

ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ ТА СИСТЕМАТИЗАЦІЯ ЧИННИКІВ ВАРТОСТІ КОМПАНІЙ НА РИНКАХ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

FEATURES OF VALUATION AND SYSTEMATIZATION OF THE VALUE FACTORS OF COMPANIES IN EMERGING MARKETS

УДК 3.330.05

DOI: <https://doi.org/10.32843/bses.45-12>

Куліш Г.П.

к.е.н., професор,
професор кафедри
корпоративних фінансів
і контролінгу
Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана
Галай Т.О.
магістр
Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана

Kulich Anna

Vadim Hetman Kyiv National
Economics University
Halai Tetiana
Vadim Hetman Kyiv National
Economics University

У статті розглянуто принципи, методи й механізми оцінювання вартості компаній. Роботу присвячено аналітичному дослідженню наявних методів оцінювання, їх критичному аналізу, розкриттю переваг та недоліків наявних оцінок вартості компаній, а також їх практичній доцільності та ефективності. Встановлено фактори формування вартості компаній. Розглянуто головні тенденції оцінювання вартості серед країн, що розвиваються. Визначено приналежність України до країн, що розвиваються, та до країн із прикордонним капіталом. Розглянуто можливі сценарії використання різних методів оцінювання вартості та перспективність їх подальшого впровадження. Встановлено різні прояви економічних процесів та систем за різних методах управління. Встановлено переваги, недоліки різних підходів, а також вибрано найбільш оптимальний та адаптивний підхід до оцінювання вартості. Встановлено його стратегічне призначення. Дослідження підтверджуються розрахунками та проміжними оцінками результатів діяльності.

Ключові слова: вартість компанії, методи оцінювання, чинники вартості, дисконтований дохід, оцінювання вартості бізнесу, ринок капіталу.

В статье рассмотрены принципы, методы и механизмы оценивания стоимости ком-

паний. Работа посвящена аналитическому исследованию существующих методов оценивания, их критическому анализу, раскрытию преимуществ и недостатков существующих оценок стоимости компаний, а также их практической целесообразности и эффективности. Установлены факторы формирования стоимости компании. Рассмотрены главные тенденции оценивания стоимости среди развивающихся стран. Определена принадлежность Украины к развивающимся странам и странам с пограничным капиталом. Рассмотрены возможные сценарии использования различных методов оценивания стоимости и перспективность их дальнейшего внедрения. Установлены различные проявления экономических процессов и систем при различных методах управления. Установлены преимущества, недостатки различных подходов, а также выбран наиболее оптимальный и адаптивный подход к оцениванию стоимости. Установлено его стратегическое назначение. Исследования подтверждаются расчетами и промежуточными оценками результатов деятельности.

Ключевые слова: стоимость компании, методы оценивания, факторы стоимости, дисконтированный доход, оценивание стоимости бизнеса, рынок капитала.

The article discusses the principles, methods and mechanisms of valuation of companies. The paper deals with the analytical study of existing valuation methods, their critical analysis, disclosure of the advantages and disadvantages of existing valuations method of companies and their practical appropriateness of application and effectiveness. Analysis of methodical approaches to the valuation of the enterprise provided the opportunity to identify significant differences in the standards regarding assessment tools and the feasibility of its use in modern conditions of development of economy of Ukraine. However, the transfer of the norms of international standards in domestic is impractical because the development of economic institutions of Ukraine does not allow full use of the income and market approaches of valuation of a company and to abandon the use of the property approach, as it did in the leading countries of the world. The factors of formation of cost of the company: exogenous factors (price volatility; sovereign risk; information constraints; liquidity risk; resource dependence; the risk of discreteness) and endogenous (the inadequacy of market risk assessment methods; corporate governance; international diversification activities). The main trends of cost estimation among developing countries are considered. Ukraine's affiliation to developing countries and border countries is determined. The possible usage scenarios of the different methods of assessing the value and prospects of their further implementation. The most suitable for the valuation of the enterprise under the concept of cost management and further development of the financial strategy are, in our opinion, the method of economic value added (EVA). Different manifestations of economic processes and systems under different management methods have been established. The advantages, disadvantages of different approaches are identified and the most optimal and adaptive cost estimation approach is selected. Its strategic purpose is established. Studies are supported by calculations and interim evaluations of performance.

