

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**



**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА**

Навчальний посібник

**Одеса ONEU 2016**

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА**

Навчальний посібник

**Одеса ОНЕУ 2016**

УДК 658.114:005(075.8)

ББК 65.290.5я73

Б 12

Рекомендовано Вченою радою Одеського національного економічного університету (Протокол № 5 від 22 грудня 2015 р.)

***Рецензенти:***

Колодинський С.Б. – доктор економічних наук, доцент

**Бабій О.М., Малишко В.С., Пудичева Г.О.**

Б 12 Управління вартістю підприємства: Навчальний посібник. – Одеса: ОНЕУ, ротاپронт, 2016. – 207 с.

Навчальний посібник з дисципліни „Управління вартістю підприємства” призначено для ефективного засвоєння програмного матеріалу та самостійної роботи студентів. У посібнику розглядаються теоретико-методологічні та практичні аспекти щодо організації процесів управління вартістю підприємств. Після кожного розділу посібника наводиться низка питань для самоконтролю.

Підготовлено для студентів вищих навчальних закладів, аспірантів, викладачів, фахівців-економістів.

© Бабій О.М., Малишко В.С., Пудичева Г.О., 2016 р.

## ЗМІСТ

Вступ	С.	4
Тема 1. Вартість підприємства і вартісний підхід до управління		5
Тема 2. Інструментарій оцінки підприємства		34
Тема 3. Сучасні інструменти вартісного оцінювання		79
Тема 4. Управління ліквідністю і фінансовою стійкістю підприємства		90
Тема 5. Управління прибутком підприємства		117
Тема 6. Управління структурою капіталу		146
Тема 7. Вплив стратегічних альтернатив розвитку на вартість підприємства		174
Література		203

## ВСТУП

Дисципліна "Управління вартістю підприємства" є дисципліною магістерського рівня для майбутніх фахівців спеціальності «Економіка підприємства». Вона охоплює ключові розділи прикладної економіки, дає необхідну сукупність теоретичних і практичних знань з оцінювання та управління вартістю підприємства.

Предметом даної дисципліни є методи і процеси управління вартістю підприємства.

Вивчення дисципліни "Управління вартістю підприємства" студентами університету включає такі види навчальної роботи: лекції, практичні заняття, індивідуальну роботу, іспит.

Завдання дисципліни полягає у вивченні теоретичних засад і принципів управління вартістю підприємства; засвоєння методики різних підходів до оцінки вартості; закріплення теоретичних положень, розв'язання конкретних задач, пов'язаних з розробленням заходів щодо збільшення величини вартості підприємства; оволодіння навичками щодо оцінки вартості підприємства як цілісного майнового комплексу, визначення вартості окремих складових його активів та обґрунтування напрямів та шляхів зростання вартості підприємства.

При вивченні дисципліни використовується література, список якої наводиться в методичних указівках. Вона може доповнюватися викладачами на лекціях, практичних заняттях. Варто зауважити, що в умовах, коли в Україні формується законодавча основа функціонування ринкової економіки, вивчення дисципліни тільки за підручниками недостатньо, тому що в них відсутні окремі положення законів, прийнятих в останній час Верховною Радою, Указів Президента, постанов Кабінету Міністрів. Тому необхідно вивчати закони, укази, постанови, інструктивні матеріали в частині, яка відноситься до тем дисципліни. Рекомендується також систематично читати газети "Голос України", "Урядовий кур'єр", журнал "Економіка України, інші газети та журнали.

# **1. ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА І ВАРТІСНИЙ ПІДХІД ДО УПРАВЛІННЯ**

- 1.1. Поняття вартості бізнесу. Види вартості.
- 1.2. Сучасні теоретичні концепції управління вартістю.
- 1.3. Фактори, що впливають на величину вартості підприємства.
- 1.4. Основні показники ефективності управління вартістю.
- 1.5. Організація процесу управління вартістю.

## **1.1. Поняття вартості бізнесу. Види вартості**

Управління бізнесом, засноване на підвищенні його вартості, зародилося в економіці Сполучених Штатів Америки, у 80-і роки ХХ століття. В даний час більшість провідних світових компаній функціонує на принципах управління вартістю. В західній практиці цей підхід отримав назву вартісного менеджменту (VBM - Value-Based Management) або менеджмент, заснований на вартості.

Основою процесу управління вартістю бізнесу є порівняльний аналіз вартісної оцінки і можливість підвищення вартості акціонерного капіталу за рахунок зміни структури активів, акумуляція коштів на головних напрямках розвитку бізнесу та збереження корпоративного контролю. Впровадження подібної системи управління вимагає від менеджменту та персоналу розуміння принципів і резервів створення та підвищення вартості бізнесу.

Протягом останніх декількох років засноване на вартості управління перетворилося у всеосяжну дисципліну, відому як управління заради вартості (MFV). У той час як засноване на вартості управління передбачало набір інструментів, які стратеги компанії могли використовувати при вирішенні важливих проблем, управління заради вартості було тим, що кожен керівник повинен був робити щодня.

Еволюція VBM у MFV сталася в результаті визнання того факту, що для забезпечення високого повернення, термін «управління» в управлінні заради

вартості повинен включати в себе практично все, чим займається керівництво. Подібним же чином, поточна еволюція в мисленні, заснованому на вартості, походить від потреби більш широко розуміти термін «вартість».

Термін вартість - неоднозначний і не повинен вживатися без відповідного визначення. Залежно від обставин в один і той же момент часу підприємство може мати декілька різних вартостей. Тому, приступаючи до оцінки та управління вартістю, необхідно встановити, про який показник вартості йдеться.

Вартість є не фактом, а оцінним судженням, що виноситься на основі доступних фактів і застосованих методів виконання оціночних розрахунків. Ринкова вартість відображає колективне судження всіх учасників угод і залежить від активності даного ринку.

При використанні поняття вартості при здійсненні оціночної діяльності зазначається конкретний вид вартості, який визначається передбачуваним використанням результату оцінки.

При здійсненні оціночної діяльності використовуються такі види вартості об'єкта оцінки:

- ринкова вартість;
- інвестиційна вартість;
- ліквідаційна вартість.

При визначенні ринкової вартості об'єкта оцінки визначається найбільш ймовірна ціна, за якою об'єкт оцінки може бути відчужений на дату оцінки на відкритому ринку в умовах конкуренції, коли сторони угоди діють розумно, маючи в своєму розпорядженні всю необхідну інформацію, а на величині ціни угоди не відбиваються які-небудь надзвичайні обставини, тобто коли:

- одна зі сторін угоди не зобов'язана відчужувати об'єкт оцінки, а інша сторона не зобов'язана приймати виконання;
- сторони угоди добре інформовані про предмет угоди і діють у своїх інтересах;
- об'єкт оцінки представлений на відкритому ринку за допомогою публічної оферти, типової для аналогічних об'єктів оцінки;

- ціна угоди являє собою розумну винагороду за об'єкт оцінки, і примусу до здійснення угоди щодо сторін угоди з чиєїсь сторони не було;
- платіж за об'єкт оцінки виражений у грошовій формі.

Можливість відчуження на відкритому ринку означає, що об'єкт оцінки представлений на відкритому ринку за допомогою публічної оферти, типової для аналогічних об'єктів, при цьому термін експозиції об'єкта на ринку повинен бути достатнім для залучення уваги достатнього числа потенційних покупців.

Розумність дій сторін угоди означає, що ціна операції - найбільша з досяжних за розумними міркуваннями цін для продавця і найменша з досяжних за розумними міркуваннями цін для покупця. Повнота наявної інформації означає, що сторони угоди в достатній мірі поінформовані про предмет угоди, діють, прагнучи досягти умов угоди, найкращих з точки зору кожної зі сторін, відповідно до повного обсягу інформації про стан ринку і об'єкт оцінки, доступного на дату оцінки.

Відсутність надзвичайних обставин означає, що у кожній зі сторін угоди є мотиви для здійснення угоди, при цьому відносно сторін немає примусу здійснити угоду.

Відповідно до законодавства ринкова вартість повинна визначатися в таких випадках:

- при вилученні майна для державних потреб;
- при визначенні вартості розміщених акцій товариства, придбаних товариством за рішенням загальних зборів акціонерів або за рішенням ради директорів (наглядової ради) товариства;
- при визначенні вартості об'єкта застави, у тому числі при іпотеці;
- при визначенні вартості негрошових внесків до статутного капіталу;
- при визначенні вартості майна боржника в ході процедур банкрутства;
- при визначенні вартості безоплатно отриманого майна.

Для розрахунку інвестиційної вартості об'єкта оцінки визначається вартість для конкретної особи або групи осіб при встановлених цією особою (особами) інвестиційних цілях використання об'єкта оцінки. На відміну від визначення



ринкової вартості, облік можливості відчуження по інвестиційній вартості на відкритому ринку не обов'язковий.

Для розрахунку ліквідаційної вартості об'єкта оцінки визначається розрахункова величина, що відображає найбільш ймовірну ціну, по якій даний об'єкт оцінки може бути відчужений за термін експозиції об'єкта оцінки, менший типового терміну експозиції для ринкових умов, в умовах, коли продавець змушений здійснити операцію з відчуження майна.

При визначенні ліквідаційної вартості, на відміну від визначення ринкової вартості, враховується вплив надзвичайних обставин, які змушують продавця продавати об'єкт оцінки на умовах, які не відповідають ринковим.

### **Контрольні питання**

1. Коли з'явилася концепція управління, заснованого на вартості, завдяки яким передумовам?
2. Який зв'язок між принципами корпоративного управління та менеджментом, заснованим на управлінні вартістю?
3. Покажіть місце і роль концепції вартісного управління в системі фундаментальних концепцій фінансового менеджменту
4. Дайте визначення ринкової вартості з урахуванням вимог стандартів оцінки.
5. У яких цілях може здійснюватися визначення ринкової вартості бізнесу?
6. Наведіть класифікацію видів вартості бізнесу. Охарактеризуйте кожен з них.

### **1.2 Сучасні теоретичні концепції управління вартістю**

Розглянемо постулати вартісного підходу до управління, засновані на теоретичній базі фінансового менеджменту:

- У кожний момент часу у організації та кожного її елемента об'єктивно і реально існує так звана «істинна вартість».

