

**Ключевые слова:** зерно, маркетинг, система управління, маркетингова дистрибуція, канали сбыта, посередники, служба маркетинга.

### SUMMARY

**Petrenko O.P., Radutna O.V. Drifts of grain marketing management system in AMC "Friendship"**

*The necessity and importance of the grain marketing management system at the enterprise as a factor in increasing the efficiency of management has been grounded. The current state of marketing in business for the period from 2012 to 2014 has been studied. Shortcomings in the grain marketing management have been revealed and drifts of grain marketing management system in the cooperative have been proposed.*

**Keywords:** grain, marketing, management system, marketing distribution, channels, intermediaries, service marketing.

УДК 330.3:631.147(477.7)

## ОСОБЛИВОСТІ ВИЗНАЧЕННЯ БЕЗРИЗИКОВОЇ СТАВКИ ДИСКОНТУ В ПРОЦЕСІ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Ю.О. Репушевська

Одеський національний економічний університет, м. Одеса

**Анотація.** У статті наведено авторське бачення щодо визначення безризикової ставки дисконту під час визначення різних видів вартості цілісних майнових комплексів. Особливу увагу приділено врахуванню стану макроекономічної нестабільності в Україні протягом 2014-2015 років у процесі оцінки вартості промислових підприємств. Наведено принципову відмінність визначення ставки дисконту під час визначення вартості підприємства для цілей інвестування порівняно з оцінкою заставного майна.

**Ключові слова:** безризикова ставка дисконту, вартість підприємства, інвестування, ставка рефінансування, оцінка заставного майна.

**Вступ.** Процедури реструктуризації діяльності підприємств дозволяють постійно зберігати конкурентні позиції суб'єктів господарювання на тому чи іншому ринковому сегменті. Врахування цілей та інтересів власників та інвесторів у процесі реструктуризації підприємств відбувається завдяки коректному визначенню виду вартості, який залежить від цілей оцінки. Актуальним у цьому аспекті здійснення управлінських дій є визначення ставки дисконту, яка враховує у собі ризики, притаманні періоду часу та особливостям господарювання підприємства.

**Аналіз актуальних досліджень.** Проблематиці визначенню ставки дисконту та оцінки вартості підприємства присвятили свою увагу багато вітчизняних вчених, зокрема Котиш О. М. [1, с. 3], Назарова О. Г. [2, с. 5], Лісняк В. Г. [3, с. 96-99], Тян Є. Р. [4, с. 4], Пузенко С.А. [5, с. 35-42]. Критично-бібліографічний огляд літературних джерел, показав, що науковці та практики зосереджують свою увагу на кількісному визначенні ризиків, притаманних діяльності суб'єкта господарювання, завдяки статистичним методам та експертному оцінюванню. Врахування особливостей підприємства, яке оцінюється, здійснюється згідно із моделлю середньозваженої вартості капіталу (WACC) шляхом корегування ринкових ставок дохідності на індивідуальну структуру його капіталу. Зазначимо, що метод WACC не призначений для визначення вартості цілісного майнового комплексу. Розрахована за цим методом ставка дисконту, тільки характеризує ціну капіталу суб'єкта господарювання (у відсотках). Тому подальші дослідження необхідно зосередити на розробці методичних підходів, які б надавали можливість враховувати особливості макроекономічної ситуації в Україні й ризики, притаманні діяльності оцінюваного підприємства.

**Мета дослідження** полягає у виявленні особливостей побудови безризикової ставки дисконту під час оцінки вартості вітчизняних підприємств

в умовах нестабільної макроекономічної ситуації в Україні. Проведений аналіз дозволить запропонувати методичний підхід, що дозволяє прозоро враховувати зміни у зовнішньому середовищі функціонування вітчизняних підприємств під час визначення ступеню ризику інвестора в процесі набуття прав власності на активи вітчизняних підприємств.

**Результати дослідження.** Загальновідомо, що чим вище ставка дисконту в процесі визначення вартості підприємства, тим більш ризиковим є вкладання інвестицій у таке підприємство, а також його вартість буде нижчою, ніж за умови наявності низької ставки капіталізації.

