ця гіпотеза була фундаментом теорій фінансових інвестицій майже протягом 50 років. Фактично йдеться про здатність ринку відображати в ціні на актив інформацію за попередні періоди, що стосується активу (слабка форма ефективності), поточної публічної інформації про актив (середня форма ефективності) і внутрішньої інформації (сильна форма ефективності).

Гіпотеза ефективності ринків майже від початку і дотепер зазнає критики як щодо часткових моментів (емпіричні докази обмеженої ефективності ринків містяться у працях А.Шлайфера і Р.Вішни, М.Бейкера і Дж.Верглера, С. Майерса і Н. Майлуфа та ін.), так і загалом (теорія рефлексивності, запропонована Дж. Соросом).

На практиці ринки демонструють різні рівні ефективності в різні періоди часу. В цілому, ринкам капіталу в розвинених країнах притаманна середня форма ефективності. У країнах, що розвиваються ситуація інша. У дослідженні Д. Моріца [9] зазначається, що за результатами дослідження ринків капіталу 27 країн, що розвиваються, тільки Угорщина, Ізраїль, Єгипет, Корея, Малайзія і Аргентина задовольняють більшість критеріїв для слабого рівня ефективності. К. Ган, М. Лі, Дж. Жанг аналізували ефективність ринку в Новій Зеландії та Австралії [7]. Гіпотеза про наявність середньої форми ефективності не підтвердилась – на фондових ринках цих країн існує слабка форма ефективності. Для фондового ринку Індії було проведене схоже дослідження та встановлена наявність слабкої форми ефективності ринку [12].

Нові тенденції у розвитку фінансових ринків лише загострили дискусії щодо впливу реальної, дійсної інформації про об'єкт інвестування на ринкові ціни. Подібні «сумніви» перманентно поновлюються після кожної фінансової кризи. Зокрема, ще Дж. М. Кейнс зазначав, що досягнення «Уолл-Стріт як інституту, соціальне значення якого полягає у спрямуванні нових інвестицій каналами, що забезпечують більший дохід у майбутньому ... ніяк не можна віднести до розряду визначних триумфів капіталізму, заснованого на *laissez faire*» [1, с. 224].

Проте, незважаючи на вагомі аргументи проти гіпотези ефективності ринків, наявність (у більш чи менш сильній формі) взаємозв'язку фундаментальної вартості корпорацій і її ринкової капіталізації має багато прихильників серед науковців і практиків і залишається одним із найбільш обґрунтованих постулатів ціноутворення на фінансових ринках.

Зміст та оцінка дійсної, внутрішньої вартості діючого підприємства залишається складною економіко-аналітичною та методологічною проблемою, незважаючи на тривалий період вивчення. І хоча концепція дійсної вартості компанії має вагомий теоретичний фундамент (так званий теоретичний етап теорії дійсної вартості бере початок у теорії А. Маршалла, І. Фішера, Ф. Модельяні, М. Міллера, і до 40-х років ХХ ст. були сформовані основні принципи та методи оцінки), більшість сучасних дослідників та аналітиків-практиків спираються у своїй діяльності на більш пізні праці, що умовно можна віднести до етапу практичного розвитку концепції вартості, першими з яких стали наукові доробки А. Раппарта, Ф. Блека, М. Шоулза, Дж. Стерна, Б. Стюарда, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Мурріна, Т. Левіса.

Оцінка вартості підприємства може бути здійснена на основі використання одного з трьох підходів: доходного, порівняльного (ринкового), майнового (витратного) або їх комплексного поєднання. Одне й те ж підприємство на певну дату може мати різну оціночну вартість залежно від вибору методу оцінки. Тому важливого значення набуває вибір найбільш адекватного ринковим умовам методичного інструментарію оцінки вартості компанії.

