

УДК 657.1

Пилипенко Л.М.
кандидат економічних наук,
доцент кафедри обліку та аналізу
Національного університету «Львівська політехніка»

РИНКОВА ВАРТІСТЬ КОМПАНІЇ: ПАРИТЕТНІСТЬ ПОКАЗНИКІВ ФІНАНСОВОЇ ЗВІТНОСТІ І РИНКОВИХ МЕТОДІВ ОЦІНЮВАННЯ

Проаналізовано причини відмінностей між ринковою капіталізацією компаній та їх вартістю, репрезентованою фінансовою звітністю. Наведено підходи до трактування сутності вартості компанії та її оцінювання. Проаналізовано умови угод злиття-поглинання в технологічному секторі, в результаті чого виявлено механізми подолання розбіжностей між бухгалтерською та ринковою капіталізаціями компаній.

Ключові слова: фінансова звітність, власний капітал, балансова вартість компанії, ринкова капіталізація, підходи оцінки вартості компанії, гудвіл, принцип об'єктивності.

Пилипенко Л.Н. РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ: ПАРИТЕТНОСТЬ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ И РЫНОЧНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ

Проанализированы причины различий между рыночной капитализацией компаний и их стоимостью, представленной в финансовой отчетности. Приведены подходы к пониманию сущности стоимости компании и ее оценки. Проанализированы условия сделок слияния-поглощения в технологическом секторе, в результате чего выявлены механизмы преодоления расхождений между бухгалтерской и рыночной капитализации компаний.

Ключевые слова: финансовая отчетность, собственный капитал, балансовая стоимость компаний, рыночная капитализация, подходы оценки стоимости компаний, гудвил, принцип объективности.

Pylypenko L.M. COMPANY'S MARKET VALUE: THE PARITY OF FINANCIAL REPORTING FIGURES AND MARKET ASSESSMENT METHODS

The reasons for the differences between the market capitalization of companies and their value according to financial statements have been analyzed. The approaches to the conception of essence of value assessment are given. The conditions of merger-acquisition agreements in the technology sector have been conducted, and, as a result, the mechanisms to overcome differences between accounting and market capitalization have been revealed.

Keywords: financial statements, equity, book value of companies, market capitalization, valuation approaches, goodwill, principle of objectification.

Постановка проблеми. Превалювання вартісно-орієнтованої концепції в стратегічному управлінні суб'єктами господарювання значно актуалізувало категорію вартості компанії як цілісного бізнесу в оцінюванні ефективності її функціонування. Більшість стейкхолдерів з прямим фінансовим інтересом зорієнтовані не так на прибуток від діяльності компанії, як на величину та динаміку її вартості. Більше того, на ринках капіталів, зокрема позабіржових, можна спостерігати суперечливі тенденції зростання капіталізації збиткових компаній, особливо високотехнологічних, що може свідчити про другорядність показника прибутку в оцінюванні економічної ефективності їхньої діяльності.

Проте процес визначення вартості суб'єкта господарювання доволі складний, що обумовлено неоднозначністю самої категорії «вартості компанії» і різноманітністю підходів і методик її обчислення. Найоб'єктивнішим мав би бути показник вартості, обчислений за ринковим курсом акцій компанії (показник капіталізації). Але високий рівень волатильності фондових ринків та спекулятивні операції на них нівелюють аргументацію справедливості вартості компанії відповідно до курсу її акцій.

Оцінка вартості компанії на підставі її фінансової звітності – валюта балансу, чисті активи тощо, – як правило, є істотно заниженою, головню через неврахування інтелектуальної складової потенціалу компанії. Фактично формат фінансової звітності непристосований до умов постіндустріальної економіки, в якій саме інтелектуальна складова потенціалу визначає продуктивність капіталу суб'єкта господарювання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Банкрутство великих корпорацій (Enron, Lehman

Brothers Holdings тощо), глобальна діяльність яких мала суспільне значення, з одного боку, та неможливість формалізованого факторного обґрунтування різкого зростання капіталізації високотехнологічних компаній (Google, Apple, Facebook та багато інших) – з іншого, актуалізували наукові дослідження проблем формування вартості компанії та управління ними. А зважаючи на те, що банкрутство суспільно значимих компаній супроводжувалось обґрунтованими, на нашу думку, претензіями стейкхолдерів до топ-менеджерів і аудиторів таких компаній щодо об'єктивності фінансової звітності, то особливої гостроти набула й проблема обліково-аналітичного забезпечення формування вартості компанії та репрезентації її у публічній фінансовій звітності як єдиному верифікованому джерелі інформації для зовнішніх користувачів.