Залежність між ставкою дисконту та вартістю цілісного майнового комплексу пояснюється формулою, згідно із якою вартість підприємства дорівнює відношенню річного чистого операційного доходу до ставки дисконту.

Наша увага щодо характеристики ставки дисконту обумовлена тим, що станом на 2015 рік, Україна є країною із “військовою економікою”, й, відповідно, методичні підходи, які були дієвими “до анексії територій нашої країни агресором” й “до суттєвої зміни ринкової кон’юнктури на валютному ринку” на цей час не дають правдивих результатів у процесі визначення вартості підприємств, які здійснюють антикризові перетворення у своїй виробничо-фінансовій діяльності.

Щодо ставки дисконту, то вважаємо, що протягом 2014-2015 років макроекономічна ситуація в Україні “диктує” розробку “нових” критеріїв до обрання її складових. Ставка дисконту розраховується в Україні здебільшого методом сумування або кумулятивної побудови (формула1).

$$\text{Ставка дисконту} = \text{безризикова ставка} + \text{премія за ризик} \quad (1)$$

Безризикова ставка – це ставка дохідності найбільш безпечних, на думку інвестора, вкладень коштів. Достатньо інформативною буде характеристика

існуючих на сьогодні підходів щодо визначення безризикової ставки дисконту у процесі оцінки вартості вітчизняних підприємств (таблиця 1).

**Таблиця 1**

**Методичні підходи до визначення безризикової ставки дисконту**

| № з/п | Автор                                                                                                                               | Період актуальності | Характеристика методичного підходу до визначення безризикової ставки                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1     | 2                                                                                                                                   | 3                   | 4                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 1     | Пузенко С.А. [5, с.37]                                                                                                              | 2000-2013 роки      | До безпечних вкладень у західних країнах зазвичай відносять вкладення у державні цінні папери або банківські депозити. Ставка дохідності таких вкладень коливається на рівні 2-5% до відрахування податку на доходи.<br>Визначити безризикову ставку в умовах будь-якої країни порівняно із безризиковою ставкою США або Європи, можна додавши до безризикової європейської ставки ризик країни, яка оприлюднюється провідними рейтинговими світовими агентствами. Отримане таким чином значення безризикової ставки в Україні приблизно співпадає із середніми ставками валютних депозитів провідних українських банків.                                                                                                                                                                                                               |
| 2     | Політика оцінки майна, що виступає забезпеченням виконання зобов'язань за кредитними операціями у одному з провідних банків України | 2012 рік            | Безризикова ставка прирівнюється до ставки прибутковості по банківських депозитах. Рівень прибутковості банківських депозитів для прирівнювання його до безризикової ставки повинен відповідати таким вимогам:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>– депозити приймаються валютними;</li> <li>– величина депозиту повинна кореспондувати з величиною чистого операційного доходу;</li> <li>– термін депозиту повинен відповідати терміну здобуття чистих операційних доходів</li> <li>– депозити використовуються для юридичних осіб</li> <li>– ставка прибутковості по депозитах розраховується як середня по депозитах, з названими вище характеристиками, системоутворюючих банків</li> </ul>                                                                                                                                  |
| 3     | Лісняк В.Г. [3, с.96]                                                                                                               | 2009 рік            | В Україні за безризикову норму прийнято (оцінювачами) валютний річний депозит юридичної особи у найбільш вагомих комерційних банках відповідно до розміру і тривалості (не менше року) вкладеного депозиту. Проте застосування норми капіталізації на базі долара США до гривневих грошових потоків не зовсім коректно. Визначати грошовий потік, норму доходу та безризикову складову методологічно коректним доцільно на базі валюти країни, на теренах якої відбувається процес оцінки майна та майнових прав. Це мотивовано системою ціноутворення за валютою грошових потоків (що здійснюються зазвичай у гривні) та ризиків, що визначені до цієї валюти.<br>Як наслідок, у підходах до визначення норми дисконту із застосуванням депозитів у іноземній чи національній валюті можуть існувати розбіжності отриманих результатів |

Продовження таблиці 1

| 1 | 2                     | 3                                   | 4                                                 |
|---|-----------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 4 | Думка серед практиків | Завжди актуально на думку практиків | Ставка рефінансування Національного банку України |

