

ОСОБЛИВОСТІ ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ АГРОПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

©2020 ВЕДЕНЕЄВ В. А.

УДК 330.1
JEL: D46; G32; Q12

Веденеєв В. А. Особливості визначення вартості агропідприємств України

Грунтуючись на останніх змінах в економіці України в цілому та в сільськогосподарському секторі зокрема, у статті пояснюється необхідність удосконалення наявної методології визначення вартості підприємств аграрного сектора та зазначаються особливості сучасних українських агропідприємств, що мають враховуватися під час процедури визначення вартості підприємства відповідно до нормативно-правових документів. Для визначення особливостей знаходження вартості описано основні види вартості, що розраховуються в більшості випадків, та підходи, що використовуються під час визначення вартості. Крім того, у статті проводиться порівняння класифікації агропідприємств в Україні та світі та пропонується можливе розмежування підприємств сільськогосподарського сектора за їх операційною структурою. Для кожного запропонованого класу наводяться особливості, що впливають на визначення вартості. Пояснюється необхідність використання премії за ризик для підприємств агросектора України під час використання дохідного підходу та наводиться приклад зі світової практики можливого розрахунку такої премії. Зазначено загальний алгоритм визначення ринкової та інвестиційної вартості агропідприємств, а також описуються 7 особливостей, які необхідно враховувати. До них можна віднести: сезонність, вплив кліматичних умов на точність прогнозування майбутньої кількості продукції, експортоорієнтованість бізнесу та інші. Значну увагу приділено ринковому підходу, а також розглянуто перешкоди, які необхідно подолати для можливості його застосування.

Ключові слова: агропідприємства, дохідний метод, витратний метод, порівняльний метод, грошовий потік, оцінна діяльність, фінансове моделювання.

DOI:

Формул: 2. **Бібл.:** 8.

Веденеєв Володимир Андрійович – аспірант кафедри економіко-математичного моделювання, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (просп. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

E-mail: Volodymyr.vedeneev@gmail.com

ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-9549-3087>

УДК 330.1
JEL: D46; G32; Q12

Веденеєв В. А. Особенности определения стоимости агропредприятий Украины

Основываясь на последних изменениях в экономике Украины в целом и в сельскохозяйственном секторе в частности, в статье объясняется необходимость совершенствования имеющейся методологии определения стоимости предприятий аграрного сектора и указываются особенности современных украинских агропредприятий, которые должны учитываться во время процедуры определения стоимости предприятия в соответствии с нормативно-правовыми документами. Для определения особенностей нахождения стоимости описаны основные виды стоимости, которые рассчитываются в большинстве случаев, и подходы, используемые при определении стоимости. Кроме того, в статье проводится сравнение классификации агропредприятий в Украине и мире и предлагается возможное разграничение предприятий сельскохозяйственного сектора по их операционной структуре. Для каждого предложенного класса приводятся особенности, влияющие на определение стоимости. Объясняется необходимость использования премии за риск для предприятий агросектора Украины при использовании доходного подхода и приводится пример из мировой практики возможного расчета такой премии. Приведен общий алгоритм определения рыночной и инвестиционной стоимости агропредприятий, а также описываются 7 особенностей, которые необходимо учитывать. К ним можно отнести: сезонность, влияние климатических условий на точность прогнозирования будущего количества продукции, экспортоориентированность бизнеса и другие. Значительное внимание уделено рыночному подходу, а также рассмотрены препятствия, которые необходимо преодолеть для возможности его применения.

Ключевые слова: агропредприятия, доходный метод, затратный метод, сравнительный метод, денежный поток, оценочная деятельность, финансовое моделирование.

Формул: 2. **Библ.:** 8.