Серед вітчизняних науковців означені проблеми у своїх докторських дисертаціях досліджували І.Й. Яремко («Оцінювання та формування вартості машинобудівних підприємств», Національний університет «Львівська політехніка», 2010 р.) [1], О.А. Лаговська («Розвиток бухгалтерського обліку та аналітичного забезпечення вартісно-орієнтованого управління: теорія, методологія, організація», Житомирський державний технологічний університет, 2012 р.) [2], М.В. Корягін («Теорія та методологія бухгалтерського обліку в системі формування вартості підприємства», Львівська комерційна академія, 2013 р.) [3].

Зарубіжні науковці, зокрема, Т. Коллер, Т. Коупленд, А. Раппапорт, Г. Руан, А. Холлер та багато інших у своїх працях увагу приділяють здебільшого розвитку концепції вартісно-орієнтованого управ-

ління, чинникам формування вартості компанії та методичним підходам її оцінювання тощо. Тоді як, проблема неповної репрезентації вартості компанії її фінансовою звітністю, незважаючи на відзначену багатьма експертами і вченими актуальність, залишається невирішеною. Більше того, у Концептуальній основі фінансової звітності зазначено, що «Фінансові звіти загального призначення не призначені для того, щоб показати вартість суб'єкта господарювання, який звітує; але вони надають інформацію з метою допомогти визначити вартість суб'єкта господарювання» [4].

Мета статті полягає у виявленні основних причин проблеми неякісного представлення вартості компанії її фінансовою звітністю та виявлення шляхів її вирішення.

Виклад основного матеріалу. Вартість капіталу компанії у фінансовій звітності представлена насамперед показниками валюти балансу та величини власного капіталу або чистих активів. Проте балансова вартість компанії, як правило, істотно відрізняється від її ринкової вартості. Причини таких відмінностей доцільно дослідити через призму неоднозначності категорії вартості і через особливості, а інколи й суперечливості різних підходів її оцінювання.

Проведені М.В. Корягіном дослідження сутності вартості підприємства засвідчили існування різних підходів до її трактування – адитивного, цінового, комплексного за ефективністю, зовнішнього, стратегічного та ціннісного [5]. Зважаючи на принципи й методики складання фінансової звітності, балансова вартість компанії сформована за адитивним підходом, тоді як її ринкова капіталізація – за ціновим, оскільки є результатом фактичних трансакцій з купівлі-продажу корпоративних прав компанії. Оскільки більшість поданих в балансі активів і пасивів оцінені за історичною собівартістю, то балансову вартість компанії можна вважати зорієнтованою на минуле. Натомість ринкова капіталізація ґрунтується на очікуваннях майбутніх результатів діяльності компанії.

Формат сучасного балансу створений на основі методології півторасти літньої давності, коли основними стейкхолдерами суб'єктів господарювання були кредитори. Сьогодні ж в умовах глобальної постіндустріальної економіки стейкхолдером корпорацій фактично є все суспільство, яке інституціонально представлене не лише кредиторами, акціонерами чи потенційними інвесторами, але й органами влади, громадсько-суспільними інституціями та суспільно-важливими інвестиційно-фінансовими організаціями, аудиторськими фірмами, рейтинговими чи іншими експертно-аналітичними агентствами.

Зміна складу стейкхолдерів компанії безперечно повинна зумовити зміну змістового призначення фінансової звітності. Відтак сучасний баланс повинен відображати не лише достатність майна для погашення зобов'язань, але насамперед репрезентувати потенціал суб'єкта господарювання. Саме ринковий потенціал компанії найбільше цікавить її стейкхолдерів, інтереси яких спрямовані в майбутнє її діяльності. Проте найважливіша для постіндустріальної економіки інтелектуальна компонента ринкового потенціалу, сформована людським, організаційним (структурним), клієнтським та інноваційним капіталом, через необхідність застосування принципу об'єктивації не може бути репрезентована в бухгалтерському обліку та фінансовій звітності компанії.