Key words: cost, method, valuation, factor, company, discounted income, cost estimation, capital market.

Постановка проблеми. Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту (VBM) визнана академічним товариством та бізнес-товариством як ключова управлінська парадигма, а також отримує все більше поширення на практиці, зокрема в Україні. Внаслідок недостатнього рівня розвитку фінансових ринків, браку досвіду та професійної кваліфікації, наявності значної кількості публічних компаній, асиметричності інформації, відсутності якісних даних оцінювання вартості компаній країн, що розвиваються, зокрема України, має виражену специфіку, тому важливо виявляти особливі характеристики цих країн, порівнювати ці показ-

ники з розвинутими країнами, визначати їх вплив на оцінювання компанії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам формування вартості підприємства та її оцінювання присвячено праці як навчально-методичного, так і науково-дослідного характеру таких вітчизняних і зарубіжних авторів, як Р. Брейлі, О. Брезіцька, В. Делас, А. Дамодаран, Л. Долинський, І. Івашковська, О. Кравченко, П. Карцев, Н. Мамонтов, А. Ющенко. Однак більшість досліджень зосереджена на проблемах оцінювання компаній, що оперують на розвинутих ринках капіталу, тому необхідні подальший розвиток теоретичних

основ оцінювання вартості компанії та розроблення науково обґрунтованих практичних рекомендацій у цій сфері на ринках, що розвиваються.

Постановка завдання. Метою статті є теоретичне обґрунтування та розроблення практичних рекомендацій щодо оцінювання вартості компаній на ринках, що розвиваються Для досягнення означеної мети поставлено такі завдання:

- обґрунтування надання адекватної оцінки вартості компанії як одного з напрямів вирішення проблеми справедливого розподілу ресурсів між суб'єктами фінансового ринку;
- систематизація основних чинників впливу на вартість підприємства за умов ринків, що розвиваються;
- визначення особливостей методичних підходів до визначення вартісних характеристик компанії на ринках, що розвиваються;
- розроблення рекомендації щодо системного підходу до оцінювання вартості підприємства за допомогою методів та інструментів, що враховують особливості економіки України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Оцінка бізнесу – це об'єктивний аналітичний показник результатів діяльності компанії та перспективності намічених напрямів її розвитку (щодо очікуваного прибутку) [2].

Оцінювання вартості бізнесу дає можливість:

- визначити вартість компанії під час прийняття рішення про її подальший продаж чи реструктуризацію;
- оцінити привабливість інвестування в діючий бізнес з точки зору потенційного інвестора;
- побудувати власнику ефективну систему управління компанією.

Оцінювання вартості бізнесу необхідне в таких випадках, як оцінювання бізнесу «buyside», оціню-

вання бізнесу «saleside», оцінювання бізнесу для прийняття управлінських рішень, надання рекомендацій щодо реорганізації бізнесу, вихід власника з бізнесу, придбання бізнесу [1].

Визначення вартості підприємства є невід'ємною частиною вартісно-орієнтованого управління. У західній науково-практичній літературі концепція вартісно-орієнтованого підходу до управління дістала назву «Value Based Management» (VBM). Пріоритетним завданням стратегічного менеджменту є забезпечення зростання вартості підприємства, відповідно, максимізація ринкової вартості власного капіталу. Ключовим елементом вартісного підходу до управління фінансами є використання адекватних методів оцінювання підприємств [4].

Усі численні методи оцінювання можуть бути узагальнені за окремими підходами, що різняться способами розрахунку справедливої вартості компанії. Нині виділяють три підходи до оцінювання вартості компанії, а саме дохідний (оцінювання грошових потоків), витратний (оцінювання активів компанії), ринковий (порівняння фінансових мультиплікаторів компанії із середньоринковими показниками). У рамках визначених вище підходів виділяють цілу низку методів, за якими здійснюється оцінювання вартості компанії (рис. 1).