Загалом слід зазначити, що група країн, що розвивається, є досить неоднорідною. За різними джерелами, до країн, ринки яких розвиваються, відносять від 6 до 44 країн з усього світу. Ця розбіжність полягає у визначенні критеріїв виокремлення. Термін був вперше застосований економістом Антуаном ван Агтмаелом 1981 р., який намагався створити тер-



мін, що дистанціював би країни з високим економічним потенціалом зростання (з доходом на душу населення принаймні в 10 тис. доларів) від пулу інших «країн третього світу». Сьогодні Світовий банк використовує поріг в 11 906 доларів на душу населення для диференціації розвинутих країн і країн, що розвиваються [9, с. 25]. Багато вчених намагаються визначати ринки, що розвиваються, на основі не кількісних, а якісних параметрів. Д. Моріц у своєму дослідженні визначає країни, що розвиваються, за двома характеристиками: висока ступінь нестабільності і перехідного стану в економічному, політичному, соціальному і демографічному вимірі [9, с. 26].

Власний підхід до визначення переліку країн, що розвиваються, притаманний провайдерами інвестиційної інформації, хоча їх класифікаційна методологія не є прозорою. Наприклад, MSCI Emerging Markets Index, започаткований у 1988 р. як перший еталонний індекс для цього сектора світового ринку капіталу, до складу якого входить 21 країна [10]. Крім того, FTSE – британський провайдер індексів ринку капіталу публікує індекс ринків, що розвиваються. FTSE розрізняє високо- і середньорозвинуті ринки, що розвиваються, за рівнем доходу і розвитком інфраструктури ринку капіталу. Статус України за цим індексом остаточно не визначено, у вересні 2013 р. буде черговий його перегляд відносно того, чи можна внести Україну до країн, що розвиваються, групи середнього рівня чи до списку індексу «прикордонних країн» [6].

Хоча компанії із країн, що розвиваються, мають різні умови ведення бізнесу, знаходяться на різних континентах, існують спільні для них моменти, які необхідно враховувати при оцінці їх вартості:

1) екзогенні чинники:

□ цінова нестабільність, що проявляється через курс валют та купівельну спроможність (інфляцію). У деяких країнах обмінний курс іноземної валюти фіксований, створюючи ілюзію стабільності, але, коли валюту ревальвують чи девальвують, є істотні зрушення. Відсутність довгострокових безризикових запозичень у валюті, позбавляє ключової інформації – безризикової ставки доходності.

□ суверенний ризик. Підвищений рівень ризику ринків, що розвиваються, обумовлений неефективністю або нестабільністю державного апарату, інформаційною асиметрією, слабкою захищеністю прав інвесторів та наявністю обмежень на їх вхід або вихід із фінансового ринку, впливає на умови функціонування компаній і, як наслідок, на їх вартість. Загальним правилом при здійсненні оцінки ризику компанії (з якого можуть бути винятки) є те, що інвестиційний рейтинг компанії не може бути вищий суверенного рейтингу її країни, тому ризик країни є суттєвою надбавкою у необхідній доходності акціонерного капіталу компанії;

□ брак інформації про компанії та низька оперативність її надходження на ринок, що є наслідком низького рівня розкриття інформації, замовчування суттєвої інформації про доходи, реінвестування, борги та відмінностей у стандартах бухгалтерського обліку;

□ ризик ліквідності. Фондові ринки в регіонах, що розвиваються, часто є менш ліквідними, ніж розвинуті ринки. Причини: невелика кількість потенційних платоспроможних інвесторів; висока вартість торгових операцій через неефективність ринкових механізмів; обмежена кількість публічних компаній, акції яких торгуються; загальна недовіра до ринку через асиметрію інформації тощо. Ринковий дисконт за збільшення ліквідаційних витрат активу знаходиться в межах 20–45%. При оцінці активів зазвичай жодна із методик не враховує їх ліквідність, тому, здійснюючи оцінку, аналітик припускає, що активи є ліквідними, а потім коригує їх вартість [11, с. 105-106];

□ ризик дискретності. Сюди можна віднести загрозу націоналізації або тероризм. Ймовірність таких подій може бути невеликою, їх наслідки є масштабними. Примусове відчуження власності на капітал прямих іноземних інвесторів є гіршим випадком для будь-якої фінансової участі в країнах, що розвиваються (наприклад, експропріації численних об'єктів експлуатації нафти у Венесуелі у 2007 р.) [9, с.30].