- Ця істинна вартість дорівнює сумі всіх чистих (вільних) грошових потоків, які будуть створені за весь час існування даного бізнесу, дисконтованих за реальною дисконтною ставкою, що відбиває реально існуючі ризики відхилення істинних грошових потоків від очікуваних (концепція «зумовленості майбутнього»).

- У силу об'єктивної і неусувної недосконалості здібностей та інструментів аналітиків і менеджерів як чисті грошові потоки, так і дисконтна ставка можуть бути оцінені лише приблизно, з деякою гранично можливою точністю.

- Практика показала, що цієї точності цілком достатньо як для здійснення інвестиційних угод (купівлі та продажу бізнесу, залучення інвестицій, публічної пропозиції акцій і т.д.), так і для повсякденного управління бізнесом і окремими його елементами.

- Вартість підприємства визначається на конкретний момент часу – дату оцінки. Ставка доходу і сума передбачуваних доходів, що звичайно вимагаються інвестором, оцінюються на конкретний момент часу. Крім того, оцінка вартості ґрунтується виключно на інформації, зібраній або спрогнозованій на той же момент часу, який називається датою оцінки.

Вартість з плином часу змінюється. Іноді різкі зміни відбуваються за дуже короткий період. Зміна вартості компанії може статися, як з причини змін, що відбулися безпосередньо в оцінюваній компанії, так і в галузі або в країні в цілому. Тому дуже важливо узгодити дату оцінки.

Дані теоретичні положення знайшли відображення в тій чи іншій мірі в різних підходах до вартісного управління.

Так, в основі концепції А. Дамодарана лежать чотири чинники, які впливають на вартість:

- грошові потоки, які генеруються наявними активами;
- очікуваний темп зростання грошових потоків, що утворюється за рахунок реінвестування частини прибутку або зміни віддачі інвестованого капіталу;
- зміна тривалості періоду високого зростання грошових потоків;

- зміна вартості майна за рахунок зміни операційного ризику інвестованого капіталу, змін пропорцій боргового фінансування або зміни умов залучень кредитів.

Виходячи з цього, для підвищення вартості компанії необхідно здійснювати такі заходи: зниження собівартості, ліквідацію збиткових активів, зниження ефективної податкової ставки компанії, більш повне використання потенціалу здійснених капітальних вкладень, ефективне управління запасами і використання раціональної кредитної політики; створення і підтримання конкурентних переваг.

Виділення відокремленого чинника – тривалості росту грошового потоку має ключове значення для прогнозного і постпрогнозного періоду діяльності компанії, що дозволяє відобразити наступність концепції М. Портера і А. Дамодарана, оскільки забезпечення довготривалих темпів зростання грошового потоку означає реалізацію конкурентної стратегії.

Таким чином, уже на рівні цільових установок і ключових факторів створення вартості компанії А. Дамодаран використовував модель конкурентної стратегії М. Портера і реалізував основний принцип вартісного менеджменту – довгостроковий характер темпів зростання грошових потоків.

У рамках концептуальної моделі управління вартістю А. Дамодаран розробив формалізовану модель оцінки вартості компанії.

При цьому суть його моделі полягає в тому, що вона визначає зростання вартості компанії на основі використання ключових інтегральних показників її діяльності, акумулюючих чинники, що відображають здатність компанії генерувати і збільшувати темпи росту грошових потоків. Це принципово змінює методологію оцінки, наближає її до системи управління компанією на основі її вартості.

Подібний підхід, на думку автора, дозволяє врахувати в моделі перспективи розвитку компанії і інтереси акціонерів. По-перше, рентабельність вкладеного капіталу відображає віддачу на вкладені кошти і визначає прибуток, який підприємство отримає в майбутньому при збереженні поточного рівня ефективності використання активів. По-друге, коефіцієнт реінвестування дозволяє

врахувати частку прибутку, яка буде спрямована на нові інвестиції в майбутньому, щоб забезпечити подальше зростання прибутку. Таким чином, фірма не може сподіватися на зростання прибутку від реалізації без реінвестування частини цього прибутку в оборотний капітал і чисті капітальні витрати; а чисті капітальні витрати, які потрібні фірмі для підтримки заданого темпу росту, мають бути обернено пропорційні ефективності її інвестицій.

Підхід Т. Коупленда, Дж. Мурріна і Т. Коллера заснований на аналізі пентаграми структурної перебудови підприємства. Відправною точкою аналізу повинна стати оцінка поточної вартості майна досліджуваної компанії. Потім слід, як вважають ці автори, оцінити фактичну і потенційну вартості компанії з урахуванням внутрішніх поліпшень, заснованих на очікуваних грошових потоках, і можливості збільшення вартості за допомогою реструктуризації управління фінансами. Далі ці оцінки слід співвіднести з вартістю акцій компанії на фондовому ринку, щоб оцінити потенційну вигоду акціонерів від реорганізації компанії. Це порівняння має допомогти виявити розрив у сприйнятті майбутніх перспектив компанії інвесторами і менеджерами.

Інший підхід, розроблений К. Уолшем, заснований на збалансованості між прибутком, активами і ростом. Менеджерам підприємства рекомендується заздалегідь продумати і визначити ті максимальні темпи зростання, які компанія може витримати безболісно. Відповідно до цього підходу, для заданого темпу росту потоки грошових коштів від основної діяльності повинні перебувати в рівновазі. Ця модель дозволяє менеджерам зосередитися на фундаментальних факторах, від яких залежить загальний стан компанії. Вони пов'язані з прибутком, оборотними активами і темпами зростання.

Слід пам'ятати, що вартісний підхід – не панацея; просто найкращий з існуючих.

Управління заради вартості – це не одна модель на всіх. Кожна компанія, що приймає MFV, налаштовує його під себе, щоб найкращим способом вирішувати проблеми і використовувати можливості, що зустрічаються у неї на шляху. Очевидно, що вибір конкретного підходу до управління вартістю бізнесу

залежить від специфіки діяльності підприємства і уподобань його менеджерів. Однак незалежно від обраної моделі, впровадження вартісного підходу в систему управління дає незаперечні переваги:

- створює спільну мету і загальну, універсальну мову спілкування для всіх бізнес-одиниць, регіональних філій, функціональних підрозділів та операційних одиниць, що значно підвищує ефективність спільної роботи (включаючи досягнення оптимальних компромісів);

- вперше дозволяє побудувати дійсно повністю інтегровану систему управління бізнесом, засновану на чіткій ієрархічній структурі ключових факторів вартості бізнесу;

- вбирає в себе максимум інформації про діяльність компанії (оскільки складання коректних прогнозів грошових потоків компанії або окремого її елемента на прогностичний період вимагають наявності, обробки та аналізу дійсно максимально повного і оптимального обсягу інформації, що відноситься до діяльності компанії або її елемента);

- значно підвищує якість і ефективність прийнятих рішень (за рахунок надання керівникам і ключовим фахівцям дійсно оптимального обсягу, структури і формату інформації, необхідної для прийняття рішень);

- дозволяє оптимально поєднувати довгострокові і короткострокові цілі бізнесу;

- дозволяє побудувати максимально ефективну і справедливую систему матеріальної компенсації співробітників компанії.

Одною з найважливіших переваг вартісного підходу до управління є те, що цей підхід уперше дозволяє ліквідувати величезну прірву між фінансовими і нефінансовими (операційними) показниками, а також між фінансовим і операційним управлінням бізнесом. Це стає можливим завдяки виявленню та ретельному структуруванню системи ключових факторів вартості (КФВ), за допомогою яких і здійснюється управління бізнесом.

## Контрольні питання

1. Що являє собою «істинна вартість бізнесу» згідно з концепцією А. Дамодарана?
2. Назвіть основні теоретичні підходи Т. Коупленда і Дж. Муррін до управління вартістю бізнесу.
3. У чому полягає принципова відмінність концепції Управління, заснованого на вартості (VBM) від концепції Управління, сфокусованого на вартості (VFM)?

### 1.3. Фактори, що впливають на величину вартості підприємства

Ефективне управління вартістю компанії багато в чому залежить від обраних стратегічних цілей і розробки системи показників, що забезпечує керівників інформацією про результати роботи їх менеджерів. Успіх тут залежить багато в чому від того, наскільки правильно керівництво зможе розставити пріоритети і визначити фактори вартості.

Основними факторами, що визначають вартість (цінність) бізнесу є:

- ринкова кон'юнктура;
- майбутні вигоди від володіння оцінюваним бізнесом;
- витрати на створення аналогічних підприємств;
- ризик отримання доходів;
- ступінь контролю над бізнесом і ступенем ліквідності активів;
- ліквідність бізнесу.

Попит визначається вподобаннями споживачів, які залежать від того, які доходи приносить даний бізнес власнику, в який час, з якими ризиками це зв'язано, які можливості контролю і перепродажу даного бізнесу. Попит на підприємство разом з корисністю залежить також від платоспроможності потенційних інвесторів, цінності грошей, можливості залучити додатковий

капітал на фінансовий ринок. Важливим фактором, що впливає на попит і вартість бізнесу, є наявність альтернативних можливостей для інвестицій.

Попит залежить не тільки від економічних факторів. Важливими також є соціальні і політичні фактори, такі, як ставлення до бізнесу в суспільстві і політична стабільність.

Майбутні вигоди, які може отримати власник об'єкта, залежать від характеру операційної діяльності та можливості отримати дохід від продажу об'єкта після використання. Найчастіше під майбутніми вигодами розуміється чистий грошовий потік. Велике значення для формування вартості підприємства має час отримання доходів. Одна справа, якщо власник купує активи і швидко починає отримувати прибуток від їх використання, і інша справа, якщо інвестування і повернення капіталу відділені значним проміжком часу.

На величині вартості неминуче позначається і ризик як ймовірність отримання очікуваних у майбутньому доходів.