Цікавим є вивчення вартості компаній з країн, які розвиваються. Хоча умови ведення бізнесу для них є різними, існують спільні моменти, які необхідно враховувати під час оцінювання вартості компаній. 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 виборі критеріїв виокремлення, а методик для їх вибору цілком достатньо [3].

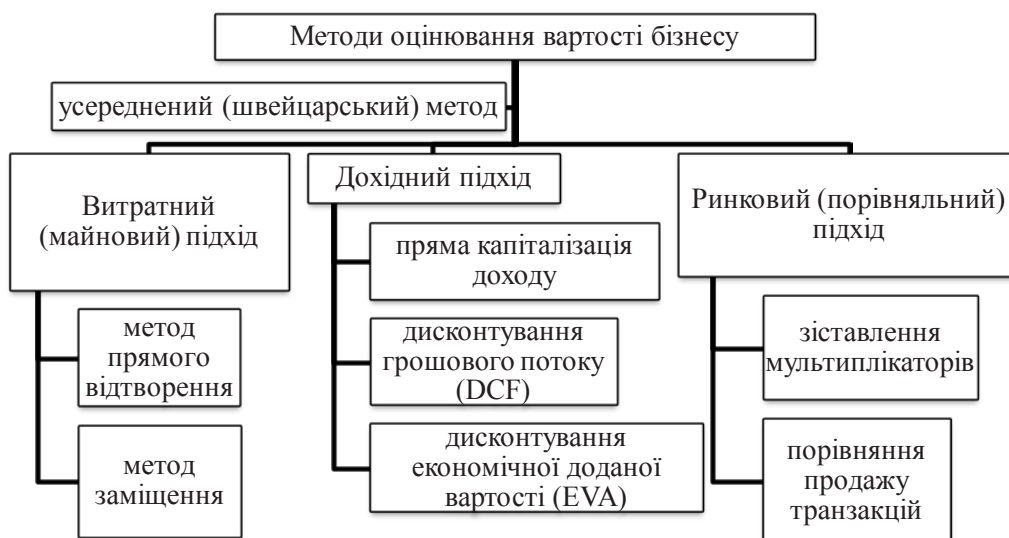


Рис. 1. Методи оцінювання вартості бізнесу

Джерело: сформовано на основі [2]

Згідно з оцінкою «Russell Frontier Index» та «S&P Frontier Broad Market Index» Україна є країною з прикордонним ринком капіталу, а за показниками економічного розвитку входить до складу групи країн, що розвиваються. На відміну від ринків, що розвиваються, прикордонні ринки мають низьку кореляцію з розвинутими ринками. Як видно з рис. 2, за останні 5 років показник кореляції прикордонних ринків капіталу та країн, що розвиваються, становить 0,57, з розвинутими країнами – 0,56. Водночас кореляція між ринками, що розвиваються, та розвинутими ринками встановилась на рівні 0,92. Отже, можна зробити висновок, що країни з прикордонним ринком капіталу відображають менший ризик інвестування та мають значно більший потенціал зростання, ніж ринки, що розвиваються [5].

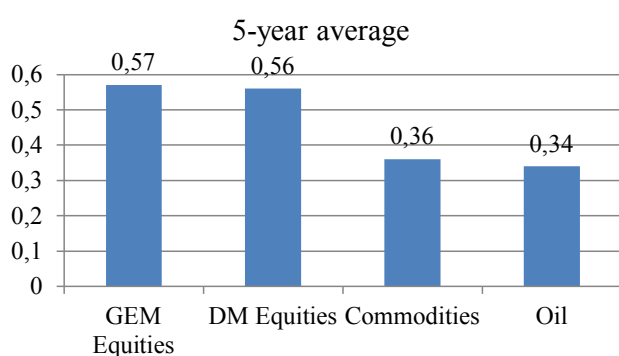


Рис. 2. Показники кореляції для країн з прикордонним ринком капіталу

Джерело: сформовано на основі [4]

