

ПРОБЛЕМИ ВИКОРИСТАННЯ РИНКОВОГО ПІДХОДУ
ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА В УКРАЇНІPROBLEMS OF USING THE MARKET APPROACH
TO THE EVALUATION OF ENTERPRISE VALUE IN UKRAINE

УДК 658.15

Чубка О.М.к.е.н., доцент кафедри фінансів
Національний університет
«Львівська політехніка»**Ярошевич Н.Б.**к.е.н., доцент кафедри фінансів
Національний університет
«Львівська політехніка»**Познякова О.І.**асистент кафедри фінансів
Національний університет
«Львівська політехніка»

У статті проведено характеристику ринкового підходу до оцінки вартості підприємства та його методів (порівняння продажів, мультиплікаторів, галузевих коефіцієнтів). Визначено переваги підходу. Виділено проблеми використання підходу. Запропоновано вирішення окремих проблем для забезпечення об'єктивності оцінки вартості підприємства.

Ключові слова: ринковий підхід, ринкова ціна акції, ринкова вартість підприємства, метод порівняння продажів, метод мультиплікаторів, метод галузевих коефіцієнтів.

В статті проведена характеристика ринкового підходу к оценке стоимости предприятия и его методов (сравнение продаж, мультипликаторов, отраслевых коэффициентов). Определены проблемы использования подхода. Предложено реше-

ние отдельных проблем для обеспечения объективности оценки стоимости предприятия.

Ключевые слова: рыночный подход, рыночная цена акции, рыночная стоимость предприятия, метод сравнения продаж, метод мультипликаторов, метод отраслевых коэффициентов.

The article describes a market approach for assessing the value of an enterprise and its methods (comparison of sales, multipliers, sectoral coefficients). The advantages of the approach and problems of its use are highlighted. The solving of separate problems is proposed in order to ensure the objectivity of estimating the value of an enterprise.

Key words: market approach, market share price, market value of the enterprise, method of comparison of sales, method of multipliers, method of branch coefficients.

Постановка проблеми. Важливим фінансово-економічним показником, що характеризує результативність діяльності підприємства, його фінансовий стан та перспективи розвитку, є ринкова вартість, а ключовою метою будь-якого підприємства поряд із максимізацією прибутку є максимізація його ринкової вартості. Ринкова вартість виступає важливим об'єктом управління, вона є відображенням позитивних очікувань інвесторів на ринку, оскільки різко реагує не лише на зміни у господарській діяльності, такі як підвищення рентабельності, збільшення платоспроможності, зменшення інвестиційного ризику, отримання конкурентних переваг тощо, а й на вплив макроекономічних показників та загальний стан кон'юнктури ринку. Основним критерієм, що враховується під час оцінки ринкової вартості, є корисність у грошовому вираженні, яку приносить підприємство його власникам. Тому виникає необхідність у правильності та об'єктивності визначення вартості підприємства, що відбувається через використання певних методів та визначає актуальність дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Основні критерії, які мають бути враховані під час здійснення оцінки вартості підприємства, принципи, на яких базується оцінка, перелік підходів, які відповідають американській та європейській практиці, зазначені в національних стандартах оцінки [1]. Проте відсутність у стандартах чітко прописаного алгоритму проведення оцінки, методів ринкового (порівняльного) підходу викликає у науковців інтерес до дослідження цих питань. Серед учених, які зосереджували свою увагу на ринковому під-

ході до оцінки вартості підприємства, – О.І. Піжук [2], О.І. Давидов [3], Л.П. Довгань [4], Є.А. Носова [6], Т.В. Грищенко [8]. Віддаючи належне напрацюванням провідних учених у дослідженні ринкової вартості підприємств, варто зазначити необхідність подальшого узагальнення теоретико-методичних засад оцінки вартості бізнесу на основі ринкового підходу, оскільки невірними залишаються деякі питання щодо проблем використання підходу.

Постановка завдання. Мета статті полягає у характеристиці ринкового підходу до оцінки вартості підприємства та його методів, виявленні переваг та проблем використання методів у сучасних економічних умовах.