З суто практичного боку серед оцінювачів переважає думка стосовно прийняття відсоткової ставки по банківських депозитах як безризикової ставки дисконту. Проте порівняння особливостей розрахунку ставки по депозитах та розміру ставки рефінансування Національного банку України дозволяє нам робити твердження, що цей підхід щодо обрання депозитної ставки у якості орієнтиру для визначення безризикової ставки дисконту під час оцінки вартості підприємств у 2015 році, є достатньо сумнівним. Доказом зазначеного можуть бути такі роздуми: якщо дотримуватися методики, за якою безризикова ставка дорівнює ставці рефінансування Національного банку України, то на кінець квітня 2015 року безризикова ставка дорівнюватиме 30% (ставка рефінансування з 6 лютого по квітень 2015 року збільшилася з 19,5 до 30%) і це є економічно доцільним, оскільки ставка рефінансування – це відсоток, під який Національний банк України (далі – НБУ) видає кредити комерційним банкам. При низькій обліковій ставці та швидкому ослабленні гривні у банків є виграшна стратегія: вони можуть брати гроші у НБУ, переводити їх у валюту і за рахунок знецінення гривні отримувати дохід, який покриває ставку.

Висока облікова ставка робить такі операції більш ризиковими. На цей час в Україні політичний та економічний ризик здійснення інвестування є значно вищий, ніж у 2014 та 2013 роках, тому значення безризикової ставки у розмірі 30% є цілком логічним.

Якщо порівнювати ставки за річними банківськими депозитами для юридичних осіб у гривні, то вони коливаються від 18% до 22% (станом на квітень 2015 року). Дослідження складових, які формують розмір річної депозитної ставки у валюті для юридичних осіб (ці ставки коливаються від 13 до 16%), свідчить, що у структурі депозитної ставки є компоненти, які не мають

відношення до ризиків, які притаманні національній економіці ані на макро-, ані на мезоекономічному рівні, також наявні складові, які притаманні маркетинговій політиці кожного окремого банку. Для відображення зазначених нами особливостей формування депозитної ставки для юридичних осіб зосередимося на депозитах у гривні.

Суттєвою особливістю формування депозитної ставки як в Україні, так і в усьому світі, є те, що депозитні ставки треба розглядати обов'язково у взаємозв'язку із ставками за кредитами. Так, зазвичай розрив між кредитною та депозитною ставками 5-6% (18% за депозитами проти 25% за кредитами), до того ж формування ставки за депозитами залежить від ринкової кон'юнктури на депозитному ринку. Справа в тому, що банкіри говорять, що під час формування відсоткової ставки за депозитами, вони "йдуть на ринок" і порівнюють, хто і що пропонує. Далі починають працювати механізми, які пов'язані не стільки із реальною дохідністю депозитів, скільки із "психологічним впливом на клієнта". Наприклад, управлінський персонал деяких банків з метою боротьби за клієнта замість реальної ставки за депозитами для юридичних осіб 14%, пропонує йому 18% (станом на квітень 2015 року). І тільки коли клієнт вже завітав до банку задля додаткової інформації щодо зазначеної депозитної ставки, він не зразу зрозуміє, що 18% йому заплатять не на усю суму коштів, які він покладе на депозит, а на частину, або 18% будуть платити не протягом року, а лише декілька місяців протягом року, і тут вже буде спрацьовувати вміння банкірів умовити фізичну або юридичну особу залишитися клієнтом цього банку. Крім того, у структурі ставок за депозитними та кредитними угодами, які здійснює кожний банк, закладені адміністративні витрати кожного банку та очікуваний обсяг маржі, і ці складові жодного відношення не мають до макроекономічної політики країни. До речі, інфляційна складова здебільшого не враховується банківськими аналітиками під час розрахунків розміру ставок за депозитами та кредитами, оскільки головним для них, як вже зазначалось, є конкуренція на ринку банківських продуктів та спроба розширити коло клієнтів банку. Тому

спробуємо узагальнити ситуацію в Україні протягом 2012-2015 років: у 2012-2013 роках в країні була стабільність, й безризикова ставка була прирівняною до середньовзвішаної ставки за банківськими депозитами, оскільки, по-перше, так розраховували усі оцінювачі, а по-друге, здебільшого така безризикова ставка більш-менш відображала стабільний стан української економіки.

