

УДК 658.168.13:330.13

Тарасова О. В.

ОСНОВНИ МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЙ В ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ-ПОГЛИНАННЯ

Анотація. Автор статті зробив спробу узагальнити теоретичні уявлення, уточнити економічну сутність категорій «вартість», «оцінка бізнесу». Визначити види вартості, які використовуються при оцінці компанії для цілей злиттів-поглинань. Необхідність вирішення завдань наукового вивчення та практичного впровадження адекватних теоретичних і методичних підходів до оцінки вартості вітчизняних компаній, а також недостатня розробленість проблеми, зумовили актуальність даної статті.

Ключові слова: вартість, оцінка бізнесу, злиття-поглинання, методологічні підходи.

Тарасова О. В.

ОСНОВНЫЕ МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ В ПРОЦЕССЕ СЛИЯНИЯ-ПОГЛОЩЕНИЯ

Аннотация. Автор статьи сделал попытку обобщить теоретические представления, уточнить экономическую сущность категорий «стоимость», «оценка бизнеса». Определить виды стоимости, используемые при оценке компании для целей слияний - поглощений. Необходимость решения задач научного изучения и практического внедрения адекватных теоретических и методических подходов к оценке стоимости отечественных компаний, а также недостаточная разработанность проблемы обусловили актуальность данной статьи.

Ключевые слова: стоимость, оценка бизнеса, слияния-поглощения, методологические подходы.

Tarasova O.V.

MAIN METHODOLOGICAL APPROACHES TO EVALUATION OF COMPANIES IN THE PROCESS OF M & A

Abstract. The author made an attempt to summarize the theoretical ideas, to clarify the economic substance of the categories of «value», «business valuation». Determine types of value used in the assessment for the purposes of mergers – acquisitions. Requirement to decide the problems of scientific study and practical implementation of adequate theoretical and methodological approaches to the valuation of domestic companies, as well as the lack of a problem caused the relevance of this article.

Keywords: value, business valuation, mergers and acquisitions, methodological approaches.

Постановка проблеми. Основним індикатором оцінки рівня сталого розвитку господарюючого суб'єкта, його конкурентоспроможності, збалансованості інтересів різних учасників ринкових відносин, що відображає внутрішні бізнес-процеси і зовнішнє оточення в умовах нестабільності економічної обстановки є показник вартості компанії. Для вітчизняної економічної науки проблема оцінки вартості компанії маловивчена. Це пов'язано з тим, що протягом усього періоду функціонування адміністративно-командної системи господарювання і превалювання державної власності була відсутня потреба в незалежній експертизі вартості підприємства. Єдиним способом була оцінка на основі балансової вартості, виключаючи облік таких чинників, що впливають на вартість підприємства, як його позиціонування на ринку, рівень прибутковості, якість виробленої продукції, ступінь ризику та інших.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У сучасній науковій літературі з проблем оцінки переважають роботи західних вчених, таких як А. Дамадаран, Ф. Модельяні і М. Міллер, З. Боді і Р. Мертон, Ш. П. Пратт, де розглядаються теоретичні та методологічні положення в галузі оцінки вартості компанії, які склалися в країнах з розвинутою ринковою економікою. Разом з тим останнім часом питання визначення вартості компанії в умовах ринку, що розвивається стали знаходити відображення у працях економістів: С. В. Валдайцева, В. В. Григор'єва, А. Г. Грязновой, М. А. Федотової.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Проблеми оцінки компанії в економічній літературі розглядаються в загальному розрізі, без врахування таких проблем та факторів як: економічне середовище, робота в умовах нестабільної ринкової економіки, тим паче таких складних процесів як злиття-поглинання. Йдеться про комплекс проблем - від вирішення питань теоретичного характеру, пов'язаних з визначенням категоріального апарату, що використовується при оцінці компанії, до розробки методичних підходів та розрахунку самої вартості. Тракткування поняття вартість різноманітно і частково суперечливо, що теж потребує уточнення та конкретизації.

