

УДК 657.92(477)

DOI: 10.25140/2411-5215-2019-2(18)-271-277

Олексій Кононець

**ВИКЛИКИ СЬОГОДЕННЯ НА РИНКУ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЙ
В УКРАЇНІ**

Алексей Кононец

**СОВРЕМЕННЫЕ ВЫЗОВЫ НА РЫНКЕ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ
В УКРАИНЕ**

Alexey Kononets

**CURRENT CHALLENGES IN THE MARKET OF CORPORATE VALUATION
IN UKRAINE**

У статті розглянуто ключові питання, що стоять перед компаніями та інвесторами на ринку оцінки вартості компаній в Україні, що сприятимуть всебічній, повній та об'єктивній оцінці. У статті проаналізовано моделі та підходи до оцінки вартості компаній як у міжнародній, так і у вітчизняній практиці. Наступним кроком є визначення основних параметрів, які відрізняють український ринок оцінки вартості компаній від західного. По-перше, це форма власності; по-друге, це непрозорі схеми роботи підприємств; по-третє, це незадовільний рівень розвитку фондового ринку; по-четверте, це високі відсоткові ставки за кредитами для підприємств. Однак проведення якісної оцінки вартості компаній є цілком можливим за умов застосування моделей, які враховують зазначені особливості української економіки та фінансового ринку. І наші подальші дослідження спрямовані саме на визначення та закріплення відповідної методології у практичних моделях оцінки українських підприємств.

Ключові слова: оцінка вартості компаній; управління вартістю; максимізація вартості; моделювання; фінансування; інвестиції; інвестиційна привабливість.

Рис.: 1. Бібл.: 10.

В статье рассмотрены ключевые вопросы, стоящие перед компаниями и инвесторами на рынке оценки стоимости компаний в Украине, которые способствуют всесторонней, и объективной оценке стоимости компаний. В статье проанализированы модели и подходы к оценке стоимости компаний как в международной, так и в отечественной практике. Затем определяются основные параметры, отличающие украинский рынок оценки стоимости компаний от западного. Во-первых, это форма собственности; во-вторых, это непрозрачные схемы работы предприятий; в-третьих, это неудовлетворительный уровень развития фондового рынка; в-четвертых, это высокие процентные ставки по кредитам для предприятий. Однако, проведение качественной оценки стоимости компаний вполне возможно в условиях применения моделей, учитывающих указанные особенности украинской экономики и финансового рынка. Наши дальнейшие исследования направлены на определение и закрепление соответствующей методологии в практических моделях оценки украинских предприятий.

Ключевые слова: оценка стоимости компаний; управление стоимостью; максимизация стоимости; моделирование, финансирование; инвестиции; инвестиционная привлекательность.

Рис.: 1. Библ.: 10.

The article deals with the key issues facing companies and investors in corporate valuation market in Ukraine, which will contribute to a comprehensive, complete and objective valuation. The article analyzes approaches to corporate valuation in both international and domestic practice. It also identifies the main peculiarities that differentiate the Ukrainian corporate valuation market from the Western, more developed ones. First of all, this is a form of enterprise ownership; the second is non-transparent schemes of work of enterprises; the third is an unsatisfactory level of stock market development; the fourth is high interest rates on corporate loans. However, conducting a qualitative assessment of corporate valuation in Ukraine is possible via application of models considering specific features of the Ukrainian economy. Our further research is aimed at defining the appropriate methodology in applying practical corporate valuation models for Ukrainian enterprises.

Keywords: corporate valuation; value management; value maximization; modeling; financing; investment; investment attractiveness.

Fig.: 1. References: 10.