Веденеєв Владимир Андреевич – аспирант кафедры экономико-математического моделирования, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (просп. Победы, 54/1, Киев, 03057, Украина)

E-mail: Volodymyr.vedeneev@gmail.com

ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-9549-3087>

UDC 330.1
JEL: D46; G32; Q12

Viedenieiev V. A. Features of Determining the Value of Ukrainian Agricultural Enterprises

Based on the recent changes in Ukrainian economy in general and in the agricultural sector in particular, the article explains the need to improve the existing methodology for determining the value of enterprises in the agrarian sector and outlines the features of modern Ukrainian agricultural enterprises, which should be taken into account during the process of determining the value of enterprise in accordance with the regulatory documents. To determine the features of the cost determination, the main types of value that be calculated in most cases and the approaches used in the cost determination are described. In addition, the article compares the classification of agricultural enterprises in Ukraine and the world and proposes a possible distinction between agricultural sector enterprises by their operating structure. For each proposed class, the features that influence the determination of value are specified. The need to use the risk premium for Ukrainian agrarian sector enterprises is explained when using the profitable approach, an example of possible calculation of such a premium is provided. The general algorithm for determining the market and investment value of agricultural enterprises is presented, additionally, 7 features that need to be taken into account are considered. These include: seasonality, impact of climatic conditions on the accuracy of forecasting the future

quantity of products, export orientation of business and others. Much attention is paid to the market approach, as well as the obstacles that need to be overcome to allow this approach to be effectively applied.

Keywords: agricultural enterprises, profitable method, cost method, comparative method, money flow, valuation activities, financial modeling.

Formulae: 2. **Bibl.:** 8.

Viedenieiev Volodymyr A. – Postgraduate Student of the Department of Economic and Mathematical Modeling, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

E-mail: Volodymyr.vedeneiev@gmail.com

ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-9549-3087>

Визначення вартості підприємства є досить складним питанням, особливо коли об'єктом є підприємство як цілісний майновий комплекс і корпоративні права. Особливо складним є їх визначення за умови, якщо акції підприємства не котируються на біржі, що притаманне і для більшості українських агропідприємств, які належать до малого та середнього бізнесу. Вартість же акцій великих підприємств, які котируються на біржі, не завжди дорівнює їх ринковій вартості (ймовірній сумі грошей, за яку можливі купівля-продаж об'єкта оцінки на ринку, що зазвичай є базою для визначення вартості підприємства). У цих умовах необхідне проведення експертної грошової оцінки, що регулюється законами України та національними стандартами.

Хоча процедури оцінки вартості агропідприємств і регулюються державою, проте не існує чіткої методології для її проведення, тому оцінка одного і того ж підприємства різними оцінювачами зазвичай призводить до значних розбіжностей у результатах оцінки.

Визначення основних особливостей і специфіки оцінки ринкової вартості агропідприємств України є першим кроком покращення методології їх оцінки та підвищення якості оцінної діяльності.

Аналіз публікацій з окресленої проблематики показав, що питанням визначення особливостей визначення ринкової вартості підприємств сільськогосподарського сектора займався ряд науковців, серед яких необхідно виділити: Дж. Кронбланка та Р. Карсона, а також Ч. Елада та К. Хербон. Проте в їх працях не враховуються локальні особливості агропромислових секторів держав, що розвиваються, а також особливості агропідприємств України.

Питання визначення ринкової вартості підприємств зазвичай виникає в межах розгляду інших питань, наприклад кредитної спроможності, бухгалтерського обліку тощо. Сучасні публікації щодо аналізу особливостей визначення ринкової вартості в Україні не є численними. Серед науковців, роботи яких присвячені даній проблематиці, – М. М. Могилова, яка розглядає методи оцінки основних засобів сільськогосподарського призначення [1], та В. Г. Андрійчук. Отже, дана проблематика є недостатньо дослідженою та потребує подальшого аналізу.

Метою даної статті є визначення основних особливостей і проблем оцінки вартості агропідприємств України та пошук шляхів їх вирішення.