Одним з найважливіших факторів, що впливають на вартість, є ступінь контролю, яку отримує новий власник. Якщо підприємство купується в індивідуальну приватну власність або якщо отримується контрольний пакет акцій, то новий власник отримує такі суттєві права, як право призначати керівників, визначати величину оплати їхньої праці, впливати на стратегію і тактику роботи підприємства, продавати або купувати його активи; реструктурувати і навіть ліквідувати дане підприємство; приймати рішення про поглинання інших підприємств, визначати величину дивідендів і т.д. В силу того, що купуються великі права, вартість і ціна, як правило, будуть вище, ніж у випадку покупки неконтрольного пакета акцій.

Одним з найважливіших факторів, що впливають при оцінці на вартість підприємства і його майна, є ступінь ліквідності цієї власності. Ринок готовий виплатити премію за активи, які можуть бути швидко перетворені в гроші з мінімальним ризиком втрати частини вартості. Звідси вартість приватних акціонерних товариств повинна бути нижче вартості аналогічних публічних товариств.

Вартість підприємства реагує на будь-які обмеження, які має бізнес. Наприклад, якщо держава обмежує ціни на продукцію підприємства, то вартість такого бізнесу буде нижче, ніж у випадку відсутності обмежень.

Першорядне значення в системі факторів вартості належить майбутнім вигодам від володіння бізнесом. Які ж змінні впливають на розмір майбутніх доходів а, отже, і на вартість?

Цими показниками є:

- 1) темп росту потоку доходів;
- 2) дохід на знову інвестований капітал.

Компанія, яка заробляє більш високий дохід на кожен долар (гривню), вкладений в бізнес, коштуватиме більше, ніж аналогічна компанія, яка заробляє менший дохід на інвестований капітал. Аналогічно, швидко зростаюча компанія буде коштувати більше, ніж компанія з низькими темпами зростання, за умови, що обидві компанії забезпечують однаковий дохід на капітал.

Вартість компанії може зростати за рахунок різних комбінацій темпу росту і доходу на знову інвестований капітал. Якщо обидва ці показники рівні, то додаткове зростання доходу не призводить ні до зростання, ні до зниження вартості. Якщо ж дохід на знову інвестований капітал нижче необхідної ставки доходу на власний капітал, тоді додаткове зростання доходу призводить до зниження вартості компанії. В такому випадку, компанії не потрібно реінвестувати зароблений прибуток, а краще виплатити її повністю акціонерам в якості дивідендів.

На практиці послідовне створення вартості вимагає дисциплінованого вибору, який націлював б діяльність на три основні напрямки: конкурентна перевага, повернення на капітал і зростання.

Послідовність важлива: без переваги або при негативному поверненні зростання руйнує вартість.

Отже, кажучи про управління вартістю, слід враховувати, що мова йде про управління системою факторів вартості.



У великих компаніях така система може включати безліч факторів, управління якими вимагає великих витрат. Тому першочерговим завданням є визначення ключових, найбільш значущих чинників, на які мають бути спрямовані основні зусилля з управління вартістю.

Ключовими факторами вартості (драйверами вартості) є ті 20% факторів, які, згідно з добре відомим «принципом Парето», визначають 80% вартості компанії.

Драйвери вартості присутні у всіх елементах компанії - корпорації в цілому, бізнес-одинацях, бізнес-процесах, функціональних підрозділах, регіональних філіях, проектах і т.д. КФВ бувають внутрішні і зовнішні (відносно компанії), фінансові та нефінансові, кількісні і якісні і т.д.

Фінансовими драйверами є, наприклад, обсяг продажів у грошовому вираженні або розмір дебіторської заборгованості. Нефінансовим кількісним – денний обсяг виробництва в натуральному виразі. Прикладом якісного драйвера є ступінь задоволеності клієнта рівнем сервісу в компанії. Зовнішнім КФВ може бути обсяг потреби того чи іншого цільового ринку (у натуральному або грошовому вираженні) в продуктах тієї категорії, які виробляє або продає компанія.

Основоположною перевагою системи драйверів вартості в порівнянні з будь-якою іншою системою показників, використовуваних в управлінні бізнесом, є те, що за допомогою вартісних моделей можна оцінити вплив будь-якого фактора – фінансового та нефінансового, кількісного і якісного – на створення вартості в компанії з точністю, цілком достатньою для того, щоб ставити фінансові завдання операційним менеджерам, а також контролювати і стимулювати максимальну фінансову ефективність операційної діяльності.

Фактори вартості можуть бути розподілені за декількома рівнями:

- загальні фактори - в першу чергу, рентабельність інвестованого капіталу;
- показники операційного прибутку і обсягу інвестованого капіталу;
- чинники, якими визначається прибуток компанії (дохід і витрати); напрямки інвестування капіталу (різні види активів);

- рівень специфічних факторів (клієнтська база, ефективність використання ресурсів і т.п.)
- рівень оперативних факторів (ціни на окремі види ресурсів, платіжна політика, наявність постачальників, дефіцит ресурсів, вартість ремонту основних засобів і т.д.).

Необхідно визначити ступінь впливу кожного фактора на вартість компанії (провести факторний аналіз). Тестування системи чинників має сенс виробляти на основі як звичайної поточної діяльності, так і можливих критичних ситуацій таких, як цінові війни, дефіцит сировини, негативні зміни законодавства і т.п.

### **Контрольні питання**

1. Назвіть основні фактори, що впливають на вартість бізнесу.
2. Які фактори можна віднести до факторів макроекономічного ризику?
3. Які основні джерела інформації про зовнішнє середовище діяльності підприємства?
4. Які фактори можна віднести до факторів внутрішніх умов функціонування підприємства?
5. Якими фінансовими показниками можна виразити ключові фактори вартості?
6. Що таке драйвери вартості?
7. Які варіанти моделей чинників вартості Ви знаєте?

### **1.4. Основні показники ефективності управління вартістю**

Для практичної реалізації системи управління бізнесом на основі КФВ розробляється система цільових нормативів ефективності (систем показників) і корпоративних стандартів. Цільовими нормативами ефективності є конкретні значення КФВ, встановлені у вигляді планових завдань компанії в цілому, бізнес-одиницям, функціональним підрозділам, регіональним філіям, але, у кінцевому

підсумку, окремим співробітникам компанії (оскільки конкретну роботу виконують цілком конкретні люди).

В якості ключових інтегральних показників А. Дамодаран рекомендує використовувати рентабельність вкладеного капіталу і коефіцієнт реінвестування. Подібний підхід дозволяє врахувати перспективи розвитку компанії і інтереси акціонерів. По-перше, рентабельність вкладеного капіталу відображає віддачу на вкладені кошти і визначає прибуток, який підприємство отримає в майбутньому при збереженні поточного рівня ефективності використання активів. По-друге, коефіцієнт реінвестування дозволяє врахувати частку прибутку, яка буде спрямована на нові інвестиції в майбутньому, щоб забезпечити подальше зростання прибутку. Таким чином, фірма не може сподіватися на зростання прибутку від реалізації без реінвестування частини цього прибутку в оборотний капітал і чисті капітальні витрати; а чисті капітальні витрати, які потрібні фірмі для підтримки заданого темпу росту, мають бути обернено пропорційні ефективності її інвестицій.

У моделі показники рентабельності інвестованого капіталу (Return on investment Capital) і коефіцієнт реінвестування (Reinvestment Rate) розраховуються таким чином:

$$ROIC = EBIT (1 - T) / (BD + BE), \quad (1)$$

$$RR = ((CE - D) - \Delta NCWC) / EBIT(1 - T), \quad (2)$$

де ROIC - рентабельність капіталу;

EBIT - прибуток до виплати відсотків і податків;

T- ставка податку на прибуток;

BD- балансова вартість зобов'язань;

BE- балансова вартість акціонерного капіталу;

RR- коефіцієнт реінвестування;

CE- капітальні витрати;

D- амортизація;

$\Delta NCWC$ - приріст чистого оборотного капіталу.

Перемножуючи вирази (1) і (2), отримаємо:

$$ROIC * RR = ((CE - D) - \Delta NCWC) / BD + BE. \quad (3)$$

У правій частині відображається темп приросту капіталу як відношення збільшення капіталу до вартості всього капіталу. Саме таке зростання повинен мати прибуток підприємства при постійному коефіцієнті реінвестицій і рентабельності. Звідси:

$$g = ROIC \times RR, \quad (4)$$

де  $g$  - темп приросту прибутку.

Таким чином, темп приросту прибутку, що визначає потенціал розвитку компанії, згідно з моделлю А. Дамодарана, обумовлений рентабельністю активів і політикою компанії в області реінвестування.

Широко відомі також факторні моделі рентабельності власного капіталу (ROE), розроблені компанією DuPont.

У 70-80-і роки був розроблений ряд показників, що відповідають найважливішій вимозі ринкової економіки – підвищенню добробуту акціонерів, а отже і капіталізації. Найбільш відомими і широко поширеними з них є показник «Чистий прибуток на звичайну акцію» (EPS) і показник «Ціна до доходу» (P / E). Наразі розрахунок показника EPS є обов'язковим для акціонерних товариств, а його значення повинно бути відображено в публічній звітності (Звіті про фінансові результати ф. №2).

Розвиток концепції грошових потоків призвів до створення цілої групи показників. У цілях оцінки та управління бізнесом частіше за все застосовуються два з них: «Грошовий потік для всього капіталу» і «Грошовий потік для власного капіталу».

Грошовий потік для всього капіталу = Приток грошових коштів - Відтік грошових коштів = [Виручка в базовому періоді \* (1+ темп росту виручки) \* Рентабельність продажів \* (1 - ставка оподаткування)] - чисті капітальні вкладення-приріст чистого оборотного капіталу

Грошовий потік для акціонерного капіталу включає ще один параметр – борг, який вираховується з коректованої виручки базового періоду.

Чисті капітальні вкладення + приріст чистого оборотного капіталу = збільшення інвестованого капіталу.

У середині 80-х років фірма Stern Stewart Management Services розробила показник EVA, заснований на традиційній концепції бухгалтерського обліку залишкового доходу RI. Дещо пізніше компанія McKinsey запропонувала по суті схожий метод економічного прибутку EP.