Цілі статті. Узагальнити теоретичні уявлення, уточнити економічну сутність категорій «вартість» (визначити її особливості як об'єкта оцінки) і «оцінка бізнесу». Виділити види вартості бізнесу, що відображають джерела утворення доходу та є найбільш адекватними для аналізу та оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку M&A.

Основний матеріал дослідження. Вартість взагалі - це одна з основних категорій товарної форми господарювання, яка ґрунтується на здатності економічного блага обмінюватись на інше у відповідному еквіваленті. Протягом XVII-XIX віків були сформовані кілька підходів до визначення вартості, які поклали початок сучасній концепції оцінки вартості бізнесу, що істотно розрізняються методологією дослідження, а саме:

- Теорія трудової вартості Карла Маркса [1], де автор обмежився міркуванням, що в основі визначення величини вартості є суспільно необхідний робочий час. А стосовно міри вартості зауважив, що нею є проста праця. Однак, з погляду господарської практики, нормативного підходу такі загальники виглядають непереконливими. Вони, зокрема, не піддаються обчисленням, не є продуктивними з погляду економічної практики.

- Теорія маржиналізму чи теорія граничної корисності (основоположники К. Менгер, У. С. Джевонс, Є. Бем-Баверк і Л. Вальрас) висловлює принципово інші позиції до з'ясування основи обміну, джерел й основи «субстанції» вартості (цінності), її сутності. Фундаментальний висновок з цього питання зводиться до твердження, що люди обмінюються, оскільки вони мають потреби, а основою обміну є корисність. Корисність є властивістю споживної вартості товару, властивість, якою згідно з теорією трудової вартості, товари відрізняються між собою [2]. Основними недоліками концепції маржиналізму з точки зору методології вважаємо твердження про ідеологічну нейтральність економічного аналізу незалежно від типу суспільства; статичний підхід (розгляд економіки в застиглому стані) та проповідання статичної рівноваги економіки (коли попит дорівнює пропозиції); розгляд економічних суб'єктів як однорідних та рівноправних (що означає абстрагування від існування монополій).

- Теоретична суперечка двох концепцій щодо такої фундаментальної проблеми економічної науки, як вартість (цінність), привела до компромісу, якого дійшли такі видатні економісти, як англієць А. Маршалл та українець М. Туган-Барановський, які намагалися синтезувати обидва підходи до пояснення ціни. Обидва підходи до вартості – з позицій трудової вартості та граничної корисності – виявилися складниками ширшого підходу до проблеми: з погляду взаємодії ринкових сил – попиту і пропозиції. Пропозицію формують витрати виробництва, а попит – суб'єктивні мотиви (корисність). Отже, цінність (вартість) товару визначена і витратами виробництва, і корисністю [3].

Основна увага економічної науки з початку XX ст. переорієнтувалася переважно на з'ясування функціональних залежностей в економіці, дослідження ціни та практики

ціноутворення. Глибинні зміни у виробництві та споживанні наприкінці ХХ ст. активізували інтерес до джерел отримання вартості.

Трактування поняття вартість різноманітно і частково суперечливо. Так, Ф. Модельяні і М. Міллер наголошували, що вартість будь-якої фірми визначається виключно її майбутніми доходами, отже, не залежить від співвідношення акціонерного і позикового капіталу [4]. А. Дамодаран, А. Р. Брейлі, А. С. Майерс в своїх дослідженнях писали, що «вартість бізнесу — це вартість корисності (у формі наведених очікуваних у майбутньому сальдових потоків), що генерується всіма активами компанії» [5].

В свою чергу К.Уолш [6] ототожнює вартість компанії і її ринкову капіталізацію, визначаючи ринкову капіталізацію як суму поточної ринкової вартості позикового і власного капіталу компанії. Однак, на наш погляд, дані поняття слід розрізняти, так як капіталізація компанії завжди менше її ринкової вартості. Вона не враховує надбавок і премій за контроль і розраховується на основі вартості котирувань міноритарного пакета акцій. Тому доцільно вважати економічний зміст поняття «ринкова вартість» ширше, ніж поняття «ринкова капіталізація».