2) Ендогенні чинники:

□ неадекватність ринкових способів оцінки ризику. Наприклад, □- коефіцієнти, корпо-



ративні рейтинги облігацій можуть бути недоцільними, якщо немає ліквідних фінансових ринків і компанії не здійснювали емісію облігацій [5];

□ корпоративне управління. Багато компаній з країн, що розвиваються, являють собою сімейний бізнес і, навіть якщо вони перейшли до публічного типу, сім'ї зберігають контроль за допомогою акцій з різними правами голосування, холдингових пірамід, перехресних холдингів між компаніями. Як наслідок, зміна управління в компаніях із країн, що розвиваються, є набагато більш складним процесом, ніж у компаніях з розвинутих країн;

□ міжнародна диверсифікація діяльності. Зв'язок міжнародної диверсифікації та зростанням непередбачуваності доходів виникає внаслідок більшої обізнаності аналітика у внутрішньому ринковому середовищі порівняно із закордонним (різна культура, географічні відмінності, правова база, мова тощо) [5, с. 105].

Особливості використання методів оцінки вартості компанії за умов ринків, що розвиваються, порівняно з розвинутими ринками, обумовлені зазначеними вище особливостями.

У країнах, що розвиваються, зазвичай користуються двома групами методів: доходними та ринковим, з акцентом на метод дисконтованого грошового потоку. Зокрема, вибіркового аналізу аналітичних звітів, які покривають українські компанії, вказує на те, що домінуючим підходом оцінки є доходний, а саме – метод дисконтованого грошового потоку. У табл. 1 представлено зведені дані вибірки, що містить 35 аналітичних оцінок восьми інвестиційних компаній. Розподіл елементів вибірки за оцінювачем зміщено у бік українських компаній.

Таблиця 1

Методи оцінки, що використовують інвестиційні компанії*

Оцінювач	DCF	SOTP (DCF)	Мультипліка-тори	DCF і мультиплікатори	Модель Гордона	Всього
BG Capital	5	3		4	1	13
Concorde Capital	10					10
Dragon Capital				6		6
Eavex Capital				1		1
Erste Group	1					1
JPMorgan			1			1
Renaissance Capital	1		1			2
Troika Dialog				1		1
Всього	17	3	2	12	1	35

*Складено на основі [4]

При одночасному використанні DCF методу та методу мультиплікаторів, вагове співвідношення було на користь першого, або ж розподіл здійснювався на паритетній основі (у 58% використовувалось співвідношення один до одного).

При здійсненні оцінки вартості компанії за допомогою порівняльного методу зазвичай два види мультиплікаторів є основними – P/E та EV/EBITDA [11, с.116]. Деякі дослідники вважають, що точність методу мультиплікаторів є вищою за точність методу DCF через можливі помилки у прогнозуванні та значну кількість необхідних припущень при побудові DCF моделей. Зокрема, при оцінці венчурного капіталу 45% припадає на порівняльні методи у розвинутих країнах, і це в основному мультиплікатори прибутку та EBITDA у Великобританії і Франції [11, с. 109].

Водночас, у країнах, що розвиваються, значно менше можливості використовувати порівняльні методи оцінки вартості компанії через суттєву розбіжність у параметрах фондового ринку (табл. 2). Фондовий ринок у розвинутих країнах становить значну частку у ВВП, подекуди навіть перевищує його [13].



Крім цього, при використанні порівняльного підходу на ринках, що розвиваються, виникають інші проблеми: мало порівнянних фірм, особливо якщо за базу порівняння беруться компанії співставні з точки зору сфери та країни діяльності; значні відмінності у показниках ризику, грошових потоках, темпах зростання порівнюваних компаній. Так, наявність в Україні 32 публічних компаній, акції яких торгуються на міжнародних фондових біржах (36% входять до сільськогосподарського сектора) є недостатньою для проведення достовірної оцінки на основі використання лише ринкових методів.