Згідно з концепцією EVA вартість бізнесу представляє собою балансову вартість, збільшену на поточну вартість майбутніх доданих вартостей. Розробник цієї моделі Стерн Стюарт довів наявність кореляції між величиною показника EVA та ринковою вартістю, вивчивши дане співвідношення по 618 американських компаніях (1990 г.).

Розрахунок EVA базується на двох методах:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C, \quad (5)$$

где NOPAT(Net Operating Profits After Taxes) – прибуток після виплати податків;

WACC – середньозважена вартість капіталу;

C– інвестований капітал.

$$EVA = (ROI - WACC) \times C, \quad (6)$$

де ROI (Return on Investment) – рентабельність інвестованого капіталу.

EVA також є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина цього показника свідчить про збільшення вартості компанії, тоді як

негативна - про її зниження. Збільшуючи значення EVA, шляхом впливу на фактори, що беруть участь у моделі, менеджер збільшує вартість компанії.

При цьому збільшення вартості бізнесу можливо:

1. За рахунок збільшення доходу від реалізації та зменшення величини витрат. Це може досягатися різними способами - через управління витратами (стратегія лідерства за витратами), підвищення ефективності бізнес-процесів за допомогою реінжинірингу, шляхом управління бізнес-портфелем і т.д. (стратегія диференціації), скорочення нерентабельних виробництв і т.п.

2. Шляхом розширення, тобто вкладення коштів в інвестиційні проекти, рентабельність яких перевищує витрати на капітал, залучений в реалізацію такого проекту.

3. Шляхом підвищення ефективності управління активами - продаж непрофільних, збиткових активів, скорочення термінів обігу дебіторської заборгованості, запасів і т.д.

4. Шляхом управління структурою капіталу, що веде до зниження середньозваженої вартості капіталу, а, отже, до зростання вартості компанії.

EVA є найбільш поширеним показником для оцінки процесу створення вартості бізнесу. Причина цього в тому, що даний показник відносно легко розраховується, а також дозволяє оцінювати ефективність як підприємства в цілому, так і окремих підрозділів. Однак простота розрахунку самого показника EVA поєднується з труднощами, пов'язаними з внесенням суттєвих поправок щодо складових моделі.

Найбільш значними коригуваннями прибутку і величини капіталу при розрахунку вартості бізнесу на основі моделі EVA є:

- Вартість частини нематеріальних активів (наприклад, НДДКР), які забезпечують отримання вигод у майбутньому; при розрахунку EVA повинна капіталізуватися, а не списуватися у витрати. Таким чином, величина капіталу повинна бути скоригована на величину капіталізованих нематеріальних активів за вирахуванням накопиченої амортизації.

На величину амортизації аналізованого періоду повинна бути відкоригована величина NOPAT. Загальна сума відкладених податків (deferred taxes) додається до величини капіталу. Для розрахунку величини NOPAT приріст суми відкладених податків за аналізований період також додається до суми прибутку.

При розрахунку EVA необхідно виміряти дохід, генерований коштами, вкладеними в підприємство. З цієї причини при розрахунку величини капіталу додається накоплена гудвіл.

Показник EVA має і недоліки. Перш за все, на його величину суттєво впливає первісна оцінка інвестованого капіталу: якщо вона занижена, то додана вартість висока і навпаки. Це знижує об'єктивність результатів розрахунку. Крім того, коректування балансової величини інвестованого капіталу вносять додатковий суб'єктивізм в оцінку вартості бізнесу, оскільки не відображають реальної ринкової ситуації.

Суттєвий недолік моделі полягає також і в тому, що основна частина доданої вартості при застосуванні запропонованих формул приходить на постпрогнозний період. Щоб зменшити вплив цього негативного фактора на практиці використовують не абсолютне значення EVA, а щорічні прирости цього показника, що ускладнює трактовки їх результатів і знижує аналітичну цінність моделі.

На думку дослідників, показник Market Value Added (MVA) - також очевидний критерій створення вартості. З точки зору теорії корпоративних фінансів MVA відображає дисконтовану вартість усіх теперішніх та майбутніх інвестицій.

$MVA = \text{Ринкова капіталізація (ринкова вартість акціонерного капіталу)} + \text{Ринкова вартість боргу} - \text{Сукупний інвестований капітал (балансова вартість)}$ .  
Вартість бізнесу визначається як різниця між ринковою вартістю всього капіталу компанії і сукупним інвестованим капіталом.

У рамках даної моделі оцінка ефективності управління вартістю ґрунтується на таких позиціях:

- Якщо ринкова капіталізація / інвестований капітал  $> 1$ , тобто MVA позитивна, то ринок оцінює бізнес як бізнес, що нарощує вартість (бізнес має позитивний ринковий рейтинг і інвестиції в нього вигідні),

- Якщо  $ROIC / WACC > 1$ , то бізнес також створює вартість і вигідний для інвестицій.

Слід враховувати, що в балансову оцінку сукупного капіталу мають бути внесені поправки для усунення спотворень, викликаних методами обліку та обліковими принципами.

Return on Invested Capital - чистий операційний прибуток, поділений на обсяг інвестицій.

Однак оцінка ефективності функціонування бізнесу, орієнтована тільки на цю модель таїть у собі небезпеку: можливо, що керівництво буде приймати рішення, котрі матимуть короткостроковий вплив на курсову вартість акцій, але руйнують вартість у довгостроковій перспективі (наприклад, програми скорочення витрат за рахунок масштабного скорочення бюджету НДДКР).

Деякі дослідники концептуально відносять модель MVA до методів оцінки та управління вартістю, заснованих на концепції EVA, і розглядають MVA як модифікацію (форму) моделі EVA.

Зв'язок між розглянутими показниками дійсно існує.

Так, наприклад, ринкова вартість, виражена в показнику MVA, є, по суті, дисконтованою сумою всіх майбутніх EVA.

Показник Shareholder Value Added (SVA) - акціонерна додана вартість у роботах Альфреда Раппапорта визначається як приріст між двома показниками – вартістю акціонерного капіталу після деякої операції та вартістю того ж капіталу до цієї операції. А. Раппапорт розробив модель, що описує зміну вартості компанії та враховує зміни періоду конкурентних переваг, поточного рівня продажів, ставки податку на прибуток, інвестицій у оборотний капітал, чистих капітальних вкладень, середньозваженої вартості капіталу.

У сучасному фінансовому підході часто використовується і дещо інше трактування цієї моделі: SVA - це прирощення між розрахованою вартістю



акціонерного капіталу (наприклад, методом дисконтованих грошових потоків) та балансовою вартістю акціонерного капіталу.

Ці показники закладені в запропонований ним розрахунок критерію, який характеризує зміну вартості компанії - доданої акціонерної вартості (SVA).

Основним недоліком даної моделі є трудомісткість розрахунків і складності, пов'язані з прогнозуванням фінансових потоків.

Показник Cash Flow Return on Investment (CFROI) – грошовий потік віддачі на інвестиції.

У рамках даної моделі грошовий потік віддачі на інвестиції (CFROI) визначається відповідно до формули:

CFROI = Скориговані грошові притоки (cashin) у поточних цінах / скориговані грошові відтоки (cashout) у поточних цінах.

Розрахунок CFROI включає такі етапи:

1. Виявлення грошових притоків протягом економічного терміну служби активів. Даний термін розраховується як відношення сумарної вартості активів до амортизаційних відрахувань.
2. Розрахунок величини сумарних активів, яка виступатиме в якості відтоку грошових коштів.
3. Коригування як відтоків, так і притоків на коефіцієнт інфляції, тобто приведення їх до поточних цін.
4. Внесення низки поправок у розрахункові величини для нівелювання спотворень, що викликані різними системами звітності. (Наприклад, для розрахунку грошових притоків чистий дохід коригується на суму амортизації, відсотки за позиковий капітал, виплати за договорами лізингу і т.д. Балансова вартість активів коригується на суму накопиченої амортизації, вартість майна, отриманого за договорами лізингу і т.д.)
5. Розрахунок CFROI відповідно до формули.

Якщо показник CFROI перевищує необхідний інвесторам середній рівень прибутковості, то бізнес створює вартість; навпаки, якщо CFROI нижче необхідної прибутковості, то вартість бізнесу буде знижуватися.

Перевага показника CFROI - облік грошових потоків, що генеруються бізнесом, а також облік чинника інфляції (оскільки як грошові потоки, які генеруються існуючими і майбутніми активами, так і початкові інвестиції виражаються в поточних цінах). Одним із головних недоліків моделі є те, що результат виражається не в сумі створеної (або зруйнованої) вартості, а у вигляді відносного показника, тому для деяких нефінансових менеджерів інтерпретація даного показника може не бути настільки ж ясною, як, наприклад, EVA. Крім того, розрахунок показника CFROI досить складний, оскільки необхідно ідентифікувати всі грошові потоки, які генеруються як існуючими, так і майбутніми активами.

Показник (CVA, RCF) використовується як віддача від інвестованого капіталу грошові потоки і враховує (на відміну від показника CFROI) в явному вигляді витрат на залучення та обслуговування капіталу з різних джерел (середньозважену ціну капіталу). Розрахунок CVA (RCF) проводиться відповідно до формули:

$$RCF = AOCF - WACC * TA, \quad (7)$$

де RCF- Residual Cash Flow - грошова додана вартість;

AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) - скоригований операційний грошовий потік;

WACC- середньозважена вартість капіталу;

TA- сумарні скориговані активи (коригування, що вносяться при розрахунку зазначених величин аналогічні тим, які розглядалися при аналізі концепції EVA).

Власнику компанії слід врахувати, що подібна багаторівнева система демонструє залежність факторів більш високого рівня від факторів більш низького рівня і показує, яким чином показник вартості пов'язаний з поточною

діяльністю. Наприклад, вдосконалення бізнес-процесів може привести до зниження поточних витрат компанії. Це сприяє зростанню операційного прибутку і підвищенню рентабельності всієї діяльності і вкладеного капіталу.

### **Контрольні питання**

1. Перелічіть цільові чинники вартості і покажіть їх взаємозв'язок.
2. Якими інтегральними показниками оцінюється ефективність менеджменту відповідно до VBM - підходу?
3. Назвіть основні вартісні показники та їх функції.
4. У чому сенс показників MVA і SVA?
5. Що таке грошова додана вартість?