JEL Classification: M13

Постановка проблеми. За викликами сьогодення, інвестори життєво зацікавлені в процедурах оцінки вартості компанії для придбання та інвестиційних цілей. В англійській мові слово «оцінка» (Valuation) лінгвістично впливає зі слова «вартість» (Value). А вартість компаній, незважаючи на інші чисельні теорії корпоративних стратегій, традиційно є головним показником розвитку та визначення успіху компаній [1]. Оцінка вартості залежить від багатьох факторів, але здебільшого відбувається на основі застосування стандартних моделей оцінки, що ґрунтуються на ключових параметрах вартості компаній. Для визначення цих ключових параметрів в українських реаліях, пропонуємо більш детально розглянути моделі та підходи до оцінки вартості компаній як у міжнародній, так і у вітчизняній практиці.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження проблем вартості компаній є предметом численних праць закордонних та вітчизняних дослідників. Так, засади дослідження цієї наукової проблеми заклали американські вчені Мерстон Міллер та Франко Моділіані. У своїй роботі «Дивідендна політика, зростання та оцінка акцій», яка вийшла 1961 року [1], вони здійснили ретельний аналіз факторів, що впливають на оцінку вартості публічних компаній та запропонували власну методику оцінки цих компаній. У подальшому питання оцінки вартості компаній були ретельно розглянуті в працях Тома Коупленда, Тіма Коллера, Джека Мурріна [2], Асвата Дамодарана [3], Фостера Ріда [4], Шеннона Пратта [5], та Хамді Алі [6]. Серед вітчизняних учених, що присвятили свої роботи темі оцінки вартості компаній, слід відзначити Ю. Петленко та Г. Решетову, які у своїй роботі [7] провели детальну класифікацію методів оцінки ринкової вартості компаній. Віддаючи належне науковим напрацюванням з оцінки вартості компаній, треба зауважити, що на теперішній час ще багато теоретичних та практичних питань не розкрито і вони потребують подальших ґрунтовних досліджень.

Виділення недосліджених частин загальної проблеми. Оцінка бізнесу і компанії є одним із важливих завдань менеджменту компаній. Вона надає змогу визначити конкурентоспроможність і успішність компанії на ринку та є індикатором розвитку компанії. У світовій практиці фахівці з оцінки використовують різноманітні підходи до оцінки вартості компаній, і певна кількість цих підходів знайшла своє відображення в українських реаліях. Разом з тим питанням оцінки поки що приділяється недостатньо уваги. Особливо це стосується питань вибору методик оцінювання компаній, які найбільш глибоко відповідають практиці українського ринку та враховують специфічні ризики.

Мета статті. Метою цієї статті є висвітлення міжнародного досвіду, теоретичних та практичних підходів до оцінки вартості компаній та застосування цих підходів в Україні. Ця стаття буде особливо цікавою для інвесторів, які планують вкладати інвестиції в українські компанії та цікавляться визначенням їхньої реальної вартості з урахуванням актуальних ризиків та умов ведення бізнесу.

Виклад основного матеріалу. У світовій практиці оцінка вартості компаній традиційно пов'язана з методами, які використовуються для визначення вартості компанії на різних ринках. Це зумовлено тим, що застосування різних методів (моделей) визначення вартості компаній здебільшого надає різні результати. У західній практиці існує 5 основних моделей оцінки, описаних у поточних літературних джерелах [1; 2; 4; 5] і які використовуються у практиці корпоративної оцінки в розвинутих економіках і насамперед у Західній Європі та США:

1. Модель оцінки за дивідендами (модель Гордона).
2. Модель оцінки через дисконтування грошових потоків (DCF).
3. Модель оцінки на основі капіталізації доходів (EVA).
4. Модель оцінки на основі ринкових порівнянь (Multiples).
5. Модель оцінки активів.

Вибір моделі залежить від об'єктивних та суб'єктивних факторів оцінки, до яких відносяться: стан бізнесу, галузь діяльності компанії, цілі оцінки тощо.

Але чи завжди практика кількісного аналізу є основним показником для досягнення цінності компанії? Не завжди, іноді це може бути по-іншому. На практиці це може працювати у зворотному порядку: по-перше, встановлюється цільова ціна, і потім проводиться аналіз. Це свідчить про наявність упередженості в оцінці. Таке упередження пояснюється тим, що оцінка компанії для цілей продажу є чіткою точкою конфлікту інтересів.

Джерелом оціночного упередження в корпоративній оцінці зазвичай є дві основні сторони: покупець і продавець (інсайдер і аутсайдер) і доповнюється впливом виконавця та джерелами інформації (бази даних і звіти) (рис. 1). Цікаво також зазначити, що

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

цінність для різних сторін може бути зовсім іншою, що дуже правильно у випадку корпоративних придбань. Продавець і покупець можуть мати абсолютно інше сприйняття вартості активів. Це також залежить від засад, на яких ґрунтується сприйняття цінності для компанії. Дуже часто ці сприйняття настільки різні, що сторони угоди навіть не наближаються до спільних домовленостей. Саме тому вартість визначається сприйняттям інвестора, але вона повинна базуватися на більш суцільній реальній основі: базовому прибутку та грошових потоках компанії. Моделі оцінки повинні точно описувати структуру цих основних концепцій.



Рис. 1. Формування оцінки вартості компанії

Джерело: Раулі Томас, Бентон С. Гуп, Довідник з оцінки, Wiley, 2010.