Таблиця 2

Порівняння показників розвитку фондових ринків різних країн [11, с. 110; 35]

	Україна	Єгипет	Сирія	Саудівська Аравія	Алжир	США	Англія	Франція	Канада
Термін існування ринку, роки	22	27	4	27	11	218	210	200	160
Кількість компаній у лістингу	549	213	18	145	3	8000	2713	8000	1498
Ринкова капіталізація, млрд. доларів	34	84	3	344	1	12862	3598	2900	1900

Вищі темпи зростання економік, що розвиваються, порівняно з розвинутими економіками [8], інкорпорується компаніями, які працюють на цих ринках – компанії схильні до зростання заснованого на загальному зростанні національної економіки. Це робить DCF метод найбільш придатним для використання в країнах, що розвиваються. Так, EFG Hermes, що покриває весь регіон MENA, використовує DCF метод як основний у 95% випадків та доповнює його використанням мультиплікаторів більшою мірою лише для підтвердження [11, с. 116].

Предметом критики методу DCF виступають його неспроможність врахування таких важливих параметрів як стратегія, якість товарів та послуг, знання та навички керівництва, взаємовідносин між постачальниками, споживачами, наявність вхідних та вихідних бар'єрів, інтенсивність конкуренції тощо. Крім того, CAPM, на якій базується визначення ставок дисконтування, сама є предметом критики. Крім того, практичне застосування моделі DCF є надзвичайно складним (якщо не неможливим) за умов ненадійності опублікованих даних компаній, маніпулювання даними, загроза чого поширена на ринках, що розвиваються.

Ще однією особливістю ринків, що розвиваються, є важливість технічного аналізу у порівнянні з фундаментальним аналізом. Часто вартість акцій компаній на таких ринках надто висока, або нижче вартості активів чи вартості заміщення, що не відображає будь-який фундаментальний аналіз. Причинами є: низький рівень капіталізації ринків, що робить їх чутливими до раптової зміни ліквідності; кореляція зі змінами на фондових ринках інших країн; нестабільна політична ситуація; інсайдерська інформація. На тлі глобальної кризи посилюється увага і до таких «нефінансових» факторів як якість менеджменту та прозорість діяльності компаній. За оцінками представників деяких західних фондів, розмір премії за налагоджену систему корпоративного управління і прозорість компанії з СНД, при інших рівних може доходити до 40% [3].

Можна припустити, що в Україні сьогодні існує слабка форма ефективності ринку, що характеризується елементами асиметричності інформації. Це означає, що деякі категорії учасників (наприклад, топ-менеджмент компанії) можуть володіти інсайдерською інформацією, чим може бути зумовлена різниця в ринковій ціні і кількісній оцінці вартості компанії. Крім того, фондовий ринок залишається надзвичайно закритим (приблизно 90% усіх операцій на ньому здійснюються в так званому приватному режимі), що також перешкоджає встановленню об'єктивної вартості та доходності вітчизняних цінних паперів.

За обрахунками дослідників, у світі кожен аналітик у середньому покриває близько



десяти компаній. В українських компаніях менший штат аналітиків, але вони в середньому покривають приблизно таку саму кількість компаній [2]. Співставлення якості інвестиційних оцінок засвідчує, що аналітики в Україні приблизно в 37% надають правильні рекомендації, що деякою мірою співставляються з міжнародними розрахунками*. [80; 94; 95]. Хоча більшість звітів в своїй основі мали бичачий тренд (76%), в той час як на ринку складався ведмежий. Похибки оцінок вартості компанії пов'язані не тільки з професійними якостями оцінювача, а більш значною мірою ринковою ефективністю, ліквідністю, доступністю, достовірністю та якістю інформації.