### **1.5. Організація процесу управління вартістю**

Отже, вартість бізнесу може бути збільшена шляхом управління певними факторами. Зрозуміло, у різних галузях ці фактори можуть сильно розрізнятися. Втім, практика показує, що незалежно від галузевої приналежності можна виділити три основних способи впливу на вартість компанії. Перерахуємо їх.

Спосіб перший. Реалізація інвестиційних проектів (модернізація діючого виробництва, будівництво нових виробничих потужностей і розширення інфраструктури, підвищення якості продукції відповідно до зростаючих потреб ринку) – найбільш поширений зараз спосіб збільшення вартості компанії. Залучаючи зовнішніх інвесторів, фірма може підвищити свою вартість.

Причому приріст вартості може бути більше, ніж вкладені кошти.

Зрозуміло, що реалізація великих інвестиційних проектів найбільш ефективна для виробничих підприємств.

Загальними рекомендаціями керівнику при цьому способі збільшення вартості компанії можуть бути:

- жорсткий відбір інвестиційних проектів за критерієм їх значимості для вартості компанії;

- з проектів, що пройшли перший етап відбору, необхідно вибрати ті, які демонструють найкращі фінансові показники з точки зору інвестиційного аналізу (NPV, IRR, PI і т.п.).

Спосіб другий. Структурна перебудова компанії (реформування, реструктуризація). Цей спосіб ефективний для великих багатопрофільних компаній з багаторічною історією існування. Він широко застосовується на Заході; останнім часом багато українських фірм також використовують його для збільшення вартості. Матеріальні витрати на проведення реформування компанії, як правило, суттєво нижче можливих витрат при реалізації інвестиційної програми: адже підприємство підвищує ефективність діючого виробництва. Основний ризик – ризик управління. Облікові, інформаційні, контрольні звітні системи фірми можуть виявитися не готовими реалізовувати свої функції в процесі реформування. Тому особливого значення отримує рівень кваліфікації управлінських кадрів.

Керівнику компанії можна порекомендувати провести детальний аналіз ймовірності опору персоналу змінам. Подібний опір присутній при реалізації будь-яких проектів, однак, особливо часто він виникає при зміні систем управління. Роз'яснення персоналу цілей і завдань проведених змін втягне менеджерів підприємства в процес реформування, розвине у них почуття причетності і додаткової відповідальності за те що, відбувається.

Спосіб третій. Прозорість і відкритість підприємства. В сьогоdnішньому українському бізнесі існує розбіжність між зовнішньою оцінкою вартості компанії (з боку потенційних інвесторів і кредиторів) і тим, як її оцінюють менеджери і власники. Ця різниця обумовлена тим, що суб'єкти зовнішнього середовища володіють, як правило, меншою інформацією про компанії в порівнянні з менеджментом і власниками. Тому проведення заходів, що підвищують прозорість та відкритість бізнесу, здатне збільшити вартість компанії.

Цей спосіб, так само, як і дії з реструктуризації фірми і реінжинірингу бізнес-процесів, не вимагає таких істотних витрат, як реалізація інвестиційних проектів, але може швидко збільшити вартість компанії.

Правильно налагоджене управління вартістю означає, що всі прагнення компанії, аналітичні методи і прийоми менеджменту спрямовані до однієї загальної мети: допомогти компанії максимізувати свою вартість, будуючи процес прийняття управлінських рішень на ключових факторах вартості. Управління вартістю принципово відрізняється від систем планування, прийнятих в 60-80-і роки. Воно перестало бути функцією виключно керівного апарату і покликане вдосконалювати прийняття рішень на всіх рівнях організації.

При добре налагодженому управлінні вартістю управлінські процеси, такі як планування і оцінка результатів діяльності, забезпечують тих, хто приймає рішення на різних рівнях організації, правильною інформацією і необхідними стимулами для створення нової вартості. Так, керівнику ділової одиниці потрібні дані, які дозволили б йому кількісно визначити і порівняти вартості альтернативних стратегій його підприємства. Маючи таку можливість, він буде прагнути вибрати стратегію, що максимізує вартість, оскільки його спонукають до цього конкретні фінансові цілі, встановлені для нього вищим керівництвом, відповідна система оцінки праці і матеріального заохочення, а також (і це, ймовірно, найголовніше) постійний перегляд стратегії спільно з вищим керівництвом.

Оцінювати роботу менеджера слід, виходячи з довгострокових і короткострокових цільових нормативів, які служать показниками успіху в досягненні кінцевої загальної мети створення нової вартості.

Управління вартістю діє і на інших рівнях організації. Для виробничих менеджерів і керівників відділів можуть бути встановлені такі цілі та критерії оцінки праці, які, з врахуванням конкретних обставин, прив'язані до єдиної стратегії ділової одиниці. Наприклад, у виробничого менеджера це можуть бути цільові нормативи питомих витрат виробництва, якості та обороту запасів. Для кожного відділу або функціональної області ділової одиниці можна виробити свої

довго- та короткострокові цілі, так щоб у сполученні вони забезпечували виконання загальних завдань, що стоять перед даною діловою одиницею. Управління вартістю виправдовує себе і на найвищому рівні організації. Ця система забезпечує раду директорів і корпоративний центр інформацією про вартість різних стратегій і допомагає оцінювати злиття, поглинання і розформування.

Обов'язковими елементами регулярної системи управління вартістю є:

- інструменти управління вартістю;
- менеджмент, досить підготовлений для того, щоб кваліфіковано використовувати ці інструменти в повсякденному режимі;
- система винагороди, яка мотивує менеджмент використовувати інструменти управління вартістю найбільш ефективним чином;
- регулярні процеси управління, які допомагають, а не перешкоджають діяльності зі створення вартості;
- ефективний власник, який заохочує менеджмент і допомагає йому в створенні вартості.

Управління вартістю найправильніше розуміти як союз вартісного мислення та управлінських інструментів (процесів і систем), що необхідні для перекладу цього мислення на мову конкретних дій.

Однієї з цих складових явно недостатньо для успіху. Тільки в сукупності вони можуть принести помітний і стійкий позитивний результат.

Наявність вартісного мислення означає, що менеджери вищої ланки за взаємною згодою бачать свою головну фінансову задачу в максимізації вартості і керуються чіткими правилами, що визначають, в яких випадках інші задачі - наприклад, забезпечення зайнятості або захист навколишнього середовища - переважають головну; більш того, у них є тверде, засноване на науковому аналізі розуміння того, які параметри діяльності впливають на вартість компанії.

Наприклад, менеджери зобов'язані знати, чи призведе прискорення росту доходів або підвищення норми прибутку до створення нової вартості, і повинні забезпечити все необхідне, щоб у рамках стратегії, що використовується, ресурси

і зусилля були спрямовані на поліпшення ключових показників. Аналітичні інструменти управління вартістю, такі як вартісна оцінка методом дисконтованого грошового потоку і аналіз факторів вартості, у достатній мірі озброюють компанії для прийняття рішень, які сприятимуть створенню нової вартості.

Управлінські процеси та системи - до яких належать планування, вироблення цільових нормативів, оцінка результатів і системи матеріального заохочення, необхідні будь-якій компанії для ведення бізнесу, - спонукають менеджерів та інших працівників домагатися максимізації вартості своєї організації. Ці процеси виявляються дієвими лише в тому випадку, коли обмін інформацією всередині організації при плануванні, складанні кошторисів і бюджетів, прийнятті інших рішень будується на вартісних принципах.

Увесь процес підготовки до управління вартістю підприємства, як правило, здійснюється в чотири етапи.

Перший етап. Аналіз ситуації (діагностика підприємства) і оцінка поточної вартості компанії (бізнесу).

На даному етапі:

- проводиться діагностика реального стану підприємства з урахуванням усіх напрямків і систем: маркетингу, збуту, виробництва, управління і т.д.;
- визначається вартість бізнесу на поточний момент.

З одного боку, це етап діагностики, з іншого – визначення базового рівня, у порівнянні з яким згодом можна буде оцінити ефективність виконаних дій.

Основна мета оцінки полягає у визначенні вартості активів фірми (бізнесу), що необхідно замовнику для прийняття управлінських рішень. У проведенні оцінних робіт зацікавлений не тільки безпосередньо менеджмент підприємства, але також і різні державні та комерційні організації, а також фізичні особи.

Сторони, зацікавлені в оцінці бізнесу, визначають її цілі. Вони залежать від економічних інтересів суб'єктів оцінки.

Оцінку вартості окремих видів активів організації здійснюють у випадках:

- продажу частини капітальних активів;
- страхування нерухомості й визначення вартості майна, що страхується;

- отримання банківського кредиту під заставу майна;
- здачі капітальних активів в оренду;
- оформлення частини майна в якості внеску до статутного капіталу.

Другий етап. Коригування стратегії розвитку компанії в напрямі збільшення вартості. На даному етапі:

- формується система ключових факторів вартості;
- проводиться її тестування;
- визначаються цільові якісні та кількісні значення ключових факторів вартості;
- проводиться узгодження стратегії підприємства з цільовими значеннями ключових факторів вартості;
- вибирається оптимальна з можливих альтернативних стратегій розвитку підприємства.

Критерій вибору – максимальний рівень майбутньої вартості.

Після цього розглядаються шляхи, за допомогою яких можна досягти названих показників. У стратегії вказуються цільові значення факторів вартості більш високого рівня (наприклад, рівня прибутку, який може бути досягнутий при цільовому рівні вартості сировини для основної продукції). Далі порівнюються різні варіанти стратегії підприємства (наприклад, стратегія, націлена на розвиток власної збутової мережі, і стратегія роботи з посередниками). Оптимальною вважається та, яка забезпечить більше зростання вартості підприємства.

«Підводний камінь» цього етапу – послідовність виконання робіт. Якщо недостатньо грамотно і професійно виконані перші роботи, неминучі помилки на наступних і будуть отримані результати, які спрямують компанію хибним шляхом.