Оцінка на східноєвропейських ринках завжди була предметом зацікавленості потенційних інвесторів через традиційно високу рентабельність інвестицій у цьому регіоні. Однак розуміння практичних застосувань методологій оцінки у Східній Європі не відповідало традиційним моделям.

З історичної перспективи ідея оцінки є такою ж старою, як і самі компанії. Кожна компанія, за рідкісним винятком, рано чи пізно повинна змінити свою власність, і ось місце, де виходить питання оцінки. Країни Східної Європи по-різному постраждали від кризи. Економіки деяких країн не відчули масивного впливу, тоді як економіки інших країн зазнали дуже серйозних фінансових втрат і економічних спадів. Тому корпоративна оцінка в умовах Східної Європи і, зокрема в Україні, є дуже цікавою й перспективною темою дослідження.

У законодавстві України передбачаються три основних методи проведення оцінювання вартості компаній. Вони передбачені в Постанові Кабінету міністрів України від 10 вересня 2003 р. № 1440 «Про затвердження Національного стандарту № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”».

Зокрема, у Постанові зазначено, що для проведення оцінювання майна застосовуються три базові методичні підходи: витратний (майновий – для оцінки об’єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів), дохідний та порівняльний.

Витратний підхід ґрунтується на принципах корисності й заміщення. Він передбачає визначення ринкової вартості витрат на відтворення або заміщення об’єкта оцінки подібними активами з подальшим коригуванням їх на суму зносу. Таким чином, через застосування методів прямого відтворення та заміщення визначається залишкова вартість цього об’єкта чи активу.

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Дохідний підхід ґрунтується на принципах згідно з якими вартість об'єкта оцінки розраховується як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включаючи його можливий перепродаж.

Порівняльний підхід ґрунтується на врахуванні принципів заміщення та попиту і пропозиції. Він передбачає аналіз ринкових цін на подібне майно з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктом оцінки та схожими активами.

Вищезазначені підходи є загальними і частково включають світовий досвід застосування методів оцінки вартості компаній, але водночас вони не відповідають наявним викликам сьогодення. Постанова № 1440 була прийнята ще у 2003 році, коли перед державою стояли інші завдання та виклики. З іншого боку, сліпе копіювання західних підходів не зможе задовольнити потреби галузі оцінки вартості компаній в Україні та надати бажаних результатів досягнення якісної оцінки без врахування особливостей українського ринку.

Зазначимо ключові параметри ринку, що впливають на особливості оцінки компаній в Україні. Почнемо з основних параметрів, які відрізняють український ринок оцінки вартості компаній від західного. Іншими словами, в чому українські компанії відрізняються від західних. По-перше, це форма власності, по-друге, це непрозорі схеми роботи підприємств, по-третє, це низький рівень розвитку фондового ринку і, по-четверте, це високі відсоткові ставки за кредитами для підприємств. Усе це традиційно пов'язано із високими ризиками корупції, яка розвивається на тлі недосконалої та заплутаної законодавчої бази. Ці чинники впливають на нестабільність в економіці та бізнес-середовищі, оскільки при високому рівні корумпованості економіка перестає діяти за ринковими законами. Замість цього економічні відносини переходять на «ручне управління», що ставить під сумнів безпеку бізнесу та, відповідно, і інвестицій. Таке штучне втручання робить ситуацію на ринку непередбачуваною, і тому інвестори не мають впевненості в найголовнішому: в тому, коли вони зможуть повернути свої інвестиції та отримати з них прибуток.

Слід відзначити, що в сучасних українських умовах, оцінка вартості компанії тісно пов'язана з питаннями безпеки, бо є орієнтиром не лише для власників та інвесторів, які зацікавлені у прийнятті оптимальних рішень про розвиток та перспективи фінансування компанії, якість топменеджменту та стратегічні пріоритети. Вартість компанії може також бути орієнтиром для ринку, де є достатньо місця не тільки для легітимних ділових партнерів та фінансових посередників, а також гравців із сумнівною репутацією чи рейдерів. Суттєві коливання вартості компанії можуть призвести до різних результатів. Наприклад, коли вартість компанії стрімко зростає, це може стати сигналом для захоплення компанії рейдерськими структурами. Якщо навпаки, вартість компанії в результаті оцінки істотно знизилася, це може бути підставою для негативних очікувань співробітників, дебіторів і кредиторів компанії та інших зацікавлених сторін, і може спровокувати кризову ситуацію в компанії, а інколи й довести до її краху чи банкрутства.