Щодо взаємозв'язку ставки рефінансування та банківської кредитної ставки, зазначимо, що банкіри не мають особливого бажання вдаватися до процедури рефінансування, оскільки цими діями вони привертають увагу НБУ щодо підвищеного контролю за активами, які перебувають у власності таких банків, до того ж банківські аналітики винайшли засоби залучення коштів, які є набагато дешевшими за рефінансування, наприклад, отримання права на користування деякими сумами коштів, які перебувають на поточних рахунках підприємств (зазвичай платність таких коштів складає 5-7%), тому залежність між ставкою рефінансування та обсягом банківських операцій безумовно є суттєвою, але для оцінювання вартості цілісних майнових комплексів, вона набуває незначної вагомості. Крім того, якщо у 2012-2013 роках умови господарювання в Україні більш-менш відображали розмір та зміни безризикової ставки дисконту (3-5%), то у 2014-2015 роках ситуація кардинально змінилася, тому методичні підходи щодо визначення безризикової ставки дисконту в процесі оцінки вартості майна та майнових прав, повинні відображати зміни критеріїв стану зовнішнього середовища функціонування суб'єктів господарювання.

Вважаємо за доцільне відмітити, що прирівнення безризикової ставки дисконту до ставки прибутковості по банківських депозитах є доцільним лише у випадку оцінки заставного майна. Коли банки та кредитні установи оцінюють заставне майно за ліквідаційною вартістю (вартістю вимушеного продажу), а не за ринковою вартістю, оскільки гроші треба видати клієнту у теперішній час, а продавати заставне майно у випадку несплати ссуди – через визначений термін часу, коли ризики, притаманні національній економіці, зміняться.

Вважаємо, що на період здійснення військових дій, коли інвестиційна привабливість України має наднизький рівень, треба використовувати формулу, яка відображала б у собі платежі, які обов'язково здійснює держава. Тобто, замість інвестора, який безперечно отримав би дохід від вкладання коштів у розвиток підприємницької діяльності, на перший план виходить держава, яка здійснює обов'язкові платежі задля збереження мінімальної стабільності в країні. Нами взято два обов'язкових платежі, які здійснює держава під час проведення військових дій на своїй території: витрати на проведення війни та пенсійне забезпечення. Ці витрати є мінімально необхідними для збереження більш-менш надійного стану, за якого населення країни буде підтримувати наміри державної виконавчої влади. Це є чисельником (див. формулу 2), у якості знаменника пропонуємо використовувати надходження коштів до бюджету.

$$\text{Безризикова ставка} = 1 - \frac{\text{витрати країни на ведення військових дій} + \text{пенсійні виплати}}{\text{надходження коштів до бюджету}} \quad (2)$$

Згідно із офіційною статистикою [6; 7], бюджет витрат на проведення військових дій на 2015 рік складає 90 млрд.грн., розмір пенсійних виплат станом з початку 2015 року до 30.04.2015 року складає 76,950072 млрд.грн. Обсяг надходжень коштів до бюджету станом на квітень 2015 року дорівнює 244, 6937 млрд.грн.

$$\text{Безризикова ставка} = 1 - \frac{90 \text{ млрд.грн.} + 76,950072 \text{ млрд.грн.}}{244,6937 \text{ млрд.грн.}} = 1 - 0,6823 = 0,3177 \times 100\% = 31,77\% \quad (3)$$

Зробимо спробу обґрунтувати методичний підхід стосовно побудови безризикової ставки дисконту в Україні під час проведення військових дій. Основна підстава для здійснення саме такого розрахунку безризикової ставки дисконту під час оцінки вартості підприємств полягає у тому, що коли ведуться військові дії, то інвестиційна привабливість країни поступово погіршується, і



це також супроводжується збільшенням зовнішнього державного боргу. Саме така ситуація спостерігається в Україні протягом 2014-2015 років.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** Наше дослідження показало, що розрахунок безризикової ставки дисконту в період кризової економіки у процесі визначення ринкової та інвестиційної вартості підприємств доцільно вести шляхом використання таких компонентів як витрати на війну, пенсійні виплати та надходження коштів до бюджету. Розмір безризикової ставки дисконту, розрахований запропонованим нами методичним підходом, дорівнює 31,77%. Загальна ставка дисконту, на нашу думку, повинна дорівнювати приблизно 60%. Зазначені розміри ставок у деякій мірі відображають бачення західних інвесторів, які мають розвивати підприємницьку діяльність в Україні, оскільки вони визначають безризикову ставку дисконту на рівні 28% (проте не розкривають методики розрахунку саме такого бачення політичного ризику інвестування в розвиток економіки України).