Останніми роками агросектор показав стрімку динаміку розвитку, збільшивши кількість залучених капітальних інвестицій, відповідно до даних Міністерства аграрної політики України, майже у 3 рази порівняно з 2014 р.

Покращення стану агросектора України, своєю чергою, привело до збільшення зацікавленості іноземних інвесторів у придбанні сільськогосподарських підприємств, а також до збільшення кількості M&A угод АПК [2]. Таким чином, у минулому році 44% угод припали на агропромисловий сектор, більшість з яких є внутрішньодержавними.

Такі зміни суттєво вплинули на стан оцінної діяльності агропідприємств, адже одним із важливих критеріїв придбання будь-яких підприємств є визначення їх ринкової чи будь-якої іншої вартості. В Україні визначення вартості агропідприємств має низку особливостей і проблем, які треба враховувати. Так, наприклад, велика кількість малих агропідприємств знаходяться в тіньовій економіці. Якщо розглядати великі агропідприємства, то значна їх частка є експортоорієнтованими. Для вирішення вищезазначених та інших особливостей необхідно покращити методологію оцінки агропідприємств.

Уся оцінна діяльність в Україні регулюється Законом України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність» та чотирьох Національних стандартів оцінки. Згідно з вищезазначеними нормативними документами, «оцінка майна, майнових прав (далі – оцінка майна) – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою, встановленою нормативно-правовими актами, зазначеними в статті 9 цього Закону (далі – нормативно-правові акти з оцінки майна), і є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності» [3]. Крім того, в наведених нормативних документах приведене визначення вартості та її видів.

Найчастіше при проведенні оцінки підприємств визначають ринкову вартість, рідше – інвестиційну.

Ринкова вартість – це вартість, за яку можна відчужити об'єкт оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем і продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла зі знанням справи, розсудливо і без примусу. *Інвестиційна вартість* – це вартість, визначена з урахуванням конкретних умов, вимог і мети інвестування в об'єкт оцінки.

Існують три підходи до визначення вартості підприємства, а саме:

- 1) витратний;
- 2) дохідний;
- 3) порівняльний.

При оцінці вартості агропідприємств найчастіше використовується дохідний і порівняльний підходи. При дохідному підході будується модель майбутніх грошових потоків, що приводяться до теперішньої вартості шляхом дисконтування або капіталізації. При порівняльному підході використовуються дані щодо купівлі/продажу схожих підприємств або використовуються мультиплікатори.

У світовій практиці існує чітке розмежування на підприємства, що займаються вирощуванням сільськогосподарських культур і тварин, і підприємства, що переробляють сільськогосподарські товари та створюють певний кінцевий продукт, наприклад соняшникову олію. Так, Асват Дамодаран виділяє такі види промисловості, як Farming/Agriculture та Food Processing [4]. Проте в Україні відсутнє таке чітке розмежування, а тому всі агропідприємства умовно можна поділити на три типи, кожен з яких має певні особливості оцінки.

Перший тип – це підприємства, що займаються рослинництвом або тваринництвом.

Другий тип – підприємства, що закуповують сільськогосподарську продукцію та виробляють готовий продукт.

Третій тип – це підприємства, що являють собою суміш попередніх двох типів, тобто вони одночасно займаються рослинництвом, тваринництвом і створюють готовий продукт.

Слід розуміти, що кожен тип підприємства при визначенні їх вартості має свої власні особливості, незалежно від того, яка вартість розраховується. Підприємства першого типу, зазвичай, – це малі або середні підприємства, що орієнтуються на внутрішній ринок, у той час як підприємства другого та третього типів є середніми або великими підприємствами, найчастіше форма власності яких – товариство, що орієнтуються на зовнішні ринки. Тому їх особливості мають бути враховані в кожному із підходів.

Найбільш поширеним підходом до визначення вартості будь-якого бізнесу, включно з підприємствами агросектора, є дохідний підхід, що полягає у визначенні майбутніх грошових потоків і приведенні їх до теперішньої вартості шляхом дисконтування або капіталізації. Таким чином, слід визначити особливості розрахунку грошових потоків та ставки дисконтування (капіталізації).