На жаль, Україна не вписалась у світовий тренд зростання M&A з очевидних причин, а саме внаслідок політичної нестабільності та протистояння у східних регіонах країни, що створюють не найкраще середовище для інвестицій. Проте є суттєві передумови розвитку ринку M&A зокрема та збільшення обсягів інвестування в економіку України загалом, такі як бажання продати компанію через неможливість контролювати її внаслідок зміни політичних еліт; можливість подальшого

зростання внаслідок нових політичних, економічних та інших тенденцій, а також з огляду на перспективу інтеграції з ЄС; бажання купувати українські активи «на економічному дні» з огляду на ціну й велику кількість вимушених продажів. Також активність буде спостерігатися в галузях, орієнтованих на європейський ринок. Механізми, перелік товарів та їх конкурентоспроможність ще не до кінця зрозумілі, однак ближчі стосунки з ринками ЄС покращать інвестиційний клімат в Україні, збільшать обсяги інвестицій, поживлять ринок злиття та поглинання [6].

Саме тому прикордонні ринки капіталу, включаючи Україну, є привабливими для інвесторів, що прагнуть високого довгострокового доходу, незважаючи на поточну низьку капіталізацію та ліквідність. Оцінюючи вартість компаній на ринках, що розвиваються, зокрема України, для врахування всіх особливостей їх функціонування звертаємо увагу на систему таких чинників:

1) екзогенні чинники (цінова нестабільність, суверенний ризик, інформаційні обмеження, ризик ліквідності, ресурсна залежність, ризик дискретності [10; 11]);

2) ендогенні чинники (неадекватність ринкових способів оцінювання ризику, корпоративне управління, міжнародна диверсифікація діяльності) [5; 10; 11].

У країнах, що розвиваються, зазвичай користуються двома групами методів, а саме дохідними та ринковим, з акцентом на метод дисконтованого грошового потоку. У табл. 1 представлено зведені дані вибірки, що містить 35 аналітичних оцінок восьми інвестиційних компаній.

Розподіл елементів вибірки за оцінювачем зміщений у бік українських компаній. Зокрема, вибірковий аналіз аналітичних звітів, які покривають українські компанії, вказує на те, що домінуючим підходом до оцінювання є дохідний метод (метод дисконтованого грошового потоку) [8].

На нашу думку, пріоритетність методу дисконтування грошового потоку у вітчизняній практиці

Таблиця 1

Методи оцінювання, що використовують інвестиційні компанії

Назва оцінювача	DCF	SOTP (DCF)	Мультиплікатори	DCF і мультиплікатори	Модель Гордона	Всього
BG Capital	3	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	15	3	2	12	1	39

Джерело: сформовано на основі [6]

зумовлена універсальністю цього методу в реаліях розвитку економіки нашої держави щодо розрахунку нестабільних потоків економічних вигід за різні періоди.

Ринковий підхід має низку недоліків, основний з яких, на нашу думку, полягає в необхідності наявності різнобічної фінансової інформації не тільки щодо об'єкта оцінювання, але й щодо великої кількості подібних підприємств (цілісних майнових комплексів, бізнесу), які оцінювач вибирає за аналоги. Відповідно, одержання інформації від підприємств-аналогів є досить складним та дорогим процесом за умов ринків, що розвиваються. У країнах, що розвиваються, значно менше можливостей використовувати порівняльні методи оцінювання вартості компанії через суттєву розбіжність у параметрах фондового ринку (табл. 2).

Наявність в Україні 32 публічних компаній, акції яких торгуються на міжнародних фондових біржах (36% входять до сільськогосподарського сектору), є недостатньою вибіркою для надання достовірної оцінки на основі використання лише ринкових методів [12].

Проведене дослідження дало змогу дійти висновку, що в умовах наявного неефективного фінансового ринку, що характерний для України, використання ринкових методів оцінювання стає неможливим. Методи оцінювання вартості підприємства на основі грошових потоків є недоцільними через відсутність достатньої для розрахунку статистичної інформації та постпрогнозний характер грошових потоків, що зумовлюватиме необ'єктивність оцінок. Зрозуміло, що на основі лише одного показника Cashflow в одному окремому періоді неможливо оцінити потенціал зростання вартості підприємства [9].