Третій етап. Розробка плану заходів (бізнес-плану) відповідно до обраної стратегії. На даному етапі:

- розробляється план змін в організаційно-функціональній структурі для встановлення зон відповідальності підрозділів компанії;



- розробляється план виробництва, маркетингу, збуту, орієнтований на досягнення цільових показників факторів вартості, визначених на етапі формування (коригування) стратегії;

- визначаються значення факторів вартості більш низького рівня, зміна яких впливає на чинники вартості вищих рівнів;

- готується план інвестиційних програм;

- розробляються заходи з управління ризиками.

Таким чином, складається бізнес-план, що охоплює всі аспекти діяльності підприємства. Терміни розробки, як правило, – 1-1,5 місяця. Можна сказати, що цей етап найбільш зрозумілий для більшості українських фірм. Адже він пов'язаний із плануванням, яке в тій чи іншій мірі здійснюється в будь-якій компанії.

Складність цього етапу полягає в необхідності створити систему критеріїв, які дозволять керівнику оперативно оцінити ефективність тих чи інших заходів.

Якщо критерії оцінки ефективності діяльності компаній встановлюються на основі загальноприйнятих фінансових показників, то оцінювати ефективність змін в деяких інших областях (управління, маркетинг) все ж краще з урахуванням їх специфічних особливостей.

Четвертий етап. Реалізація плану заходів (упровадження системи управління вартістю).

Даний етап – один з найважливіших і тривалих. Його основні дії:

- чинники вартості розподіляються за структурами компанії і виконавцями як об'єкти контролю та відповідальності;

- менеджери компанії розробляють методи управління факторами вартості;

- ведеться моніторинг виконання плану і аналітична робота; виявляються кількісні та якісні відхилення досягнутих значень відповідних показників від цільового рівня, здійснюються дії з усунення відхилень; при необхідності змінюються цілі і коригуються плани.

Які складнощі можливі на даному етапі? Практика показує, що це в першу чергу опір змінам, який чиниться співробітниками на різних рівнях компанії.

Порушення планових строків - звичайна проблема. Щоб її вирішити, застосовується коректування бізнес-планів за термінами і необхідними матеріальними ресурсами. Можлива також зміна послідовності дій.

Щоб четвертий етап пройшов успішно, топ-менеджери компанії повинні зосередити увагу на мотивації персоналу, на роз'ясненні необхідності і значущості змін. Це потрібно для того, щоб зміни не насаджували виключно «зверху» (більшість подібних проектів провалилися), а підтримувалися персоналом «знизу».

Для реалізації всіх вищезазначених завдань, керівник може створити самостійний підрозділ, надавши йому такі функції: аналіз існуючої ситуації; розробка стратегії; бізнес-планування; контроль за змінами зовнішнього середовища бізнесу, виконанням і коригуванням бізнес-плану.

Інший варіант – залучення консультанта, який володіє відповідним досвідом для допомоги на найбільш складних етапах. Розробка і впровадження повної і багаторівневої системи управління вартістю – досить тривалий процес, що займає не менше 1-2 років. Можливо впровадження цієї системи по частинах. При цьому участь консультанта дозволяє оптимізувати терміни проведення робіт і прискорити отримання результату.

### **Контрольні питання**

1. Які елементи має включати система управління вартістю на підприємстві?
2. Що являє собою поняття «вартісне мислення»?
3. Перелічіть етапи створення системи управління вартістю бізнесу. Охарактеризуйте кожен з них.
4. Які організаційні заходи можуть збільшити вартість бізнесу в короткостроковому періоді?
5. Якими способами можна домогтися стратегічної переваги у вартості?

## **2. ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНКИ ПІДПРИЄМСТВА**

- 2.1. Принципи оцінки активів (підприємства).
- 2.2. Підготовка інформації для проведення оцінки.
- 2.3. Загальна характеристика підходів до оцінки вартості підприємства.

### **2.1. Принципи оцінки активів (підприємства)**

Принципи оцінки можна розділити на три групи:

- засновані на уявленнях користувача (власника);
- пов'язані з експлуатацією власності;
- зумовлені дією ринкового середовища.

Класифікація принципів оцінки активів (підприємства)

Засновані на уявленнях користувача (власника)

1. Корисність.
2. Заміщення.
3. Очікування.

Пов'язані з експлуатацією власності

1. Вклад.
2. Залишкова продуктивність.
3. Динаміка доходів.
4. Збалансованість.
5. Економічна величина.
6. Економічний поділ.

Зумовлені дією ринкового середовища

1. Залежність
2. Відповідність
3. Пропозиція і попит
4. Конкуренція
5. Зміна

Наявність безлічі принципів оцінки не означає, що їх можна використовувати всі відразу. У кожній конкретній ситуації виділяють основні і допоміжні принципи. Проявляються тільки ключові закономірності поведінки суб'єктів ринкових відносин. У реальній дійсності цілий ряд чинників може послабити їх дію. Наприклад, грошово-кредитна і фінансова політика держави не дає реальної картини прояву окремих принципів. Разом з тим, по мірі розвитку ринкових відносин дія об'єктивних принципів оцінки бізнесу посилюватиметься.

Розглянемо зміст першої групи принципів. Основним критерієм визначення вартості будь-якого об'єкта для власника служить здатність приносити користь у конкретному місці і протягом фіксованого часу. Принцип корисності полягає в тому, що чим більше бізнес здатний задовольняти потреби власника, тим вище його вартість. З позиції будь-якого користувача оціночна вартість фірми не повинна перевищувати мінімальної ціни на аналогічні компанії з такою ж корисністю. Слід мати на увазі, що за об'єкт недоцільно платити більше, ніж може коштувати створення нового об'єкта з аналогічною корисністю в розумні терміни. Об'єкт-замінник не завжди повинен бути точним аналогом, але бажано, щоб він був схожий на оцінюваний об'єкт. Тому користувач розглядає його як бажаний замінник.

Принцип заміщення формулюють таким чином: максимальну вартість визначають мінімальною ціною, за якою може бути придбаний інший об'єкт власності з такою ж корисністю.

Даний принцип покладений в основу трьох традиційних підходів до оцінки вартості бізнесу: дохідного, ринкового (порівняльного) і витратного.

З принципом корисності тісно пов'язаний принцип очікування (передбачення). Корисність фірми визначають тим, у скільки сьогодні оцінюють прогнозні майбутні доходи (очікувану виручку від перепродажу об'єкта).

Принцип очікування полягає у визначенні поточної вартості доходу, який може бути отриманий в майбутньому від володіння компанією.

При цьому доцільно враховувати обсяг і тривалість отримання очікуваного майбутнього доходу. Процес приведення майбутніх доходів до їх поточної вартості називають дисконтуванням.

Друга група принципів обумовлена експлуатацією об'єктів і пов'язана з уявленням користувачів.

Принцип вкладу означає, що прибутковість будь-якої економічної діяльності характеризують чотири фактори виробництва: землею, робочою силою, капіталом і управлінням. Для оцінки вартості фірми необхідно знати вклади кожного у формування її доходу. Даний принцип означає, що включення додаткового активу в майно компанії економічно вигідно для неї, якщо приріст вартості вище витрат на придбання цього активу. Кожен фактор повинен бути відшкодований з доходів, створюваних підприємницькою діяльністю.

Оскільки земельні ділянки належать до нерухомого майна, то фактори робочої сили, капіталу та управління повинні бути залучені до їх використання.

Принцип залишкової продуктивності земельної ділянки означає, що власнику дається можливість витягати максимальний дохід або до краю мінімізувати витрати на користування ним. Залишкову продуктивність земельної ділянки встановлюють як чистий дохід після того, як сплачені витрати на робочу силу, експлуатацію капіталу і менеджмент. Виробничі чинники враховують тільки виходячи з їх відтворення й місця в обороті капіталу. З даної точки зору застаріле технологічне обладнання потребує повної заміни, демонтажу і монтажу нового обладнання, що має бути враховано при оцінці вартості фірми.

Принцип доходів, що зростають або знижуються, означає, що по мірі додавання ресурсів до решти чинників виробництва прибуток (чистий дохід) буде зростати прискореними темпами аж до тієї точки, починаючи з якої загальний дохід хоча і зростає, проте вже вповільненими темпами. Це вповільнення відбувається до тих пір, поки приріст вартості не стає нижче, ніж витрати на ресурси, що додаються.

Решта принципів другої групи (збалансованість, економічна величина, економічний поділ) пов'язані зі специфічними умовами експлуатації земельних ділянок та правами власності на них.

Третя група принципів обумовлена дією ринкового середовища.

Наприклад, принцип залежності визначається місцем розташування об'єкта, яке є одним з найбільш важливих факторів, що впливають на вартість нерухомості. Якість місця розташування залежить від того, наскільки фізичні характеристики об'єкта відповідають прийнятому в даному регіоні типу землекористування, а також від його близькості до економічної інфраструктури. Якщо в навколишній системі землекористування або в економічному середовищі об'єкта нерухомості відбуваються зміни, то це може вплинути на його вартість. Потоки доходів від об'єкта нерухомості залежать від того, як місце розташування об'єкта пов'язано з ринком користувача. Отже, вартість конкретного об'єкта схильна до впливу зовнішніх факторів і сама впливає на величину вартості інших об'єктів у районі його розташування.

Принцип відповідності полягає в тому, що проект, який не відповідає ринковим стандартам, найімовірніше програє у фінансовому відношенні. Інший приклад: фірма, яка не відповідає вимогам ринку по оснащеності виробництва, технології, рівню прибутковості, менеджменту, швидше за все, буде оцінена нижче середнього рівня. Відповідність виражає, якою мірою архітектурний стиль і рівень зручностей, що запропоновані до забудови землі, відповідають потребам і очікуванням користувача.

Принцип конкуренції полягає в тому, що при посиленні конкурентної боротьби може відбуватися зниження потоку доходів або їх збільшення з урахуванням фактора ризику. Даний принцип важливий для професійних оцінювачів, які прагнуть оцінити вартість потоку доходів, що перевищують середню ринкову величину. Якщо отримання додаткового прибутку непов'язане з довгостроковою орендою капітальних активів (наприклад нерухомості) або іншої істотною причиною, то потік доходів слід розглядати обережно.