Виклад основного матеріалу дослідження.

Під оцінкою вартості підприємства слід розуміти сукупність упорядкованих дій оцінювача, що включає збір та аналіз вихідних даних, розрахунок вартості підприємства з використанням усієї сукупності підходів і методів оцінки та обґрунтування висновку. Оцінка вартості підприємства проводиться не лише для визначення найбільш реальної вартості під час здійснення операцій купівлі-продажу об'єкта оцінки, а й для прийняття потенційними інвесторами рішення про привабливість капіталовкладень у вибраний об'єкт.

Одним зі способів визначення вартості підприємства є ринковий підхід, який включає використання методів порівняння об'єкта оцінки з підприємством-аналогом. Підхід ґрунтується на врахуванні принципів заміщення та попиту і пропонування [1]. Він є найбільш ефективним за умови існування активного ринку зіставних об'єктів влас-

ності [2, с. 81]. На основі ринкового підходу визначається ринкова вартість бізнесу виходячи з даних по угодах з об'єктами, що можуть бути зіставлені. Оцінювач розглядає подібні об'єкти, які були продані на ринку, та коректує ціни угод відповідно до відмінностей між об'єктами порівняння. Відповідно до ринкового підходу, покупець не придбає об'єкт оцінки – підприємство, якщо його вартість перевищує витрати на придбання на ринку об'єкта з такою ж корисністю [3, с. 176]. Скореговані ціни порівняних об'єктів свідчать про ринкову вартість об'єкта оцінки. Достовірність результатів оцінки переважно залежить від двох чинників: компетентності оцінювача та використовуваних ним методів і достовірності інформації, необхідної для оцінки.

У рамках ринкового підходу виділяють три основні методи, які можна зустріти в наукових працях під різними назвами:

- метод порівняння продажів (метод прямого порівняльного аналізу транзакцій, метод ринку капіталів);
- метод мультиплікаторів (метод валового рентного мультиплікатора, метод ринкових угод, метод ринкової привабливості);
- метод галузевих коефіцієнтів (метод галузевих співвідношень, правило «золотого перетину»).

Метод порівняння продажів передбачає, що суб'єкти ринку здійснюють операції купівлі-продажу підприємств за цінами, які були встановлені під час купівлі-продажу аналогічних об'єктів. Оскільки абсолютних аналогів практично не існує, ціни продажу порівнюваних підприємств коригуються на поправочні коефіцієнти, які характеризують рівень відмінності фінансово-господарських показників діяльності об'єкта оцінки та його аналогу (доходу від реалізації, чистого прибутку, влас-

ного капіталу тощо). Таким чином, вартість об'єкта оцінки коригують на розраховане середнє арифметичне значення поправочного коефіцієнта за всіма показниками.

За допомогою методу мультиплікаторів вартість підприємств визначається на основі зіставлення значень окремих показників аналогічних підприємств. Основне припущення, на якому базується метод, – це те, що подібні об'єкти мають приблизно однакову ціну, бо приносять ті самі вигоди їх власнику. Метод включає декілька етапів:

- вибір підприємств-аналогів за такими характеристиками, як галузь, сегмент ринку, продукція, роботи, послуги, стадія життєвого циклу, географічне розміщення, розміри виробничої потужності підприємства, стратегія діяльності, досліджувані періоди тощо. Метод передбачає, що основою для порівняння виступає подібне співвідношення попиту та пропозиції та близькі зовнішні умови господарювання;

- фінансовий аналіз і зіставлення підприємств-аналогів. Для проведення порівняння необхідна детальна інформація з фінансової звітності та по операціях на фондовому ринку. У країнах із розвинутою ринковою економікою як базу для порівняння досить часто використовують інформацію про біржовий курс акцій;