Можна сформулювати такі рекомендації до органів державної влади та управління щодо підвищення прозорості ринку, зниження асиметричності інформації, а також підвищення ефективності оціночної діяльності її суб'єктів:

1. Продовжувати уніфікацію та гармонізацію законодавства в сфері оцінки вартості підприємства, конкретизувати та закріпити у законодавчих актах сутність понять, що стосуються оціночної діяльності («оцінка бізнесу», «оцінка вартості підприємства», «оцінка цілісного майнового комплексу», «оцінка власного капіталу підприємства», «оцінка інвестованого капіталу підприємства») та обґрунтувати особливості застосування кожного з них.

2. Підвищити рівень контролю за переходом акціонерних товариств на міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (починаючи з 1 січня 2012 р. публічні акціонерні товариства, страхові компанії та банки мають становити фінансову звітність за МСФЗ) та своєчасності подання, розкриття звітності. Це важливо для менеджменту компанії (здійснення бенчмаркінгу, для виявлення слабких та сильних сторін підприємства), і для інвесторів, кредиторів, держави (зниження ризиків, можливості здійснення оцінки вартості компанії ринковими методами, порівняння альтернатив вкладення коштів тощо).

3. Запровадження на базі провідних університетів нових програм підготовки фахівців у сфері аналітичної оцінки бізнесу. Підготовка фахівців цієї сфери може відбуватися в рамках існуючих спеціальностей, або через створення окремої спеціальності, орієнтованої як на практичну, так і на теоретико-методологічну сторони. Пріоритетним завданням, що має ставитися перед такими програмами – створення принципово нової гілки теорії фінансового управління компанією за умов ринків, що формуються, створення бази емпіричних досліджень щодо концепції корпоративних фінансів на ринку України та інших ринках, що зростають.

4. Удосконалення потребують українські правові норми в галузі розкриття інформації (розкриття інформації українськими публічними компаніями не лише фінансового характеру) та існуюча система ЕСКРІН (Електронна система комплексного розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організаторів торгівлі), запроваджена з 01.01.2011 р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

5. Підвищення рівня корпоративного управління. У лістингових вимогах Української біржі і ПФТС відсутня згадка корпоративного управління або його елементів. У цьому питанні доцільно скористатися міжнародним досвідом, а саме: оновлений Кодекс корпоративного управління прийнятий у травні 2010 р. Радою із фінансової звітності Великобританії. Нова редакція Кодексу кращої практики корпоративного управління для компаній з лістингом на Варшавській фондовій біржі, що набула чинності у січні 2012 р.

6. З метою підвищення ліквідності внутрішнього фондового ринку доцільно надати можливість українським компаніям мати подвійний лістинг (котирування цінних паперів однієї і тієї ж корпорації більш як на одній фондовій біржі). Це не лише розширить можливості їх фінансування, а й дозволить привернути увагу іноземних інвесторів на внутрішній ринок.

Література:

1. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. / пер. с англ.; общ. ред. и предисл. А.Г. Милейковского, И.М. Осадчей. – М.: Прогресс, 1978. – 495 с.

* За даними журналу Bloomberg Markets, точність рекомендацій (купувати, тримати або продавати), які давали аналітики 350 фірм щодо акцій 200 найдорожчих компаній світу. Точними вважалися прогнози експертів, що радили купувати акції компаній, які у майбутньому дорожчали. Точність прогнозів ТОП-10 компаній коливались від 34 до 16 % випадків.