Найбільш прийнятним для оцінювання вартості підприємства в рамках концепції управління вартістю та подальшого формування фінансової стратегії є, на нашу думку, метод доданої економічної вартості (EVA). Крім того, суттєвим фактом на користь методу EVA є його світова популярність, визнання такої методики оцінювання широким колом великих міжнародних консалтингових компаній та фінансових корпорацій, таких як «The Coca-Cola Company», «Eli Lilly and Company», «Bausch & Lomb», «Matsushita», «Briggs & Stratton», «Herman Miller» [8].

Ще однією особливістю ринків, що розвиваються, є важливість технічного аналізу порівняно з фундаментальним аналізом. Часто вартість акцій компаній на таких ринках надто висока або нижче вартості активів чи вартості заміщення, що не відображає фундаментальний аналіз.

На результат і сам процес оцінювання вартості бізнесу впливає не тільки вибрана методологія, але й нормативне регулювання. Методологічні основи оцінювання підприємств регламентуються Національним стандартом № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», який затверджений Постановою Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2006 року № 1655 [4].

В міжнародній практиці це питання регламентується Міжнародними стандартами оцінки 2011, зокрема МСО 200 «Бізнес та інтереси в бізнесі».

Аналіз методичних підходів до оцінювання вартості підприємства дав змогу виявити значні відмінності у стандартах щодо інструментарію оцінювання та доцільності його використання в сучасних умовах розвитку економіки України. Проте перенесення норм міжнародних стандартів у вітчизняні є недоцільним, оскільки розвиток економічних інститутів України не дає змогу повністю використовувати дохідний та ринковий підходи до оцінювання вартості підприємства, а також відмовитись від використання майнового підходу, як це зробили в провідних країнах світу.

Висновки з проведеного дослідження. Основою для прийняття обґрунтованих управлінських рішень є своєчасно й правильно визначена величина вартості підприємства, що сприяє підвищенню його конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості. Під час оцінювання компанії мають бути враховані всі зовнішні та внутрішні фактори впливу. На результат і сам процес оцінювання вартості бізнесу впливають вибрана методологія та нормативне регулювання.

Найбільш достовірну оцінку вартості компанії задля купівлі-продажу на ринках, що розвиваються, можна отримати за умов використання методу дисконтованого грошового потоку та порівняльного методу. Найбільш прийнятним для оцінювання вартості підприємства в рамках концепції управління вартістю та подальшого формування фінансової стратегії вважаємо метод доданої економічної вартості (EVA).

Таблиця 2

Порівняння показників розвитку фондових ринків різних країн

Показник	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	1	145	3	8 000	2 713	8 000	1 498
Ринкова капіталізація, млрд. дол.	34	84	3	344	1	12 862	3 598	2 900	1 900

Джерело: сформовано на основі [11, с. 110]