Розрахунок вартості підприємств, що проходять реструктуризацію, при кризовій економіці, доцільно здійснювати методом прямої капіталізації (тобто, очікуваний чистий операційний дохід ділити на ставку дисконту). Завдяки цьому підходу отримаємо вартість підприємства на теперішній час і ця вартість буде ринковою. Якщо ж розраховувати інвестиційну вартість, то потрібно використовувати метод дисконтування грошових потоків, оскільки розрахунки будуть ґрунтуватися на прогнозних даних, проте у премії за ризик здійснення господарської діяльності треба враховувати тривалий час на оформлення документації. Тому перспективою подальших досліджень у напрямку формування методичних підходів щодо визначення ставок дисконту вітчизняних підприємств, що проходять реструктуризацію, є розробка класифікації та розміру ставок ризиків, які відображають галузеву специфіку та рівень ефективності господарювання на підприємствах.

## Література

1. Котиш О. М. Оцінка інвестиційної вартості підприємства: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.04 "Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)" / О.М. Котиш. – Харків, 2011. – 21 с.
2. Назарова О. Г. Вартісний підхід до управління інвестиційним потенціалом підприємства: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.04 "Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)" / О.Г. Назарова. – Краматорськ, 2015. – 21 с.
3. Лісняк В. Г. Оцінка майна в Україні (нерухоме майно) / В.Г. Лісняк. – К., 2009. – 296 с.
4. Тян Є. Р. Механізм забезпечення ефективності інвестиційної діяльності підприємства: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.04 "Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)" / Є.Р. Тян. – Дніпропетровськ, 2012. – 18 с.
5. Пузенко С.А. Основы теории оценки. Порядок проведения независимой оценки в Украине / С.А. Пузенко. – К., 2007. – 122 с.
6. Видатки на оборону: чию армію годувати? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bbc.com/ukrainian/business/2015/03/150311\\_army\\_expences\\_eu\\_russia\\_az](http://www.bbc.com/ukrainian/business/2015/03/150311_army_expences_eu_russia_az)
7. Які пенсії отримуватимемо після 1 квітня? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ukrinform.ua/rubric-other\\_news/1829837-yaki\\_pensiii\\_otrimuvatimemo\\_pislya\\_1\\_kvitnya\\_2037286.html](http://www.ukrinform.ua/rubric-other_news/1829837-yaki_pensiii_otrimuvatimemo_pislya_1_kvitnya_2037286.html)

## АННОТАЦІЯ

***Репушевская Ю.А. Особенности определения безрисковой ставки дисконта в процессе оценки стоимости предприятия***

В статье приведено авторское видение определения безрисковой ставки дисконта при определении различных видов стоимости целостных имущественных комплексов. Особое внимание уделено отображению

состояния макроэкономической нестабильности в Украине на протяжении 2014-2015 годов в процессе оценки стоимости промышленных предприятий. Показано принципиальное отличие определения ставки дисконта при оценке стоимости предприятия для целей инвестирования по сравнению с оценкой залогового имущества.

**Ключевые слова:** безрисковая ставка дисконта, стоимость предприятия, инвестирование, ставка рефинансирования, оценка залогового имущества.

## ANNOTATION

### **Repishevsky J.A. Specifics of determining the risk-free discount rate in the process of enterprise valuation**

In the article there is the author's vision of determining the risk-free discount rate in determining the value of different types of integral property complexes. Particular attention is paid to display the status of macroeconomic instability in Ukraine during 2014-2015, in the process of assessing the value of industrial enterprises. It is displaying the fundamental difference between the definition of discount rate when evaluating the value of the enterprise for purposes of investment in comparison with the evaluation of the collateralized property.

**Keywords:** risk-free discount rate, enterprise value, investment, refinancing rate, assessment of the collateral.