- вибір та розрахунок мультиплікаторів залежно від отриманої інформації. При цьому за ринкову вартість підприємства-аналога передусім варто брати ціну, за якою підприємство було продане у найближчий до моменту оцінки час, а за її відсутності – ринкову капіталізацію, яку визначають як добуток кількості акцій та ринкової ціни однієї акції. Як мультиплікатори здебільшого використовують показники, подані в табл. 1.;

Таблиця 1

Перелік мультиплікаторів, що використовуються за методом

Назва мультиплікатора	Розрахунок	Умовні позначення	Примітка
Ціна / Чистий прибуток	$P/E = \text{Црп} / \text{ЧП}$	Црп – ринкова ціна підприємства, ЧП – чистий прибуток	Використовуються найчастіше у зв'язку з обмеженим доступом до більшої кількості даних
Ціна / Балансова вартість підприємства	$P/BV = \text{Црп} / \text{ВК}$	ВК – власний капітал	
Ціна / Чистий дохід від реалізації	$P/VD = \text{Црп} / \text{Vр}$	Vр – дохід від реалізації	Використовуються для порівняння підприємств, які мають різні умови оподаткування
Ціна / прибуток до оподаткування	$P/EBT = \text{Црп} / \text{Пдо}$	Пдо – прибуток до оподаткування	
Ціна / Прибуток до оподаткування і сплати відсотків	$P/EBIT = \text{Црп} / (\text{ЧП} + \text{ПП} + \text{ФВ} - \text{ФД})$	ПП – податок на прибуток, ФВ – фінансові витрати, ФД – фінансові доходи	Доречні, коли підприємство має низький чистий прибуток порівняно з амортизацією
Ціна / чистий грошовий потік	$P/CF = \text{Црп} / \text{CF}$	CF – чистий грошовий потік	
Ціна / грошовий потік до оподаткування	$P/PTCF = \text{Црп} / (\text{ЧП} + \text{А} + \text{ПП})$	А – амортизація;	
Ціна / Прибуток до сплати податків, відсотків по кредитах та амортизаційних відрахувань	$P/EBDIT = \text{Црп} / (\text{ЧП} + \text{ПП} + \text{ФВ} - \text{ФД} + \text{А})$		

– застосування мультиплікаторів до об'єкта оцінки. Метод ґрунтується на твердженні про рівність мультиплікаторів, що розраховані для підприємств з аналогічними вже проданими капіталовкладеннями. Вартість підприємства визначається через добуток показника, що порівнюється (дохід від реалізації, прибуток, власний капітал, грошовий потік тощо), та мультиплікатора, розрахованого для підприємства-аналога;

– визначення найсправедливішої ціни об'єкта оцінки шляхом підсумкового коригування результатів. Під час використання даних по зарубіжних компаніях-аналогах необхідно виконувати коригування результатів з урахуванням ризику країни.

Метод галузевих коефіцієнтів полягає у порівнянні фінансових показників діяльності підприємства із середніми галузевими показниками. Метод базується на існуванні залежності між вартістю підприємства і основними показниками його діяльності. Так, залежність установлюється за результатами кореляційно-регресійного аналізу на базі статистичних даних про продажі підприємств різних видів економічної діяльності [4, с. 299]. Метод забезпечує лише приблизний результат, оскільки галузеві коефіцієнти уніфікують об'єкт оцінки.

Методи ринкового підходу є досить простими у використанні, базуються на реальних даних по підприємству та відображають реальну практику ринкових угод, проте вони не позбавлені недоліків. Основними проблемами використання методів є:

- недостатня розвиненість фондового ринку в Україні. Протягом 2017–2018 рр. ринок акцій та облігацій в Україні рекордно зріс, але обсяги торгів усе ще залишаються малими. Загальний обсяг усього фондового ринку, включаючи облігації, в Україні у 2017 р. становив \$7,6 млрд. На таку суму Нью-Йоркська фондова біржа продає фінансових інструментів за два дні роботи. [5]. Отже, купівля-продаж підприємств дуже рідко здійснюється через фондовий ринок, в офіційній статистиці також не завжди відображаються реальні ціни купівлі-продажу підприємств, зустрічаються випадки укладання фіктивних угод, існує мала кількість якісних емітентів, акції яких присутні в біржовому списку, це утруднює доступ оцінювачів до потрібної інформації. Крім того, визначена таким способом вартість не завжди відповідає дійсності через наявний рівень асиметрії інформації та мінливість ринкової ціни [6, с. 102]. Фондовий ринок має бути досконалим та інформаційно ефективним, щоб кожен із суб'єктів ринку мав симетричний доступ до необхідної для аналізу інформації;