Напрямами подальшого розвитку питань вартісного оцінювання є продовження уніфікації та гармонізації законодавства у сфері оцінювання вартості підприємства; підвищення рівня контролю за переходом акціонерних товариств на міжнародні стандарти бухгалтерського обліку та своєчасності подання, розкриття звітності; підвищення рівня корпоративного управління компаніями.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Бачинская О. Подходы к определению стоимости предприятия. *Научный вестник. Финансы, банки, инвестиции*. 2015. № 4. С. 99-102.
2. Брезицька О. Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства. *Економіка, фінанси, право*. 2013. № 1. С. 3-8.
3. Делас В. Визначення вартості капіталу вітчизняних підприємств. *Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України*: збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції, 29-30 жовтня 2015 року. Київ, 2015. С. 74-76.
4. Долінський Л., Ніколаєнко К. Кореляційно-регресійний аналіз залежності українських фондових індексів від кон'юнктури біржових ринків світу. *Ринок цінних паперів України*. 2012. № 1-2. С. 95-104.
5. Карцев П. Обзор практики применения доходного похода к оценке бизнеса. *Вопросы оценки*. 2016. № 2. С. 2-19.
6. Кушнір С., Завальнюк А. Використання моделей SARM під час визначення прибутковості акцій вітчизняних підприємств. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство»*. 2017. № 12 (1). С. 179-182.
7. Мамонтова Н. Управління вартістю компанії: теоретико-методологічні аспекти. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. № 8 (110). С. 135-139.
8. Мамонтова Н. Побудова системи управління вартістю компанії. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. № 1 (103). С. 21-26.
9. Петленок Ю. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник. Київ: Кондор, 2015.
10. Філіна Г. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навчальний посібник. 2-ге вид., перероб. та доп. Київ: Центр учбової літератури, 2013. 320 с.
11. Шелудько В. Фінансовий менеджмент: підручник. 2-ге вид., стер. Київ: Знання, 2014. 375 с.
12. Ющенко А. Підходи та методи оцінки вартості бізнесу в сучасних умовах. *Економічний аналіз*. 2015. № 8 (1). С. 343-346.

REFERENCES:

1. Bachynskaya O. (2015) Podkhody k opredeleniyu stoimosti predpriyatiya [Approaches for enterprise Definition The cost]. *Scientific Journal. Finance, banks, investment*, vol. 4, pp. 99-102.
2. Brezytska O. (2013) Suchasni metodychni pidkhody do otsinky vartosti pidpriemstva [Modern methodical approaches to the valuation of the company]. *Brezytska economics, finance, law*, vol. 1, pp. 3-8.
3. Delas V. (2015) Svitovi tendentsii ta perspektyvy rozvytku finansovoi systemy Ukrainy [Global trends and prospects of Ukraine's financial system] *Proceedings of the X Intern. nauk. and practical. Conference (Kyiv, Ukraine, 29-30 October 2015)*, pp. 74-76.
4. Dolinskyi L., Nikolaienko K. (2012) Koreliatsiino-rehresiyni analiz zalezhnosti ukrainskykh fondovykh indeksiv vid koniunktury birzhovykh rynkiv svitu [Correlation-regression analysis of the dependence of Ukrainian stock indices on the market conditions of the world markets]. *Securities Market of Ukraine*, no. 1-2, pp. 95-104.
5. Kartsev P. (2016) Review practice of application the income chariot for Business evaluation, *Voprosy ochenki*, vol. 2, pp. 2-19.
6. Kushnir S., Zavalniuk A. (2017) Vykorystannia modelei SARM pid chas vyznachennia prybutkovosti aksii vitchyznianykh pidpriemstv [Using models capm in determining return of shares national enterprises]. *Scientific herald of Uzhgorod National University. Series: International Economic Relations and the World Economy*, no. 12 (1), pp. 179-182.
7. Mamontova N. (2015) Upravlinnia vartistu kompaniji: teoretiko-metodologichni aspekty [Cost Management company: theoretical and methodological aspects]. *Actual problems of economy*, vol. 8 (110), pp. 135-139.
8. Mamontova N. (2014) Pobudova sustemy upravlinniya vartystu kompaniji [Construction cost management company]. *Actual problems of economy*, vol. 1 (103), pp. 21-26.
9. Petlenok Y. (2015) Finansovyy menedzhment [Financial management], Condor, Kyiv, Ukraine.
10. Filina G. (2013) Finansova diial'nist' sub'iektiv hospodariuvannia [Financial activities of management], 2nd ed., *Center of educational literature*. Kyiv, Ukraine, pp. 320.
11. Sheludko V. (2014) Finansovyy menedzhment [Financial Management], *Tsinni papyry, 2nd ed., Knowledge*. Kyiv, Ukraine.
12. Yushchenko A. (2015) Pidkhodi ta metody otsinky vartostiy biznesy v sutchasnikh [Approaches and methods of valuation business in modern conditions]. *Economic Analysis*, vol. 8 (1), pp. 343-346.