У фінансово-економічній науці сформовано три альтернативні обліковому підходи оцінювання капі-

талу компанії – дохідний, ринковий (порівняльний) і майновий (затратний). Найбільш наближеним до бухгалтерського є майновий (затратний) підхід. Проте той же принцип об'єктивації істотно викривлюватиме оцінку вартості компанії інформаційно-інтелектуальної економіки (особливо, високотехнологічних) через неможливість визнання нематеріальних активів. Оцінювання ж нематеріальних об'єктів (об'єктів права інтелектуальної власності), які не можуть бути визнані активами, проте використовуються в операційній діяльності і є невід'ємними факторами генерування доходів (такі об'єкти в обліку репрезентовані, як правило, у витратах на дослідження і розробки, а у фінансовій звітності – у витратах майбутніх періодів), можна здійснювати з використанням методів прямого відтворення чи заміщення. Перший метод фактично ґрунтується на принципі історичної собівартості, що зумовлює занижену оцінку, а другий не завжди можливо використати через унікальність об'єктів.

Порівняльний підхід широко застосовується експертами-аналітиками, суб'єктами оцінювальної діяльності тощо. Водночас, якщо для компаній «традиційних» видів економічної діяльності аналітичними агентствами визначені та систематично відслідковуються типові ринкові галузеві коефіцієнти, такі як P/S (Price to Sales Ratio) чи EV/EBITDA (Enterprise Value / EBITDA), то для високотехнологічних компаній, яких вважають «флагманами» сучасної економіки, важко навіть здійснити відбір об'єктивних основних індикаторів для формування мультиплікаторів чи галузевих коефіцієнтів (адже на початкових етапах розроблення та впровадження їхніх продуктів діяльність, як правило, є збитковою та фінансується венчурними фондами), що безумовно ускладнює застосування порівняльного підходу.

Дохідний підхід ґрунтується, насамперед, на динамічному зростанні прибутків і грошових потоків компанії, причому темп їхнього росту повинен істотно перевищувати ставку дисконту, інакше цей підхід не дасть суттєвого перевищення оцінювальної вартості компанії над балансовою. Відтак використання цього підходу з погляду менеджерів компанії може бути доцільним лише за умови зростання частки ринку компанії чи зростання масштабів ринку загалом. В умовах кризової (Європа) чи посткризової (США і південно-східна Азія) економіки істотного зростання ринків, за винятком окремих галузей, практично не спостерігається. Найпоказовішими винятками таких тенденцій є ринки високотехнологічної продукції та її інтелектуально-інформаційного забезпечення. Проте, як вже зазначалося, багато компаній цього сектору економіки, особливо так званих «стартапів», є збитковими і функціонують за рахунок «донорського» фінансування венчурними фондами. Наприклад, придбання в жовтні 2007 р. компанією «Microsoft» 1,6% акцій компанії «Facebook» засвідчило про оцінку загальної вартості компанії «Facebook» близько 15 млрд. доларів, хоча чистий позитивний грошовий потік у «Facebook» був вперше заявлений лише у вересні 2009 р., тобто за два роки після угоди придбання. Закономірно виникають підозри щодо обґрунтування надвисокої оцінки вартості таких компаній!

Більшість компаній технологічного сектору до свого першого IPO є доволі непублічними в сенсі розкриття фінансової інформації. Найдоступнішим джерелом інформації про їхню вартість є угоди їхнього злиття-поглинання (M&A) великими компаніями-лідерами – Apple, Microsoft, Google, Facebook (табл. 1–4).

Таблиця 1

Характеристика найбільших за вартістю угод (M&A) компанії Facebook

Об'єкт поглинання	Рік поглинання	Ринкова оцінка, млрд. доларів США		Обсяги розрахунків за угодою (M&A)		Вартість придбаного гудвілу
		до придбання	в угоді (M&A)	грошовими коштами	цінними паперами Facebook	
Instagram	2012	0,5	1	0,3	~ 0,7	0,43
Oculus VR	2014	~ 0,1	2	0,4	1,6	1,5
WhatsApp	2014	1,5	19	4	15	~ 15

Таблиця 2

Характеристика найбільших за вартістю угод (M&A) компанії Google

Об'єкт поглинання	Вартість угоди (M&A), млрд. доларів США	Вартість придбаних активів, млрд. доларів США				
		Гудвіл	Нематеріальні активи	Клієнтський капітал (customer relationships)	Грошові кошти	Інші активи (зобов'язання)
Waze Limited	0,969	0,841	0,193	–	–	(0,065)
Motorola Mobility	12,4	2,5	5,5	0,7	2,9	0,8
Nest Labs, Inc	~ 2,5	2,32	0,43	–	0,051	(0,129)