Вартість акціонерного товариства визначається як найбільш вірогідна ціна в грошовому еквіваленті, що формується завдяки його функціонуванню як діючого та єдиного цілого і за яку акції товариства могли бути продані на відкритому конкурентному ринку за умови, що кожна сторона угоди діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу. Мірою вартості акціонерного товариства при цьому є капітальна чи самозростаюча вартість. З точки зору вітчизняної практики оцінки під вартістю компанії (підприємства, бізнесу) розуміють «еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей» [7].

Проаналізувавши представлені визначення економічного поняття «вартість», а також беручи до уваги практичну точку зору, робимо висновок, що вартість товару виникає залежно від системи цілей і преференцій, а також від поля прийняття рішень суб'єкта оцінки (компанії) виходячи з його індивідуальної граничної корисності. Вартість (цінність) висловлює користь або вигоду, яку очікує суб'єкт оцінки (до певного моменту часу і в визначеному місці), беручи до уваги всі наявні об'єкти порівняння. Тобто об'єкт оцінки має вартість тільки щодо конкретного суб'єкта оцінки. Згідно з цим він не може володіти загальноприйнятою цінністю, тобто «вартістю як такою», а представляє для кожного свою виняткову цінність.

В економічній літературі відсутня і єдина думка щодо трактування терміна «оцінка». Більшість фахівців сходяться на думці, що оцінка є відображенням суб'єктивних уявлень про майбутні вигоди власника активу (об'єктивно існуючої вартості). Різниця точок зору стосовно даного питання обумовлено тим, що деякі вчені при його визначенні роблять акцент на отриманих результатах, а інші на елементах і характеристиках оцінки як процесу. Таку розбіжність згладжує визначення оцінки, представлене в стандартах Американського товариства оцінювачів [8]: «оцінка бізнесу – це акт або процес підготовки висновку, або визначення вартості підприємства, або частки акціонерів у його капіталі».

В. Григор'єв та І. Островкін під оцінкою розуміють науково обґрунтовану думку експерта-оцінювача про вартість об'єкта, що підлягає оцінці, так і процес визначення вартості об'єкта [9].

Значущим є думка Г. І. Сичової, Є. Б. Колбачева, В. А. Сивева, М. А. Козодаєва, М. В. Пилова про те, що оцінка бізнесу – це процес встановлення експертом-оцінювачем вартості об'єкта оцінки для специфічних цілей, результатом якого є науково обґрунтована думка про вартість оцінюваного об'єкта на дату оцінки в грошовому вираженні [10]. Таке трактування дозволяє виявити ряд специфічних елементів, що характеризують розгляд оцінки вартості як процесу; об'єкт і суб'єкт оцінки; система показників і їх критеріальні значення; шкала вимірювань; терміни оцінки; безпосередня оцінка як отриманий результат, а також ступінь взаємозв'язку і співвідношення між цими елементами.

В основі смислової ідентифікації оцінки бізнесу лежить ототожнення даного терміну з розрахунком вартості об'єкта. Разом з тим необхідно підкреслити, що слово «оцінка»,

передбачає визначення ціни об'єкта, а не його вартості, оскільки в українській мові «ціна» і «вартість» мають принципову відмінність і не є синонімічні один одному. «Ціна» показує отриману власником вигоду в момент реалізації об'єкта. У той час як «вартість» відображає витрати, пов'язані з функціонуванням об'єкта та понесені власником у фіксований момент часу. Однак, слово «оцінка» передбачає встановлення ціни, вартості, кількісних і якісних параметрів об'єкта, іншими словами спостерігається діалектична єдність цих двох понять. Тому під терміном «оцінка» необхідно розуміти визначення не тільки вартості об'єкта, але й ціни [11].