Розглянемо більш детально структурні особливості українських підприємств. Як уже зазначалось, в Україні підприємства в основному мають форму власності, яка відрізняється від статистики західних ринків. На Заході більшість компаній є публічними, а в Україні більшість підприємств – це товариства з обмеженою відповідальністю та закриті акціонерні товариства. Також слід зауважити, що в сучасних умовах України переважна більшість стартапів зареєстровані як приватні підприємці. Публічні компанії у розвинутих економіках мають певні переваги: вони дозволяють залучити додаткове фінансування та мають свою біржову ціну, що дорівнює сумі всіх її акцій на фондовому ринку, капіталізацію компанії. Це надає чіткий орієнтир для інвесторів, які займаються інвестуванням в акції компаній на фондовій біржі.

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Для публічних компаній, їх ринкова капіталізація є головною ідеєю поведінки компанії на фондовому ринку. Кожна публічна компанія в основному має два типи цінностей: з одного боку, це ринкова вартість компанії, тобто загальна вартість її акцій, що котируються, а з іншого боку, це фундаментальна або внутрішня вартість компанії. Якщо ринкова вартість вище, ніж її внутрішня вартість, аналітики ринку рекомендують продавати акції. І якщо вірно протилежне, тобто внутрішня вартість вище ринкової вартості, то рекомендується купувати акції. Цікаве визначення внутрішньої вартості надається Шенноном Праттом [5]: Сума, яку інвестор визначає на основі оцінки наявних фактів, є справжньою або реальною вартістю товару. Ця цінність стане ринковою вартістю, коли інші інвестори зроблять такі ж висновки. Це означає, що за допомогою аналізу інвестор отримує інформацію про ринкову вартість компанії швидше, ніж конкуренти.

Що стосується непрозорих схем ведення бізнесу: дуже поширеною практикою є надання заробітної плати «у конвертах» для зменшення податків і зборів на фонд оплати праці. Другою відомою схемою є така, коли деякі великі інтернет компанії (наприклад «Розетка») працюють за схемою кількох приватних підприємців, що дозволяє їм отримувати надприбутки з великих обсягів. Це обумовлює непрозорість підприємств для суспільства і не дає можливості оцінити такі підприємства за стандартними схемами оцінки, оскільки такі компанії не в змозі підтвердити свої витрати первинними документами, які є базисом для оцінки.

В Україні фондовий ринок не розвинений на достатньому рівні, не визначені механізми котирування, інфраструктура та прозорість ринку не відповідають сучасним вимогам [8]. Також, О. Руда [9] відзначає низький рівень капіталізації фондового ринку та його ліквідності, масштабний дефіцит внутрішніх грошових ресурсів для інвестицій. Вади розвитку фондового ринку призводять до того, що українські компанії залишаються недооціненими, та їхня вартість не відповідає реальній ринковій вартості.

Фактично, це зводить нанівець застосування порівняльного методу оцінки вартості компаній (у західному розумінні цього методу), оскільки він здебільшого ґрунтується на порівнянні біржових котирувань подібних компаній у відповідному секторі економіки.

Високі відсоткові ставки – ще одна особливість фінансового ринку України, яка має значний вплив на оцінку вартості компаній в Україні. Досягнення низького рівня відсоткових ставок, що сприяв би рівномірному збалансованому розвитку економіки, є одним із важливих завдань економічної політики [10]. Відсоткові ставки, і особливо облікова ставка НБУ, що на сьогодні дорівнює 17 %, відображають стан фінансового ринку України та є занадто високими в порівнянні зі стабільними економіками європейських та Північно-Американських країн. Ці ставки включають великі ризики, які банки закладають до обчислення вартості своїх кредитних ресурсів і мають на це серйозні причини. Але такі високі відсоткові ставки, що іноді сягають 20-22 %, у розрахунках за методиками обчислення грошових потоків та прибутків майбутніх періодів значно збільшують коефіцієнт середньозваженої вартості капіталу (WACC) та таким чином знецінюють вартість компаній при дисконтуванні доходів майбутніх періодів. Фактично, таке знецінення доходів майбутніх періодів не дозволяє використовувати горизонт розрахунків, що перевищує 4-5 років.

Таким чином, особливості бізнесу та локальні фінансові фактори значно впливають на методики оцінки вартості компаній в Україні, та відрізняють її від закордонних методик. Тому методики оцінки вартості компаній в Україні повинні застосовуватись із врахуванням зазначених особливостей.