У сучасній практиці для визначення ставки дисконтування використовують середньозважену вартість капіталу.

$$WACC = w_e \cdot k_e + w_d \cdot k_d \cdot (1-t), \quad (1)$$

де w_e – частка власного капіталу;

k_e – вартість залучення власного капіталу;
 w_d – частка боргового капіталу;
 k_d – вартість залучення боргового капіталу;
 t – ставка податку для підприємств.

Для розрахунку вартості залучення власного капіталу найлегше використовувати модель ціноутворення активів (CAPM):

$$k_e = r_f + \beta \cdot ERP + CRP + SRP + CSRP, \quad (2)$$

де r_f – безризикова ставка (зазвичай 10-річні казначейські облигації США);

β – ринкова бета для компаній у галузі;

ERP – додатковий дохід за інвестування у фондовий ринок, а не в безризикові цінні папери;

CRP – премія за інвестування в менш стабільні держави з більшою відсотковою ставкою;

SRP – премія за інвестування в менші за розміром компанії, адже вони більш ризикові;

$CSRP$ – премія за інвестування в компанію через певні її особливості.

Існує певна особливість розрахунку вартості власного капіталу з використанням моделі ціноутворення активів для агропідприємства першого та другого типів в Україні. Зазвичай, при розрахунку вартості власного капіталу специфічну премію за ризик не враховують через відсутність єдиної методології для кожної компанії, проте для вищезазначених типів підприємств вона має бути врахована через концентрацію їх клієнтів. Так, підприємства першого типу продають свою продукцію декільком великим підприємствам, тому продажі продукції п'яти найбільшим клієнтам можуть досягати 100%, що, своєю чергою, створює додаткові ризики. Highligh Global у своїй статті досліджують проблему розрахунку премії за специфічний для компанії ризик і пропонують брати її в діапазоні від 0 до 8 відсотків залежно від відсотка концентрації п'яти найбільших клієнтів [5].

Визначення середньозваженої вартості капіталу є одним із двох ключових компонентів для розрахунку вартості підприємства. Іншим компонентом є грошовий потік підприємства. Слід зазначити, що для кожного типу агропідприємств є свої особливості розрахунку грошового потоку, але загальний алгоритм є таким:

- ✦ прогнозування кількості виробленої продукції та ціни, за якою вона буде реалізована;
- ✦ прогнозування собівартості виготовленої продукції;
- ✦ прогнозування операційних витрат, що прямо не пов'язані з виготовленням продукції;
- ✦ прогнозування нарахованих податків;
- ✦ прогнозування капітальних інвестицій та амортизаційних відрахувань;
- ✦ визначення обсягів робочого капіталу у прогнозних періодах;

- ✦ розрахунок чистого прибутку та грошового потоку компанії (*FCFF*) у прогнозованих періодах;
- ✦ визначення вартості реверсії;
- ✦ дисконтування грошового потоку та реверсії та визначення вартості підприємства.

При визначенні ринкової або інвестиційної вартості агропідприємств України слід брати до уваги такі їх особливості:

1) Підприємства першого типу займаються рослинництвом і тваринництвом, тому існує проблема прогнозування обсягів виробництва на декілька років уперед, пов'язана з кліматичними умовами. Зараз на практиці для прогнозування обсягів беруть сталі обсяги виробництва за останній період або середні за декілька останніх періодів. Використання сучасних статистичних методів може дати змогу дослідити залежність обсягів виробництва від кліматичних умов та інших факторів і зробити більш точний прогноз виробництва на майбутні періоди.

2) Розглядаючи підприємства другого та третього типів, слід мати на увазі, що вони експорт-орієнтовані, тому реалізують продукцію за світовими цінами, а не внутрішніми.