Ряд дослідників визначають оцінку компанії, акцентуючи увагу на кінцевих результатах деякого процесу, який являє собою певне судження або думку про цінність, рівні або значимості чого-небудь. Так М. Ю. Мачці і Г. Брезель під оцінкою розуміють «присвоєння суб'єктом оцінки певному предмету - об'єкту оцінки - цінності, вираженої переважно в грошовій формі» [12]. У роботі В. А. Щербакова відзначається, що оцінка підприємства являє собою «визначення в грошовому вираженні вартості підприємства, яка враховує його корисність і витрати, пов'язані з отриманням цієї корисності» [13].

Звідси робимо висновок, що бізнес має вартість лише в тому випадку, якщо може бути корисний потенційному власнику. Корисність бізнесу – здатність приносити прибуток у конкретному місці і протягом даного періоду часу. Чим вище корисність, тим вище величина вартості оцінки. Таким чином вартість бізнесу – це прояви ділової активності компанії, сутністю яких є фактичне або потенційне прирощення потоків економічних вигод, достатніх для задоволення очікувань власників вкладеного капіталу (в тому числі нематеріальних активів) з урахуванням притаманної цим вкладенням часткою ризику [14]. А оцінка вартості являє собою певний процес моделювання майбутніх грошових потоків та прийняття рішень про способи і методи оцінки цих потоків. Сам процес оцінки являє собою комплекс необхідних обчислювальних процедур для встановлення вартості, в ході якого необхідно враховувати все розмаїття факторів, що формують вартість компанії, цілей і завдань, що вирішуються різними суб'єктами в системі оціночної діяльності [15]. Об'єктом оцінки є вартості компанії-цілі як цілісного діючого бізнесу, системи, яка на ринку цілком може бути реалізована, як весь комплекс, так і окремими підсистемами або навіть елементами. Фактично, товаром можна назвати навіть не весь бізнес, як такий, а окремі складові цього єдиного цілого. При цьому метою є виділити ті елементи, які, як очікується, будуть виробляти грошові потоки, які покупцеві потрібно оцінити, щоб визначити вартість компанії в цілому. Відповідно вартість бізнесу є віддзеркаленням результатів його діяльності, а оцінка вартості передбачає оцінку мажоритарного і міноритарного пакета акцій підприємства, оцінку майнового комплексу (активів компанії) – будівель, споруд, мереж, комунікацій, земельних ділянок, транспортних засобів і устаткування, а також фінансових потоків підприємства. Не менш важливими є також персонал з його напрацьованими знаннями і досвідом, клієнтська база, мережі постачальників та споживачів.

Не знаючи вартості досить складно робити обґрунтовані рішення щодо продажу або купівлі прав власника. Оцінка вартості компаній до і після злиття - поглинання є одним з основних елементів власне стратегії злиття і поглинань з двох причин. По-перше, оцінка вартості перспективних для злиття компаній є ключовим фактором оцінки економічної доцільності злиття або поглинання. По-друге, оцінка різних показників компаній після здійснення злиття дозволяє проаналізувати чинники, що вплинули на успіх чи невдачу злиття, і зробити висновки для подальшого здійснення фінансової стратегії.

Методологія оцінки вартості конкретного об'єкта залежить від виду вартості, що необхідно визначити в рамках того чи іншого завдання. Задля узагальнення та систематизації видів вартості, що існують в теорії та практиці оціночної діяльності, було проаналізовано ряд робіт учених-економістів, практиків-оцінювачів та нормативно-правові документи різних країн світу. У результаті зазначеного аналізу було виявлено розбіжності не тільки у визначенні сутності видів вартості в різних державах (такі види вартості наявні в стандартах оцінки, які зафіксовані нормативними положеннями Кабінету міністрів України як: оціночна,

поточна та переоцінена вартість), а й у переліку самих видів вартості, які є представленими в стандартах оцінки однієї країни і не розраховуються в іншій. Дана проблематика спричинена в першу чергу невідповідністю стандартів бухгалтерського обліку в різних країнах, специфікою законодавства, рівнем розвитку окремих ринків країни тощо.