- обмеженість використання підходу лише для підприємств, акції яких котируються на біржі з певною регулярністю. Крім того, котирування для мажоритарних пакетів акцій мають відповідати котируванням по міноритарних, а в Україні

ця умова не завжди дотримується [6, с. 102]. Як правило, акції приватних акціонерних товариств не знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку, визначити їх обґрунтовану ринкову ціну за котируваннями неможливо, тому ринкову вартість таких підприємств необхідно здійснювати розрахунковим шляхом. Відповідно до законодавства, ринкова вартість акцій, які не перебувають в обігу на фондових біржах, розраховується як вартість цінних паперів, визначена відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність [7]. Також через відсутність обігу акцій підприємств певної галузі на біржі, монополізацію всіх великих пакетів акцій чи вихід старих великих компаній із ринку виникає складність у проведенні оцінки на основі ринкового підходу;

- складність збирання необхідної інформації, відбору аналогічних підприємств та внесення необхідних коректив у кінцеву величину ринкової вартості об'єкта оцінки. Застосування ринкового підходу обмежено у зв'язку з неможливістю отримання об'єктивної інформації для порівняння. Ринкова ціна підприємства виступає комплексним показником, який відображає вплив різних ринкових чинників та всієї доступної суб'єктам економічних відносин інформації і не завжди відповідає її внутрішній справедливій вартості. Досить часто менеджери працюють не на підвищення реальної вартості бізнесу, а на вигідне їм інформування ринку [8, с. 268]. Тобто ринкова вартість підприємства не завжди виступає об'єктивним показником оцінки ефективності діяльності підприємства-аналога та може негативно відобразитися на результатах оцінки. Також у разі використання зарубіжних підприємств у ролі аналога слід брати до уваги відмінності у бухгалтерському обліку підприємств різних країн;

- залежність результату оцінки від вибраного підприємства-аналога. В економіці не існує двох ідентичних підприємств, тому результати мають лише відносне значення. Також результати оцінки будуть відрізнятися залежно від вибраного підприємства-аналога, тобто існує так званий інтервал вартості. Для одержання більш об'єктивних результатів варто було б проводити порівняння з декількома підприємствами-аналогами, що працюють у тій самій галузі або є однаково чутливими до тих самих чинників, та визначати ринкову вартість об'єкта оцінки з урахуванням середніх значень мультиплікаторів по цих підприємствах;

- залежність результату оцінки від вибраних для розрахунку мультиплікаторів. Для одержання більш точних результатів необхідно використовувати всі можливі мультиплікатори, якщо, звісно, є достовірна інформація по показниках діяльності підприємств-аналогів. Це дасть змогу отримати різні значення ринкової вартості, діапазон яких

може бути досить широким. Кінцеву ринкову вартість об'єкта оцінки слід розраховувати як середню арифметичну із вартостей, що наближені до ринкової ціни підприємства-аналога;

- ігнорування майбутніх перспектив розвитку підприємства (майбутніх грошових потоків, які можна отримати від експлуатації об'єкта). Метод заснований на інформації про показники діяльності підприємства у теперішніх чи попередніх періодах та відображає досягнуті фактичні результати фінансово-господарської діяльності. Саме тому в окремих випадках результати оцінки вартості підприємства за ринковим підходом доцільно зіставляти з вартістю, отриманою за методами капіталізованої вартості або дисконтування грошових потоків. Окрім того, на основі ринкового підходу можна визначити вартість підприємства лише у коротко- та середньостроковому періодах. Так, наприклад, якщо через три роки підприємство планує реалізувати певну інвестиційну програму, то прорахувати за допомогою ринкового методу, як це позначиться на її вартості, неможливо. Ефект від тих чи інших подій, що виявиться у віддаленій перспективі можна закласти тільки в модель чистих грошових потоків [2, с. 84].

