

К. В. Лагутіна, аспірантка кафедри банківської справи,
Київський національний університет ім. Т. Шевченка

ПРОБЛЕМА ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЙ ЗА УМОВ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Розширення процесів злиття та поглинання (М&А) в корпоративному секторі національної економіки зумовлює необхідність пошуку ефективного інструментарію оцінки вартості компаній (підприємств). Однак теоретико-методологічні та методичні засади оцінки вартості бізнесу в умовах нерозвиненого ринку капіталів та постійних кризових збурень на ньому залишаються теоретично недостатньо висвітленими і практично не вирішеними питаннями.

Проблеми оцінки вартості компаній розкриті в багатьох наукових публікаціях, авторами яких є відомі економісти, зокрема: Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Мурін, А. Грязнова, М. Федотова, С. Валдайцев, А. Кантарович. Традиційно застосування інструментарію оцінки вартості компаній ілюструється на прикладах розвинених зарубіжних країн, для яких характерний високий рівень розвитку ринку капіталів та корпоративних фінансів.

Очевидно, що ефективне здійснення актів злиттів і поглинання компаній потребує дієвої процедури оцінки їх вартості, щоб порівняти економічний і фінансовий внесок партнерів з метою розподілу прав власності на акції знов створеної компанії. В економічній літературі, як правило, розглядається процедура оцінки бізнесу з використанням трьох видів вартості: справедливої (стандарт вартості, що застосовується зазвичай при розгляді суперечок між акціонерами), ліквідаційної (сума, яку можна виручити від продажу активів компанії у разі звичайної або примусової ліквідації) та інвестиційної (вартість для конкретного інвестора з урахуванням можливого синергетичного ефекту від об'єднання двох компаній). В періоди криз вартість бізнесу може суттєво відхилятися від справедливих цін, в тому числі розрахованих за грошовими потоками вартостей. При здійсненні злиття і поглинання використовують три загальноприйнятих методи оцінки вартості бізнесу — затратний (за активами), доходний (за дисконтованим грошовим потоком) і порівняльний (за ринковими мультиплікаторами).

Величина активів традиційно є одним із найважливіших параметрів діяльності компаній (підприємств). Серед найбільших компаній України за вартістю активів (у млн грн) у 2008 р. виділялись: НАК «Нафтогаз України» — 72692,8; НАЕК «Енергоатом» — 46453,7; ДК «Укртрансгаз» НАК «Нафтогаз України» — 19766,6; Південнозахідна залізниця — 19249,2; Металургійний комбінат «Азовсталь» — 19166,1; Енергоринок — 19158,9; Київстар — 18110,5; Метінвест Холдинг — 16751,9; Придніпровська залізниця — 15032,8; Корпорація «Індустріальний союз Донбасу» — 14997,6; ДК «Укргаздобування» НАК «Нафтогаз України» — 14656,3; АрселорМіттал Кривий Ріг — 14575,9 [3, с. 12—13].

Щодо доходного методу оцінки вартості, то дисконтування майбутніх грошових потоків — це досить складне завдання у сфері корпоративних фінансів. Для обчислення дисконтованих грошових потоків необхідно вивчити великий масив даних: передбачуваний обсяг продаж, витрати, податки на прибуток, потреби в інвестиціях, співвідношення власних і позикових коштів, залишкову вартість активів, ставки дисконтування та ін.

Важливим для оцінки вартості компаній є вибір відповідних показників (мультиплікаторів). Найбільш поширеними в Україні для оцінки угоди M&A є такі мультиплікатори, як: P/S — вартість/виручка; P/EBITDA — вартість/прибуток до сплати податків, відсотків та амортизації; P/EBIT — вартість/прибуток від реалізації; P/E — вартість/чистий прибуток. Вартість компаній часто оцінюється за кількістю одиниць EBITDA.

На ринку M&A компанії-кандидати для поглинань оцінюються з боку потенційних покупців за показниками зростання виручки від продаж і валового прибутку, за наявності у них боргів (в умовах фінансової кризи). Досвід свідчить, що коли підприємство в кризовій ситуації вже не може розрахуватися з боргами і профінансувати обіговий капітал, втрачаючи свою частку ринку, то продати такі активи дуже проблематично. Зниження вартості компаній стало характерною ознакою сучасного вітчизняного ринку M&A.

Внаслідок того, що ключовою ознакою інвестиційної привабливості підприємств є ефективність, важливе значення має врахування показників ефективності діяльності компаній, зокрема прибутковості капіталу, прибутковості активів, співвідношення операційних доходів та операційних витрат. Ще один момент. Згідно з Міжнародним стандартом оцінки №6 «Оцінка вартості бізнесу» [4] при купівлі контрольних або великих пакетів акцій, як правило, вартість компанії може бути збільшена за рахунок

встановлення так званих «премій за контроль» або інших додаткових умов до угоди щодо їх придбання.

В умовах кризи покупці на ринку М&А рідко користуються тільки одним методом оцінки. Різні підходи до вартості компаній не виключають, а доповнюють один одного. Зазвичай при оцінці бізнесу використовують поєднання двох-трьох методів, найбільш відповідних у даній ситуації, залежно від мети, поставлених умов, стану об'єкта інвестування, зовнішнього економічного середовища та ін. Компанії вже не оцінюються як раніше за часткою ринку. Головним критерієм стає здатність підприємства навіть в умовах фінансової кризи генерувати потік грошових коштів.

Література

1. Оценка бизнеса : учебник / под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Финансы и статистика, 2007. — 736 с.
2. Царев В. В. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учеб. пособие / В. В. Царев, А. А. Кантарович. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. — 575 с.
3. ТОП-100 чистый доход. 100 лучших компаний по объему чистого дохода в 2008 году // ТОП-100 Рейтинг лучших компаний Украины. — 2009. — № 3—4. — С. 12—13.
4. International Valuation Standards. — S. 1.: International Valuation Standards Committee, 2003. — 468 p.

УДК 336.71

І. М. Лазепко, канд. екон. наук, проф.
кафедри банківської справи,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

ДО РОЛІ І МІСЦЯ БАНКІВ ДЕРЖАВНОЇ ФОРМИ ВЛАСНОСТІ У РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Після розпаду Радянського Союзу, особливо під час поглиблення у 1993 р. гіперінфляції та платіжної кризи, відбулася досить швидка трансформація понад 230 загальнодержавних і галузевих комерційних та кооперативних банків у приватні. У державній формі власності залишилися лише Національний банк України, Ощад-