Отже при формуванні класифікації видів вартості, що використовуються при оцінці в різних цілях в умовах вітчизняної економіки, за основу було обрано види вартості, представлені в Національних стандартах оцінки України, та розширені окремими видами вартості, що обґрунтовано пропонуються вітчизняними науковцями.

Основною ознакою вибору адекватного виду вартості бізнесу в нашому випадку (аналіз оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання) – є джерело формування доходу [16]. Відповідно цьому можна виділити найбільш часто вживані види вартості, що відображають джерела утворення доходу:

- обґрунтована ринкова вартість;
- інвестиційна вартість;
- внутрішня (фундаментальна вартість).

Аналізуючи праці зарубіжних та вітчизняних вчених-економістів, не знаходимо різних відмінностей в визначенні категорії ринкова вартість. При цьому під обґрунтованою ринковою вартістю об'єкта оцінки, як базовою і найбільш поширеною формою прояву категорії вартість, пропонуємо розуміти вартість, що формується на конкурентному ринку під впливом різноманітних чинників на дату оцінки за угодою, що вже сталася (тобто відображає минулий стан об'єкта), укладеної між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що всі учасники угоди діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу. Обґрунтована ринкова вартість компанії розраховується як системи елементів (активів), тобто вартість елементів (активів) плюс системний ефект (goodwill).

Інвестиційна вартість – це вартість підприємства як елемента системи вищого порядку (підсистеми), тобто вартість елементів (активів) плюс системний ефект першого порядку (goodwill) плюс системний ефект вищого порядку (корпоративний ефект). Це обґрунтована вартість компанії для конкретного або передбачуваного власника. Враховує приріст прибутку від використання ноу-хау, планів реорганізації та іншого передбаченого власником.

В економічній літературі синонімами ринкової вартості також виступають поняття фундаментальна і внутрішня вартість, однак на наш погляд це не відповідає дійсності.

Щодо трактування економічної категорії фундаментальна (внутрішня, реальна вартість), то тут не існує єдиної точки зору серед економістів. Аналіз економічної літератури дає можливість сформулювати визначення фундаментальної вартості публічного акціонерного товариства, як розрахункової величини акціонерного капіталу, заснованої на аналізі внутрішніх (фундаментальних) чинників, які відображають суть бізнесу; визначається шляхом прогнозування грошових потоків без урахування «надлишків» таких як goodwill; залежить від об'єктивного аналітичного висновку незалежного експерта-оцінювача, а не від цілей конкретного інвестора та базується на знаннях та обліку фінансового та економічного стану об'єкта оцінки, а також перспектив одержання прибутку та чистого доходу.

Ринкова вартість консолідованих компаній або активів у рамках злиття - поглинання виступає в якості величини, що не залежить від самої угоди злиття або поглинання та її фінансових умов [17]. В рамках злиття і поглинання для оцінки ефективності угоди необхідно також визначення ринкової вартості консолідованої компанії.

Консолідована компанія – компанія, утворена в результаті реалізації угоди злиття, що діє як єдиний або сукупність контрольованих суб'єктів.

Виходячи з мотивації учасників угод злиттів - поглинань, реалізувати можливі синергитичні ефекти і збільшити вартість компанії в рамках оцінки вартості компанії, також може виникати потреба в оцінці інвестиційної вартості, яка повинна бути більше ринкової вартості, що можливо в тому числі і за рахунок появи синергії між даною компанією і

іншими бізнес-активами даного інвестора. Інвестиційна вартість компанії в даному випадку враховує вартість синергитичного ефекту для компанії, яка ініціює операцію.

Висновки із зазначених проблем і перспективи подальших досліджень. Таким чином, при оцінці вартості в рамках угод злиттів - поглинань можуть бути оцінені наступні компоненти – ринкова вартість компаній, що беруть участь в угоді, ринкова вартість консолідованої компанії (порівняння якої з сумою ринкових вартостей незалежних компаній буде свідчити про наявність або відсутність синергії та ефективності угоди), інвестиційна вартість синергитичного ефекту (набагато важче реалізувати на практиці, так як вартість синергії залежить не тільки від грошових потоків, але й зміни рівня ризиків, властивих грошовим потокам консолідованої компанії, що на практиці характерно для більшості угод M&A), а також фундаментальна вартість компанії (дасть змогу визначити «чисту» вартість компанії як системи елементів (активів) без системних ефектів у вигляді goodwill).