3) При прогнозуванні собівартості виготовленої продукції необхідно враховувати той факт, що підприємства другого та третього типів купляють сировину за внутрішніми цінами.

4) При прогнозуванні податків підприємств другого та третього типів необхідно звернути увагу на наявність податкового активу, а також повернення податків на експортну продукцію.

5) При визначенні ринкової вартості підприємства слід враховувати лише ті капітальні інвестиції, які необхідні для підтримання діяльності компанії. При розрахунку інвестиційної вартості інвестиції, спрямовані на розширення підприємства, можуть бути враховані.

6) Визначення робочого капіталу можливо двома шляхами: за індивідуальними показниками або за ринковими. Для підприємств першого та другого типів, через відсутність достатньої статистичної бази, надається перевага визначенню норми робочого капіталу, базуючись на історичних даних. Підприємства третього типу схожі на інші великі світові компанії, тому для них доречно використовувати світові показники робочого капіталу.

7) Для підприємств другого та третього типів характерна відсутність сильної сезонності продажів, тому можна використовувати грошовий потік з річною періодичністю, проте використання фактора дисконтування на середину періоду є раціональним. Однак для підприємств першого типу, навпаки, характерним є висока сезонність, тому доцільним є поквартальне прогнозування грошових потоків.

Визначення вартості агропідприємств України без урахування вищезазначених особливостей призводить до похибки, що спричинює значне збільшення або зменшення інвестиційної привабливості компанії.

Іншим методом визначення ринкової або інвестиційної вартості є порівняльний підхід, що базується на зіставленні показників підприємства та аналогічних компаній. У порівняльному підході найбільш широко використовуються метод ринку капіталів та метод мультиплікаторів.

Метод ринку капіталу базується на ринкових цінах подібних компаній. Передбачається, що інвестор, діючи за принципом заміщення (або альтернативної інвестиції), може інвестувати свої кошти або в цю компанію, або в ту, яка оцінюється. Цей метод базується на фінансовому аналізі компанії, що оцінюється, та порівнюваних компаній [6]. Метод ринкових мультиплікаторів полягає у зіставленні вартості компанії з певним ключовим показником, наприклад з чистим прибутком, площею ланів, потужністю елеватора тощо.

Використання ринкового підходу при оцінці підприємств агросектора України має певні перепони. По-перше, в Україні невелика кількість агропідприємств, що надають інформацію про свою вартість відкрито. До таких можна віднести «Кернел», МХП, «Астарту» [7]. Дані підприємства дуже великі, тому недоцільно порівнювати з ними агропідприємства першого та другого типів. По-друге, за методом ринку капіталів для порівняння використовуються дані декількох компаній (принаймні 5–6), що в результаті дає певний діапазон вартості. По-третє, використання методу мультиплікаторів пов'язане з недостатньою статистичною базою, що створює проблеми для визначення мультиплікаторів, які можна застосовувати. Також метод мультиплікаторів фокусується на певному ключовому факторі, ігноруючи інші показники діяльності та особливості функціонування підприємства.

Витратний підхід полягає у визначенні вартості шляхом використання методу заміщення або методу відновлення. Дані методи найкраще підходять для визначення вартості активів, тому при розрахунку вартості підприємства витратний підхід краще не використовувати. Крім того, методи витратного підходу «дають можливість отримати інформацію лише про матеріальну складову вартості підприємства – фізичний та фінансовий капітал та частину нематеріальної – інтелектуальну власність, тоді як інші частини нематеріальної складової вартості суб'єкта господарювання – людський, соціальний, інший організаційний, зовнішній капітал залишаються недооціненими» [8].

ВИСНОВКИ

Таким чином, для визначення вартості підприємства основним підходом оцінки є дохідний підхід, що має бути підтверджений за допомогою ринкового

підходу. Також при використанні дохідного підходу необхідно враховувати особливості агропідприємств України, що визначені в даному дослідженні.