Таблиця 3

Характеристика найбільших за вартістю угод (M&A) компанії Microsoft

Об'єкт поглинання	Вартість угоди (M&A), млрд. доларів США	Вартість придбаних активів, млрд. доларів США		
		Гудвіл	Нематеріальні активи	Інші активи (зобов'язання)
Yammer, Inc.	1,1	0,937	0,178	–
Skype Global S.б r.l.	8,6	7,1	1,6	(0,2)
Nokia's Devices and Services Business	9,5	5,5	4,5	5 / (5,5)

Таблиця 4

Характеристика найбільших за вартістю угод (M&A) компанії Apple

Об'єкт поглинання	Вартість угоди (M&A), млрд. доларів США	Вартість придбаних активів, млрд. доларів США		
		Гудвіл	Нематеріальні активи	Інші активи (зобов'язання)
Beats Electronics LLC	2,6 ¹	2,2	0,636	(0,258)
Інші угоди 2014 р.	0,957 ²	0,828	0,257	(0,128)
Інші угоди 2013 р.	0,496 ²	0,419	0,179	0,102

Таблиця 5

Порівняння ринкової і балансової вартостей компаній-лідерів технологічного ринку та питомої ваги гудвілу

Компанія	Сукупна вартість активів, млрд. доларів США	Вартість власного капіталу, млрд. доларів США	Ринкова капіталізація, млрд. доларів США	Гудвіл		
				Вартість, млрд. доларів США	у % до вартості власного капіталу	у % до ринкової капіталізації
Apple	231,839	111,547	462,522	4,616	4	1
Microsoft	169,656	90,17	284,540	20,081	22	7
Google	125,781	98,815	~ 214	15,461	16	7
Facebook	24,188	21,238	49,067	2,612 ³	12	5

Результати аналізу найбільших за вартістю угод (M&A) технологічного ринку засвідчили значні обсяги «переплати» за придбані компанії порівняно з їх балансовою вартістю і, як наслідок, визнання в балансах компаній-лідерів гудвілу досить великої вартості. Проте, деякі угоди просто шокують. Зокрема, придбання компанією «Facebook» месенджера «WhatsApp» за близько 20 млрд. доларів США: чим обґрунтована така висока ціна?! Невже клієнтський капітал, який охоплює кількості мільйонів користувачів месенджера

(значна частка такого капіталу напевне була присутня у компанії «Facebook» і до придбання «WhatsApp») буде спроможний у найближчому майбутньому акумулювати додатковий чистий грошовий потік від рекламної (основний згідно зі звітністю «Facebook» вид діяльності, який генерує доходи) чи іншої діяльності у 20 млрд. доларів США? Проте сумніви щодо об'єктивності угоди викликають і її умови – чи справедливо є ціна у 20 млрд. доларів США, якщо з них грошовими коштами сплачено лише 4 млрд. доларів США, а решту – обмін корпоративними правами? Більше того, до придбання компанія «WhatsApp» не була публічною, тому обґрунтувати ціну навіть в 4 млрд. доларів США, які були сплачені грошовими коштами, будь-яким з трьох поширених підходів оцінки вартості компанії досить проблематично.

¹ Вартість угоди без урахування емітованих для колишніх власників Beats Electronics LLC акцій Apple (понад 400 млн. доларів США)

² Вартість угод вказана за вирахуванням вартості придбаних активів у грошових коштах

³ Без урахування придбання WhatsApp

Аналіз M&A-угод компаній-лідерів технологічного ринку та порівняння їх ринкової і балансової вартостей та питомої ваги в них гудвілу (табл. 5) наводить на думку, що їхні менеджери почали використовувати гудвіл як інструмент формальної капіталізації інтелектуального капіталу, який не міг бути визнаним та відображеним в їхніх балансах через принцип об'єктивації (неможливість визнання нематеріальних активів, створених власними силами компанії). Структура гудвілу у примітках до річної фінансової звітності фактично розкривається через елементи інтелектуального капіталу (Marketing-related (trade names), Technology-based, Customer-related, Contract-based) [9; 10; 15]. А компанії «Facebook» одне лиш поглинання «WhatsApp» дасть змогу практично «вирівняти» ринкову і балансову капіталізацію.

Загальна тенденція кількості угод M&A (у Apple понад 60, у Microsoft понад 160, у Google понад 175, у Facebook понад 50) та їхньої вартості [11–14] може свідчити про подальше зростання питомої ваги гудвілу у їхніх балансах. Проте чи не сформує це нову, «віртуальну бульбашку», зважаючи на недостатню з погляду публічності обґрунтованість цін таких угод?!