Наступним кроком після виявлення необхідного виду вартості, що відбиває мету оцінки є вибір необхідних процедур і методів оцінки. Ці проблемні питання будуть покладені в основу наших подальших досліджень.

Література

1. К. Маркс. Капітал. Критика політичної економії. Том I. Кн. I / Пер. з нім. за ред. Д.Рабиновича. – Київ: Партвидав ЦК КП(б)У, 1934. – С. 833-839; Карл Маркс. Капітал. Критика політичної економії. Том III. Ч. I. Кн. III / Пер. з нім. за ред. Д.Рабиновича. – Київ: Партвидав ЦК КП(б)У, 1936. – С. 437-439.
2. Мочерний С. В. Економічна теорія: посіб. для студ. вищ. навч. закл. / С. В. Мочерний. – К. : Академія, 1999. – 592 с.
3. Ватаманюк З.І., Панчишин С.М. Вступ до економічної теорії: Підручник / З. Ватаманюк, С. Панчишин та ін.– 3-є вид. – Львів: Новий світ-2000, 2007. – 504с.
4. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // F. Modigliani, M. Miller. American Economic Review, June 1958.
5. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов; 2-е русск. изд. (пер. с 7-го междунар. изд.) – М.: 2008. – 1008 с.
6. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш; [с англ.]. – М. : Дело, 2000. – 360 с.
7. Національний стандарт № "Загальні засади оцінки майна і майнових прав" від 10 вересня 2003г. N 1440.
8. Американские стандарты оценки (American Society of Appraisers – ASA) // <http://www.appraisalfoundation.org>.
9. Григорьев В. В. Оценка предприятия. Имущественный подход / В. В. Григорьев, И. М. Островкин. М.: Дело, 1998. – 224 с.
10. Козодаев М. А. Оценка и бизнес / М. А. Козодаев, М. В. Пылов. М.: ОЛМА-ПРЕСС Инвест.: Институт экономических стратегий, 2003.– 128с.
11. Фомин П. А. Оценка эффективности использования финансов предприятия в условиях рыночной экономики / П. А. Фомин, В. В. Хохлов. М.: «Высшая школа», 2007. – 284 с.
12. Манфред Юрген Мачке, Геррит Брѐзель: Основные черты функциональной оценки предприятий // И. Л. Артеменнов, В. А. Вольнова, Л. А. Лейфер, Е. И. Нейман. На рубеже 20-летия: Сборник научно-методических статей, М.: Общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков», 2013. – С. 110–141.
13. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. М.: Омега-Л, 2006.– 2008с.
14. Асканова О. В., Карпенко А. В. Эволюция подходов к осознанию сущности понятия стоимости бизнеса и ее оценки // Общество: политика, экономика, 2010.– №2.– С. 38-42.

15. Тарасова О. В. Факторы, влияющие на увеличение стоимостной оценки компаний в процессе слияния-поглощения / О. В. Тарасова // Новый университет. – Россия, Йошкар – Ола : ООО «Коллоквиум». – 2013. – № 2 (24). – С. 10-13.
16. Кублік В. К. Концепція управління вартістю як інструмент боротьби в умовах глобальної конкуренції / В. К. Кублік, О. В. Тарасова // Науковий вісник ОНЕУ. Всеукраїнська асоціація молодих науковців. Науки : економіка, політологія, історія. – ОНЕУ. – 2013. – № 5(184). – С. 110-116.
17. Tetyana Kublikova, Volodymyr Kublikov Investment potential of the population and the financial market of ukraine Ivane Javakhishvili / Tetyana Kublikova, Volodymyr Kublikov // Tbilisi State University. Faculty of Economics and Business. Tbilisi Publishing House „Universal“ – 2013. – С.143-154.