Оновлення методології оцінки ринкової вартості агропідприємств є передумовою покращення результатів оцінної діяльності та одним зі шляхів підвищення інвестиційної привабливості підприємств сільськогосподарського сектора України. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Могилова М. М. Удосконалення оцінки основних засобів сільськогосподарського призначення при діагностиці інвестиційної привабливості та кредитоспроможності аграрних підприємств. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 5. С. 22–27. URL: http://www.investplan.com.ua/pdf/5_2016/6.pdf
2. Шульга О. Злилися і поглинулися. Хто і які активи купив в Україні в минулому році // *НВ Бізнес*. 23.03.2018. URL: <https://biz.nv.ua/ukr/publications/zlilisja-i-pohlinulisja-khto-i-jaki-aktiv-i-kupiv-v-ukrajini-v-minulomu-rotsi-2459698.html>
3. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12 липня 2001 р. № 2658-III. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>
4. Damodaran On-line Home Page – NYU Stern. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
5. The Specific Risk Premium. A New Approach // *Highland Global*. 2004. URL: <https://csbweb01.uncw.edu/people/farinellaj/Classes/Fin430/Handouts/Company%20Risk%20Premium.pdf>
6. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : підручник. Київ : ЦУЛ, 2009. 472 с.
7. Лучка О. 5 найбільших агрокомпаній України за розміром земельного банку // *LB.UA*. 2016. URL: https://lb.ua/economics/2016/01/13/325366_5_naybilshih_agrokompaniy_ukraini.html
8. Лаговська О. Оцінка вартості підприємства: аналіз підходів та методів. *Економічний аналіз*. 2012. № 10. С. 414–417.

Науковий керівник – Піскунова О. В., доктор економічних наук, професор, заступник завідувача кафедри економіко-математичного моделювання Київського національного економічного університету ім. В. Гетьмана

REFERENCES

- Damodaran On-line Home Page – NYU Stern. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [Legal Act of Ukraine] (2001). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>
- Lahovska, O. "Otsinka vartosti pidpriemstva: analiz pidkhodiv ta metodiv" [Evaluation of the Cost of the Organization: Analysis of Approaches and Methods]. *Ekonomichniy analiz*, no. 10 (2012): 414-417.
- Luchka, O. "5 naibilshykh ahrokompanii Ukrainy za rozmirom zemelnogo banku" [The Five Largest Agricultural Companies in Ukraine by Size of Land Bank]. *LB.UA*. 2016. https://lb.ua/economics/2016/01/13/325366_5_naybilshih_agrokompaniy_ukraini.html
- Maierova, T. V. *Investytsiina diialnist* [Investment Activity]. Kyiv: TsUL, 2009.
- Mohylova, M. M. "Udoskonalennia otsinky osnovnykh zasobiv silskohospodarskoho pryznachennia pry diahnostytsi investytsiinoi pryvabyvosti ta kredytopromozhnosti ahrarnykh pidpriemstv" [The Improvement of Agricultural Fixed Assets Evaluation in Diagnostics of Investment Attractiveness and Creditworthiness of Agricultural Enterprises]. *Investytsii: praktyka ta dosvid*. 2016. http://www.investplan.com.ua/pdf/5_2016/6.pdf
- Shulha, O. "Zlylysia i pohlynulysia. Khto i yaki aktyvy kupyv v Ukraini v mynulomu rotsi" [They Were Angry and Absorbed. Who and What Assets Were Purchased in Ukraine Last Year]. *NV Biznes*. 23.03.2018. <https://biz.nv.ua/ukr/publications/zlilisja-i-pohlinulisja-khto-i-jaki-aktiv-i-kupiv-v-ukrajini-v-minulomu-rotsi-2459698.html>
- "The Specific Risk Premium. A New Approach". *Highland Global*. 2004. <https://csbweb01.uncw.edu/people/farinellaj/Classes/Fin430/Handouts/Company%20Risk%20Premium.pdf>