Висновки з проведеного дослідження. Ринкова вартість виступає комплексним індикатором ефективності функціонування підприємства на ринку, що базується на результатах його основної діяльності. Перераховані методи до визначення вартості бізнесу доповнюють один одного, адже не існує універсального методу, який можна було б використовувати для будь-якого підприємства. Як правило, вибір методу оцінювання залежить від цілей оцінки, умов, стану об'єкта оцінки, зовнішнього середовища.

Ринковий підхід базується на основі привабливості цінних паперів підприємств та аналізі показників фондового ринку. Його використання можливе за умови існування розвиненого фондового ринку, ринку злиттів та поглинань, які дають змогу якнайкраще підібрати підприємство-аналог, а також за умови відсутності асиметрії інформації. Українські економічні реалії зумовлюють посилення суб'єктивного характеру оцінки вартості підприємств на основі ринкового підходу через недостатню розвиненість фондового ринку, відсутність достовірної фінансової та ринкової (цінової) інформації, здійснення великої кількості коригувань, що впливає на кінцеву ринкову вартість підприємства.

Для забезпечення більш об'єктивних результатів оцінки вартості підприємства необхідно брати до розрахунку реальні ціни купівлі-продажу підприємств-аналогів (а не ринкову капіталізацію); проводити порівняння з декількома підприємствами-аналогами, що працюють у тій самій галузі або є однаково чутливими до тих самих чинників,

та визначити ринкову вартість об'єкта оцінки з урахуванням середніх значень мультиплікаторів по цих підприємствах; використовувати всі можливі мультиплікатори, а кінцеву ринкову вартість об'єкта оцінки розраховувати як середню арифметичну з вартостей, що наближені до ринкової ціни підприємства-аналога.

Перспектива подальших досліджень стосуватиметься апробації методів ринкового підходу на основі даних сучасних вітчизняних підприємств.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Постанова «Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» № 1440 від 10 вересня 2003 р. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-p>.
2. Піжук О.І., Михалевич С.А. Теоретичні та практичні аспекти оцінки вартості підприємства. Економічний вісник. 2013. № 1. С. 80–85.
3. Давидов О.І. Управління вартістю підприємств в умовах багатоваріантності її оцінки. Економічний простір. 2015. № 104. С. 172–185.
4. Довгань Л.П., Сурженко А.В. Оцінка вартості бізнесу в умовах впровадження вартісноорієнтованого управління фінансами підприємств. Економічний вісник університету. 2017. № 33/1. С. 293–301.
5. Фондовий вибух. Чому зростають акції українських компаній. URL: <https://biz.nv.ua/ukr/publications/fondovij-vibukh-chomu-zrostaie-vartist-aktsij-ukrajinskikh-kompanij-2449604.html>.
6. Носова Є.А. Порівняльна характеристика традиційних методів оцінки вартості підприємства. Формування ринкових відносин в Україні. 2012. № 7(134). С. 100–104.
7. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514>.
8. Грищенко Т.В., Решетова Г.В. Теоретико-методичні аспекти визначення вартості компанії. Бізнес Інформ. 2013. № 10. С. 266–271.

REFERENCES:

1. Postanova pro zatverdzhennia Natsionalnogo standartu № 1 "Zahalni zasady otsinky maina i mainovykh prav" [General principles of valuation of property and property rights] (in Ukrainian)
2. Pizhuk O.I. & Mykhalevych S.A. (2013) Teoretichni ta praktichni aspekty otsinky vartosti pidpriemstva [Theoretical and practical aspects of estimating the value of enterprise]. Ekonomichnyi visnyk. pp. 80-85. (in Ukrainian)
3. Davydov O.I. (2015) Upravlinnia vartistiu pidpriemstv v umovakh bahatovariantnosti yii otsinky [Management of the cost of enterprises in terms of multi-variation of its evaluation] Ekonomichnyi prostir. pp. 172-185. (in Ukrainian)
4. Dovhan L.P. & Surzhenko L.P. (2017) Otsinka vartosti biznesu v umovakh vprovadzhennia vartisno-orientovanoho upravlinnia finansamy pidpriemstv [Valuation of business value in the context of implementation

of cost-oriented management of enterprises finance] *Ekonomichnyi visnyk universytetu*. pp. 293-301. (in Ukrainian)