Принцип зміни виражається в тому, що вартість об'єкта оцінки не залишається стабільною, вона змінюється з часом внаслідок впливу фізичного зносу. Тому вона підлягає відповідному коректуванню.

Нарешті, принцип найкращого і найбільш ефективного використання активів - це синтез принципів усіх трьох груп, які були розглянуті раніше. Оцінювачі визначають даний принцип таким чином: можливий і розумний варіант використання, який забезпечить об'єкту (активу) максимальну поточну вартість, визначену на конкретну дату оцінки. Даний принцип має важливе значення для аналізу різних факторів, що впливають на вартість активів фірми і бізнесу в цілому.

## **2.2. Підготовка інформації для проведення оцінки**

Інформація може черпатися з декількох джерел, як то: оцінювана компанія, фондовий ринок, різна статистична інформація, маркетингові дослідження і т.д. Ця інформація повинна охоплювати:

- Загальну характеристику підприємства, його історію та перспективи розвитку.
- Фінансову інформацію про підприємство за попередні роки.
- Загальну характеристику галузей, які впливають на дане підприємство; їх поточний стан.
- Економічні фактори, що впливають на дане підприємство.
- Стан ринку капіталів як джерела необхідної інформації, наприклад, про можливі ставки доходу по альтернативних вкладеннях, про операції з акціями, що вільно обертаються, про злиття і поглинання компаній.
- Частки акціонерів у капіталі підприємства або цінних паперів, що підлягають оцінці, включаючи права, привілеї і умови, кількісні характеристики, фактори, що впливають на контроль і угоди, що обмежують продаж або передачу.

- Дані про попередні угоди за участю оцінюваного підприємства, частки акціонерів у капіталі підприємства або його акцій.

Таким чином, при проведенні оцінки бізнесу необхідно використовувати ретроспективну облікову інформацію (бухгалтерську звітність) і поточні фінансово-економічні показники компанії. Час обліку використовуваних даних і момент оцінки між собою не узгоджені. Розбіжність даних у часі створює умови для появи в них різного роду спотворень. Серед них можна назвати: зміну стандартів обліку вихідних даних, деномінацію грошових одиниць, коливання курсу валют, структурні зміни цін і ін. Ці невідповідності породжують проблему коригування всієї використовуваної фінансової і бухгалтерської звітності з метою приведення їх до спільного часового еталону, в ролі якого виступає момент оцінки.

Приведення і коректування фінансової звітності може включати в себе:

- Приведення фінансової інформації про оцінювану компанію і компанії-аналоги до єдиної основи.
- Перерахунок звітних вартостей в поточні.
- Коригування статей доходів і витрат таким чином, щоб вони досить повно характеризували результати діяльності компанії за тривалий період часу.
- Облік нефункціонуючих активів і зобов'язань, і пов'язаних з ними доходів і витрат.

Приведення фінансової звітності до єдиної основи.

У межах державної системи бухгалтерського обліку компанія завжди має свободу вибору методів ведення бухгалтерського обліку.

Цей вибір закріплюється в наказі «Про облікову політику підприємства» терміном на один рік і може змінюватися протягом ряду років. Принцип складання бухгалтерської звітності не потребує відображення реальної ринкової вартості тих чи інших активів підприємства. У такій ситуації компанії воліють використовувати ті методи ведення бухгалтерського обліку, які дозволять мінімізувати податки.



Оцінка підприємства повинна базуватися на реальних (очищених від впливу інфляції) значеннях використовуваних показників. В умовах значної зміни цін облікові значення вартісних показників суттєво відрізняються від їхніх реальних значень. Таким чином, використання облікових даних вимагає їх коригування з урахуванням динаміки цін, тобто інфляції (або дефляції) і структурної зміни цін. Однак у сучасних умовах економіки основним є спотворюючий вплив інфляції.

У теорії фінансового менеджменту існують два альтернативні шляхи коригування (очищення) показників на вплив інфляції:

- пряме коригування активів і грошових сум на значення інфляційних показників;
- облік впливу інфляції на активи і грошові суми шляхом уключення в процедуру дисконтування інфляційних показників.

Відмінності у значенні підсумкових показників при використанні зазначених підходів є незначно дрібними в промислово розвинених країнах з усталеним ринком і нормальним темпом інфляції.

У країнах з великими темпами інфляції або гіперінфляцією з'являються розбіжності у значеннях підсумкових показників залежно від вибору того чи іншого підходу коригування на інфляцію. При проведенні оцінки в Україні переважним є використання методів, заснованих безпосередньо на коригуванні грошових сум на значення інфляційних показників.

Інфляція по-різному впливає на величини типу потоку (виручка, прибуток, введення фондів тощо) і на величини типу запасу (активи всіх видів). Крім того, спотворення різних показників пов'язано з неоднаковістю умов їх формування в системі обліку. Відповідно до підсумків дослідження коригування облікових і проектних даних різного типу, необхідних для фінансово-економічних розрахунків і прогнозів, повинно проводитися роздільно. В якості значення інфляційних показників у залежності від області дії компанії можуть використовуватися: індекс цін підприємств виробників, індекс споживчих цін, значення девальвації основної валюти, або індекс цін може бути розрахований для конкретної компанії.

Як уже зазначалося, оцінювач повинен вивчити ретроспективну фінансову звітність оцінюваної компанії. Під фінансовою звітністю розуміються балансовий звіт, звіт про фінансові результати, звіт про рух грошових коштів, звіт про рух капіталу, і інші додатки до річного балансового звіту.

Оцінюючи підприємства в Україні, найчастіше буває необхідно проводити поквартальний аналіз фінансової звітності і як мінімум за два роки, що передують даті оцінки. Якщо оцінюване підприємство є сезонним, то аналіз фінансової звітності обов'язково проводиться на основі поквартальної звітності щонайменше за минулі два роки. Якщо з якої-небудь причини фінансова звітність на дату оцінки відсутня (з вини бухгалтера, оцінка проводиться на проміжну дату), оцінювач повинен самостійно її скласти, вдаючись при необхідності до допомоги консультантів.

На другому етапі необхідно відкоригувати фінансову звітність на можливі відхилення від правил ведення бухгалтерського обліку, а так само зробити різні нормалізаційні коригування

Якщо необхідно вносити поправки у фінансову звітність підприємства, то на третьому етапі необхідно заново розрахувати податок на прибуток. Базою для розрахунків буде відкоригований прибуток до оподаткування. Також на цьому етапі розраховується відкоригований чистий прибуток.

У процесі оцінки бізнесу виникає необхідність попередньої перевірки його фінансового становища. Така перевірка дозволяє отримати важливі довідкові відомості про оцінювану компанію і виконати розрахунок значень коригуючих показників, необхідних для знаходження кінцевої вартості бізнесу.

Для цілей оцінки бізнесу також необхідно враховувати елементи ризику. Існує два підходи до трактування елементів ризику при проведенні оцінки:

- проведення понижувального коригування очікуваного майбутнього потоку (прибутку, грошового потоку, дивідендів тощо) з тим, щоб відобразити цю невизначеність;

- облік ризику шляхом використання більш високої ставки дисконту при оцінці очікуваного потоку з тим, щоб відобразити необхідну доходність як винагороду за ризик.

Американськими вченими Бірманн і Шмідтом переконливо показано, що теоретично більш правильним варіантом обліку елемента ризику є приведення очікуваного майбутнього доходу до того, що вони назвали «скоригованим на визначеність еквівалентом». Вони рекомендують вносити поправки в очікуваний потік за допомогою коефіцієнта, який відображає ймовірність отримання даного потоку. Після цього з'являється можливість застосувати один і той же дисконт (показник вартості капіталу) для оцінки всіх альтернативних інвестиційних рішень.

Однак на практиці підхід до обліку ризику шляхом використання більш високої ставки дисконтування є найбільш часто вживаним.

Відхилення від правил ведення бухгалтерського обліку, що зустрічаються найчастіше

**Невідображені доходи.** Власники деяких компаній воліють не відобразити у фінансовій звітності частину продажів, вироблених за готівковий розрахунок

**Заниження безнадійної дебіторської заборгованості.** Власники підприємств з великим обсягом продажів у кредит зазвичай дуже оптимістичні на рахунок погашення дебіторської заборгованості.

**Несписання застарілих або пошкоджених ТМЗ.** Дана помилка часто зустрічається у підприємств з великими товарно-матеріальними запасами широкої номенклатури.

**Відображення у фінансових звітах застарілого, пошкодженого або непотрібного обладнання (Невиробничі і надлишкові активи).** Дана проблема найчастіше виникає у підприємств з великими інвестиціями в основні активи, особливо якщо давно не проводилась інвентаризація. Для цілей оцінки в балансовому звіті підприємства повинні відобразитися тільки активи і пасиви, необхідні для основної виробничої діяльності. Отже, необхідне коригування на невиробничі і надлишкові активи (активна частина балансу) і заборгованість, що

відноситься до них (пасивна частина балансу). Звіт про фінансові результати повинен бути відкоректований на всі пов'язані з такими активами доходи і витрати.

**Кредити філіям і від філій.** Кредити філіям можуть бути невиробничими активами. Кредити від філій може знадобитися віднести до статей довгострокової заборгованості або власного капіталу.

**Компенсації власнику або членам його сім'ї, що перевищують або знаходяться нижче розумного рівня.** Прибуткові підприємства можуть виплачувати частину свого чистого прибутку власникам, як компенсацію, або членам їх сімей, які числяться на підприємстві як «мертві душі». Збиткові підприємства можуть не доплачувати своїм власникам, з тим, щоб знизити суму збитку. Для цілей оцінки, компенсація власникам повинна бути відкоригована до розумного рівня.

**Доходи і витрати одноразового характеру.** Доходи і витрати одноразового характеру (наприклад, витрати на переїзд, прибуток або збиток від продажу основних активів і ін.) повинні бути виключені зі звіту.

**Сумнівні договори.** Підприємства закритого типу часто укладають договори, які або не мають прямого відношення до діяльності підприємства, або на завищену суму. Необхідно провести коригування на доходи і витрати за такими договорами, або привести їх до ринкової вартості.