Одним з дієвих, на нашу думку, інструментів запобігання тенденції надмірної капіталізації компаній може бути принцип, аналогічний принципу об'єктивації: *визнаний в результаті угод об'єднання бізнесу гудвіл має бути оцінений без урахування вартості переданих покупцем інструментів власного капіталу як компенсації при об'єднанні бізнесу.*

Висновки. Вартість компаній є визначальним індикатором, який у динаміці відображає ефективність їхньої діяльності. Основним, а інколи і єдиним доступним для стейкхолдерів джерелом інформації про фінансово-майновий стан компаній є їхня публічна фінансова звітність. Проте сучасний формат фінансової звітності та методологія бухгалтерського обліку не дають змоги повноцінно розкрити вартість капіталу компаній у їх фінансовій звітності, здебільшого через неспроможність визнання й оцінки інтелектуального його компонента.

Аналіз сучасних тенденцій на ринках капіталів дав змогу виявити легальний механізм репрезентації інтелектуального капіталу балансами компаній, який широко застосовується у високотехнологічному секторі економіки: операції з об'єднання бізнесу передбачають визнання гудвілу, який фактично уособлює невизнану бухгалтерським обліком вартість інтелектуального капіталу і вводить її до складу фінансової звітності – сукупно як статтю балансу та з незначним розкриттям структури у примітках до звітності. Проте деякі угоди поглинання викликають підозри щодо обґрунтованості вартості придбаного бізнесу, що може свідчити про зловживання означеним механізмом та зумовити надмірну капіталізацію компаній, яка, своєю чергою, ще більше «підігриває» ринок та спроможна спровокувати нову, «віртуальну бульбашку». З метою запобігання таким зловжи-

ванням рекомендовано ввести в методологію бухгалтерського обліку і звітності принцип, відповідно до якого визнаний в результаті угод об'єднання бізнесу гудвіл має бути оцінений без урахування вартості переданих покупцем інструментів власного капіталу як компенсації при об'єднанні бізнесу.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Яремко І.Й. Оцінювання та формування вартості машинобудівних підприємств : автореф. дис. ... д-ра економ. наук : 08.00.04 / І.Й. Яремко ; Національний університет «Львівська політехніка». – Львів, 2010. – 41 с.
2. Лаговська О.А. Розвиток бухгалтерського обліку та аналітичного забезпечення вартісно-орієнтованого управління: теорія, методологія, організація : автореф. дис. ... д-ра економ. наук : 08.00.09 / О.А. Лаговська ; МОНМС України ; Житомир. держ. технол. ун-т. – Житомир, 2012. – 40 с.
3. Корягін М.В. Теорія та методологія бухгалтерського обліку в системі формування вартості підприємства : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.09 / М. В. Корягін ; Держ. служба статистики України ; Нац. акад. статистики, обліку та аудиту. – К., 2013. – 40 с.
4. Концептуальна основа фінансової звітності.
5. Корягін М.В. Бухгалтерський облік у системі управління вартістю підприємства: теоретико-методологічні концепції : [монографія] / М.В. Корягін та ін. – Львів : ЛКА, 2012. – 389 с.
6. Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» : Постанова Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 р. № 1440.
7. Про затвердження Національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» : Постанова Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 р. № 1655.
8. Про затвердження Національного стандарту № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності» : Постанова Кабінету Міністрів України від 03.10.2007 р. № 1185.
9. Apple Inc. : Annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934 (form 10-k) : For The Fiscal Year Ended September 27, 2014.
10. Google Inc. : Quarterly report pursuant to section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934 (form 10-q) : For The Quarterly Period Ended September 30, 2014.
11. List of mergers and acquisitions by Apple / Wikipedia, the free encyclopedia [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Apple.
12. List of mergers and acquisitions by Facebook / Wikipedia, the free encyclopedia [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Facebook.
13. List of mergers and acquisitions by Google / Wikipedia, the free encyclopedia [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Google.
14. List of mergers and acquisitions by Microsoft / Wikipedia, the free encyclopedia [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Microsoft.
15. Microsoft Corporation: Annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934 (form 10-k) : For The Fiscal Year Ended June 30, 2014.
16. WhatsApp, Facebook's \$22 Billion Acquisition, Did \$10.2 Million In Revenue Last Year / Business Insider [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.businessinsider.com/whatsapp-facebook-22-billion-acquisition-did-102-million-in-revenue-last-year-2014-10>.