2. Мартинишев С. Как электронные Data Book снижают нагрузку на IR-службы. [Электронный ресурс]/ С. Мартинишев/ Interfax Business Service. – Режим доступа: <http://www.irconsulting.ru> – Назва з екрана
3. Открытость украинских компаний [Электронный ресурс]/ раздел «Бизнес», UBR. – Режим доступа: <http://ubr.ua/business-practice/own-business/otkrytost-ukrainskih-kompanii-issledovanie> – Назва з екрана.
4. Capital IQ: Financial data (investment researches, financial statements, stock market price etc.) [Электронный ресурс]/ S&P Capital IQ platform: [сайт]. – Режим доступа: <https://www.capitaliq.com/home.aspx> – Назва з екрана.
5. Damodaran A. Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies [Электронный ресурс]/ Aswath Damodaran, September 2009 – Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/emergmkt.pdf> – Назва з екрана.
6. FTSE Emerging Market indices [Электронный ресурс] // FTSE: [сайт]. – Режим доступа: http://www.ftse.com/Indices/FTSE_Emerging_Markets/index.jsp – Назва з екрана.
7. Gan C. Revisiting Share Market Efficiency: Evidence from the New Zealand Australia, US and Japan Stock Indices [текст]/ [C.Gan, M. Lee, A.Y.H. Hwa, J. Zhang]//Am. J. Applied Sci. – 2005. – №2. – pp. 996-1002.
8. GDP real growth rate and GDP per capita data [Электронный ресурс]// Index Mundi [сайт]. – Режим доступа: <http://www.indexmundi.com> – Назва з екрана.
9. Moritz D. Gimpel Valuation in Emerging Markets [текст]: [Master Thesis] / Moritz David Gimpel// Copenhagen Business School, 2010. – 88 p.
10. MSCI Emerging Markets Indices [Электронный ресурс] // MSCI: [сайт]. – Режим доступа: http://www.msci.com/products/indices/country_and_regional/em/ – Назва з екрана.
11. Rady A. Valuation Methodologies Used In Emerging Markets versus Developed Markets [текст]/ Alaa Rady and Laura Nъsez // World Journal of Social Sciences. – May 2012. – Vol. 2, №3. – P. 103 – 119.
12. Rajesh Ramkumar Analysis of Market Efficiency in Sectoral Indices: A Study with a Special Reference to Bombay Stock Exchange in India [текст]/ [Rajesh Ramkumar.R, Selvam.M, Vanitha.S, Gayathri.J and Karpagam.V]// European Journal of Scientific Research. – January- 2012. – Vol.69, №2. – PP. 290-297.
13. Stock market statistical database for 2008-2012 [Электронный ресурс]// European Commission Statistic Committee: [сайт]. – Режим доступа: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/monetary_financial_statistics/data/database – Назва з екрана.

Любкина Е.В., канд. экон. наук, доцент, докторант кафедры финансов Киевского национального университета имени Тараса Шевченко

Оценка стоимости публичной компании в условиях развивающихся рынков. В статье обобщены теоретические аспекты оценки стоимости публичных компаний с учетом особенностей, которые характерны для развивающихся финансовых рынков: ценовая нестабильность, суверенный риск и риск дискретности, недостаточность информации, качество корпоративного управления, неадекватность рыночных методов оценки риска, международная диверсификация деятельности. На основе практического опыта оценочной деятельности в развивающихся странах выявлены особенности использования рыночного и доходного методов оценки стоимости компании. Определены направления усовершенствования правовой и регуляторной инфраструктуры в Украине, создающие предпосылки для осуществления адекватной оценки стоимости компании.

Ключевые слова: развивающиеся рынки, стоимость компании, сравнительный (рыночный) и доходный метод оценки стоимости.

Liubkina O.V., Candidate of Economic Sciences, Assistant professor, Doctoral of the Finance Department of Kyiv National University named after Taras Shevchenko

Assessment of the value of public companies in emerging markets. In the article the theoretical principles and practical experience of valuation of the enterprises were summarized with taking into account the inherent features of developing financial markets: price instability, sovereign and discretion risks, lack of information, quality of corporate governance, inadequacy of market-based risk assessments, international diversification of activities. The peculiarities of applying market or income methods for valuation of the company were found on the bases of the experience of appraisal activities in developing countries. It is determined the ways of improvement of the legal and regulatory infrastructure in Ukraine that create prerequisites for adequate valuation of business.

Key words: emerging markets, enterprise value, comparative method of valuation, method DCF