Висновки і пропозиції. Зважаючи на те, що оцінка бізнесу й компанії є одним із важливих завдань менеджменту компаній, вона надає змогу визначити успішність компанії на ринку та дослідити її розвиток. Необхідно підкреслити, що при проведенні оці-

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

нки на підприємствах багато з існуючих прогресивних підходів або взагалі не використовуються, або використовуються дуже рідко, у результаті чого на практиці не завжди досягають всебічного, повного й об'єктивного оцінювання вартості компаній. Однак, проведення якісної оцінки вартості компаній є цілком можливим за умов застосування моделей, які враховують зазначені особливості української економіки та фінансового ринку. І наші подальші дослідження спрямовані саме на визначення та закріплення відповідної методології у практичних моделях оцінки українських бізнесів.

Список використаних джерел

1. Miller M. H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*. 1961. № 4. P. 411–433.
2. Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Company. New York City: John Wiley, 1997. 565 p. (II).
3. Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset. Second Edition. New York, USA: Wiley & Sons, 2002. 992 p.
4. Foster Reed S., Lajoux Reed A., Nesvold P. H. The Art of M&A. New York City: McGraw-Hill Education, 2007. 1100 p. (4).
5. Shannon Pratt R. R. Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies. New York: McGraw-Hill, 1996.
6. Hamdi A., Kononets A. Corporate Valuation in Eastern Europe: Purpose, Methods, and Industrial Differences. *The European Financial Review*. 2013. № 1. P. 12.
7. Петленко Ю. В., Решетова Г. В. Удосконалення структури капіталу компанії як умова підвищення її капіталізації. *Фінанси України*. 2012. № 3. С. 102–109.
8. Денисюк С. Фондовий ринок України: сучасний стан, недоліки та перспективи розвитку. *Стратегічні Орієнтири*. 2018. URL: <http://libfor.com/index.php?newsid=3239>.
9. Руда О. Функціонування фондового ринку України, проблеми та перспективи розвитку. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2015. № 6. С. 794–798.
10. Шоломицький Ю. Оцінка інфляційної складової в структурі відсоткових ставок на прикладі кредитних відсоткових ставок комерційних банків. *Вісник НБУ*. 2014. № 1. С. 55–62.

References

1. Miller, M. H., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 4, 411–433 [in English].
2. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1997). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Company*. New York City: John Wiley [in English].
3. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. (2nd Ed.). New York, USA: Wiley & Sons [in English].
4. Foster Reed, S., Lajoux Reed, A., Nesvold, P. H. (2007). *The Art of M&A*. New York City: McGraw-Hill Education [in English].
5. Shannon Pratt, R. R. (1996). Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies. New York: McGraw-Hill [in English].
6. Hamdi, A., Kononets, A. (2013). Corporate Valuation in Eastern Europe: Purpose, Methods, and Industrial Differences. *The European Financial Review*, 1, 12 [in English].
7. Petlenko, Yu. V., Reshetova, H. V. (2012). Udoskonalennia struktury kapitalu kompanii yak umova pidvyshchennia yii kapitalizatsii [Development of the capital structure of the company as a factor of increasing of its capitalization]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 3, 102–109 [in Ukrainian].
8. Denysiuk, S. (2018). Fondovyi rynek Ukrainy: suchasnyi stan, nedoliky ta perspektyvy rozvytku [Ukrainian stock exchange: current state and development perspectives]. *Stratehichni Oriientyry – Strategic guidelines*. Retrieved from <http://libfor.com/index.php?newsid=3239>.
9. Ruda, O. (2015). Funktsionuvannia fondovoho rynku Ukrainy, problemy ta perspektyvy rozvytku [Functioning of the Ukrainian stock exchange, problems and development perspectives]. *Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky – Global and national problems of economy*, 6, 794–798 [in Ukrainian].

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

10. Sholomytskyi, Yu. (2014). Otsinka inflatsiinoi skladovoi v strukturі vidsotkovykh stavok na prykladi kredytnykh vidsotkovykh stavok komertsiiynykh bankiv [Valuation of the financial component in the structure of interest rates on the example of the commercial banks]. *Visnyk NBU – Bulletin of the National Bank of Ukraine*, 1, 55–62 [in Ukrainian].

Кононець Олексій Якович – аспірант, дослідник Академії фінансового управління (б-р Дружби Народів, 38, м. Київ, 01014, Україна).

Кононець Алексей Яковлевич – аспірант, дослідник Академії фінансового управління (б-р Дружби Народів, 38, г. Київ, 01014, Україна).

Kononets Alexey – PhD student, Researcher at the Academy of Financial Management (38 Druzhby Narodov Blvd., 01014 Kyiv, Ukraine).

E-mail: akononets@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2120-892X>