5. Fondovyi vybukh. Chomu zrostaiut aktsii ukrain-skykh kompanii [Stock Explosion. Why are stocks of Ukrainian companies growing]. (in Ukrainian)

6. Nosova Ye.A. (2012) Porivnialna kharakterystyka tradytsiinykh metodiv otsinky vartosti pidpriumstva [Comparative characteristic of traditional methods of

estimating the value of an enterprise] *Formuvannia rynkovykh vidnosyn v Ukraini*/ pp. 100-104. (in Ukrainian)

7. Zakon Ukrainy "Pro aktsionerni tovarystva" [About joint-stock companies] (in Ukrainian)

8. Hryshchenko T.V. & Reshetova T.V. (2013) Teo-retyko-metodychni aspekty vyznachennia vartosti kompanii [Theoretical and methodical aspects of determining the value of the company] *Biznesinform*. pp. 266-271. (in Ukrainian)

Chubka O.M.

Candidate of Economic Sciences,
Senior Lecturer at Department of Finance,
Lviv Polytechnic National University

Yaroshevych N.B.

Ph.D. in Economics, Associate Professor,
Senior Lecturer at Department of Finance,
Lviv Polytechnic National University

Pozniakova O.I.

Assistant Lecturer at Department of Finance,
Lviv Polytechnic National University

PROBLEMS OF USING THE MARKET APPROACH TO THE EVALUATION OF ENTERPRISE VALUE IN UKRAINE

Evaluation of the value of an enterprise is carried out to determine the most realistic value when performing sales operations of the valuation object, as well as for the decision of potential investors about the attractiveness of the investment in the selected object. One way of determining the enterprise value is a market approach, which involves the use of methods for comparing an object with the current analogue.

In the market approach, three main methods are distinguished: the method of comparison of sales, the method of multipliers, and the method of sectoral coefficients.

The method of sales comparison involves determining the selling price of the enterprise, taking into account corrective correction factors, which characterize the level of difference of financial and economic indicators of the object of the activity and its analogue (sales revenue, net profit, equity, etc.).

The main idea of the multiplier method is to compare the performance of enterprises with multipliers of analogue companies. The basic assumption on which the method is based is that such objects have approximately the same price because they bring the same benefits to their owner.

The method involves several steps: the selection of analogue companies; financial analysis and comparison of analogue companies; selection and calculation of multipliers; application of multipliers to the object of evaluation; determination of the fairest object of the valuation.

The method of sectoral coefficients is to compare the financial performance of an enterprise with average industry indicators.

Methods of market approaches are easy to use and are based on real business data and reflect the real practice of market transactions.

The main problems of using the methods are: insufficient development of the stock market in Ukraine; the limited use of the approach only for enterprises whose shares are quoted on a stock exchange with a certain regularity; the complexity of collecting the necessary information, selecting similar enterprises and making the necessary adjustments to the final value of the market value of the valuation object; the dependence of the evaluation result on the selected analogue company and on the selected multipliers; ignoring future prospects of enterprise development.

In order to provide more objective results in assessing the value of an enterprise, it is necessary to calculate the real prices of the sale and purchase of analogue companies (and not market capitalization); to compare with several analogue companies operating in the same industry or equally sensitive to the same factors and to determine the market value of the valuation object, taking into account the average values of the multipliers in these enterprises; use all possible multipliers and calculate the final market value of the valuation object as an arithmetic average of the values close to the market price of the analogue company.