**Податок на прибуток.** Після проведення коригувань визначити суму податку на прибуток, оподатковуваною базою для якого буде нормалізований прибуток до оподаткування.

Економічний сенс використовуваного збільшення ставки дисконтування полягає в пошуку деякого додаткового доходу, що перевищує безризикову ставку, як компенсацію за ризик володіння цими активами. Цей підхід представлений двома найбільш поширеними моделями CAPM / APТ і кумулятивним методом, який буде розглянуто в подальшому.

## Контрольні питання

1. Що являє собою інфляційне коригування звітності в процесі оцінки?
2. Що розуміється під нормалізацією бухгалтерського балансу?
3. Які коригування активної частини балансу можуть бути необхідні в процесі нормалізації звітності?
4. Які коригування пасивної частини балансу можуть бути необхідні в процесі нормалізації звітності?
5. Назвіть можливі нормалізаційні коригування в звіті про прибутки.
6. Що розуміється під приведенням облікових даних до єдиної бази?

### 2.3. Загальна характеристика підходів до оцінки вартості підприємства

Враховуючи, що очікування власників, ризик, структура і обсяг майбутніх вигод унікальні для кожної окремої компанії, не можна за допомогою якоїсь уніфікованої формули визначити вартість усіх підприємств у будь-якій виникаючій ситуації. Тому для оцінки були розроблені різні підходи і методи.

Розрізняють три концепції оцінки підприємств (бізнесу):

- дохідна концепція;
- ринкова концепція;
- витратна концепція.

Концепція по доходу найбільшим чином відображає основне припущення оцінки підприємства, яке, як зазначалося вище, свідчить, що вартість підприємства (бізнесу) дорівнює поточній вартості майбутніх доходів від володіння ним. Згідно з концепцією по доходу, оцінювач оцінює майбутні доходи підприємства та дисконтуює / капіталізує їх на момент оцінки. В даному випадку застосовують оціночний принцип очікування.

Слід пам'ятати, що чим більше дохід, принесений бізнесом, тим, за інших рівних умов, вище величина його ринкової вартості. При цьому пріоритетне

значення мають тривалість отримання доходу і рівень ризику, що супроводжує даний процес.

Дохідний підхід вважається найбільш переважним з точки зору досягнення головної мети підприємницької діяльності.

Ринкова концепція припускає, що вартість підприємства може бути оцінена шляхом проведення аналізу недавніх продажів порівняних компаній або цінних паперів відкритих акціонерних товариств. Таким чином, ринковий підхід заснований на застосуванні принципу заміщення.

Для того, щоб використовувати ринкову концепцію, необхідний ретельний пошук компаній аналогів як серед відкритих, так і закритих акціонерних товариств, глибокий аналіз та коригування отриманих даних. Точність оцінки залежить від якості зібраних даних. Ефективність даного підходу знижується при незначній кількості угод, коли моменти їх здійснення і оцінки розділяє тривалий період. А також при нестабільному стані ринку.

Витратна концепція припускає, що вартість активу дорівнює витратам на його заміщення або відновлення за вирахуванням знижки на фізичний знос і застарівання. В оцінці бізнесу дана концепція застосовується для оцінки нового будівництва, унікальних об'єктів або підприємств, вартість яких не на багато перевищує вартість їх матеріальних активів. Також витратна концепція застосовується для оцінки окремих складових підприємства та в цілях страхування.

Даний підхід базується на принципах заміщення, найбільш ефективного використання активів, збалансованості, економічної величини та економічного поділу.

Перераховані підходи до оцінки бізнесу тісно взаємопов'язані.

Просто при виборі того чи іншого підходу перед оцінювачем відкриваються різні перспективи. Незважаючи на те, що всі підходи базуються на інформації регіонального ринку, кожен оцінювач має справу з різними його аспектами.

На ідеальному ринку всі три підходи повинні привести до однієї і тієї ж величини вартості активів. Однак ринок капітальних активів є недосконалим –

пропозиція і попит не знаходяться в рівновазі, потенційні покупці недостатньо інформовані і т.д. За цією та іншими причинами зазначені підходи можуть давати різні значення вартості.

Кожен з трьох розглянутих підходів припускає використання при оцінці властивих йому методів.

## **2.4. Дохідний підхід**

### **2.4.1. Метод прямої капіталізації**

Даний підхід базується на принципі очікування. Все дохідні методи оцінки бізнесу оцінюють поточну вартість майбутніх вигод від володіння бізнесом. Підходи витратної і ринкової концепції роблять таку оцінку непрямо.

Дані методи оцінки вважаються найбільш прийнятними з точки зору інвестиційних мотивів, оскільки будь-який інвестор, який вкладає гроші в діюче підприємство, в кінцевому рахунку купує не набір активів з будинків, споруд, машин, устаткування, нематеріальних цінностей і т.д., а потік майбутніх доходів, що дозволяє йому окупити вкладені кошти, отримати прибуток і підвищити свій добробут.

Перш ніж застосувати який-небудь з цих двох підходів, оцінювач повинен упевнитися, що:

- можна скласти прогноз майбутніх доходів (чистий грошовий потік або чистий дохід) з розумним ступенем ймовірності;
- майбутня діяльність підприємства триватиме з темпом росту, який можна передбачити.

Якщо потік доходу підприємства дуже непостійний, що унеможливило передбачення результатів її діяльності в майбутньому, то для оцінки бізнесу такої компанії краще використовувати інші підходи, наприклад, підхід на основі активів.

Характеристика вартості підприємства, одержаної підходами капіталізованих доходів і дисконтованих майбутніх доходів.

- Залежно від проведених коригувань грошового потоку (прибутку) і використовуваних коефіцієнта капіталізації та ставки дисконту, вартість може представляти або вартість контрольного пакета, або вартість міноритарної частки. Тому отримана вартість може вимагати таких коригувань: премії за контрольний пакет або знижки за міноритарну частку.

- Якщо ставка дисконту або коефіцієнт капіталізації були знайдені на основі даних за порівнянними компаніям, акції яких обертаються на фондових ринках, то отримана вартість підприємства, що оцінюється, представлятиме собою вартість підприємства як відкритого. В цьому випадку може знадобитися застосування знижки на недостатню ліквідність.

Цей підхід передбачає використання таких методів оцінки:

- прямої капіталізації потоку доходів;
- дисконтованих грошових потоків;
- надлишкових прибутків.

Метод капіталізованих доходів вважається найбільш підходящим для оцінки вартості підприємства, якщо поточна діяльність компанії може служити показником її майбутньої діяльності (припускаючи звичайний темп росту).

Згідно з методом прямої капіталізації, для отримання оцінки вартості підприємства річний дохід ділиться на відповідний коефіцієнт капіталізації.

Формула оцінки вартості методом прямої капіталізації:

$$\text{Вартість} = \text{Потік доходу} / \text{Коефіцієнт капіталізації} \quad (8)$$

В якості потоку доходу можуть виступати:

Чистий прибуток – прибуток підприємства, що залишається в розпорядженні після сплати всіх витрат і податків, у тому числі податку на прибуток.



Грошовий потік - сума готівкових грошових і еквівалентних їм засобів, що залишаються в розпорядженні власників власного або інвестованого капіталу.

Коефіцієнт капіталізації - коефіцієнт, використовуваний для перерахунку доходів підприємства в його вартість.

Як уже зазначалося, оцінювач повинен вивчити ретроспективну фінансову звітність оцінюваної компанії. Оцінюючи підприємства в Україні, найчастіше буває необхідно проводити поквартальний аналіз фінансової звітності і як мінімум за два роки, що передують даті оцінки.

Слід зазначити, що незалежно від обраного потоку доходу, який буде капіталізуватися, результат оцінки вийде однаковим, за умови, що коефіцієнт капіталізації буде відповідати потоку доходу.

Коефіцієнт капіталізації зазвичай визначається, як різниця між ставкою дисконту (ставкою доходу на капітал) для підприємства, що оцінюється, і його очікуваним середньорічним темпом росту. Отже, коефіцієнт капіталізації для підприємства звичайно нижче його ставки дисконту. Коефіцієнт капіталізації використовується для прямого перерахунку потоку доходу (зазвичай чистий прибуток або чистий грошовий потік) за один рік в якості множника або дільника у вартість підприємства.

Припустимо, що коефіцієнт капіталізації для чистого прибутку підприємства дорівнює 25% (дільник). Той же самий коефіцієнт, виражений як множник, буде дорівнювати 4 ( $1 / 0,25$ ).

Оскільки коефіцієнт капіталізації визначається на основі ставки дисконту (ставки доходу на капітал), то в багатьох випадках оцінювач, в першу чергу, повинен встановити величину ставки дисконту для оцінюваного підприємства. Ставка дисконту, як правило, визначається одним з наступних підходів: модель оцінки капітальних активів (САРМ) або кумулятивний підхід. Ставка дисконту, знайдена будь-яким з цих підходів, являє собою ставку дисконту для чистого грошового потоку. Віднявши з неї очікуваний середньорічний темп росту, ми отримаємо коефіцієнт капіталізації для чистого грошового потоку.

Формула для знаходження коефіцієнта капіталізації для чистого грошового потоку:

$$R = r - g \quad (9)$$

де  $R$ - коефіцієнт капіталізації;

$r$  - ставка дисконту (ставка доходу на власний капітал);

$g$  - очікуваний середньорічний темп зростання.

Дана формула правильна, якщо:

- бізнес оцінюємого підприємства має необмежений строк життя;
- щорічний відсоток зростання або зниження коливається в межах однієї передбачуваною ставки трендової лінії ( $g$ ).

Якщо потрібно знайти коефіцієнт капіталізації для чистого прибутку, який, як правило, відрізняється від коефіцієнта капіталізації для чистого грошового потоку, розглянутого вище, то необхідно зробити подальші перетворення:

1. Розділити нормалізований чистий прибуток оцінюваного підприємства на величину його чистого грошового потоку.

2. Помножити отримане значення на коефіцієнт капіталізації для чистого грошового потоку.

### **Приклад:**

Відомо, що:

Ставка дисконту для чистого грошового потоку - 25%

Очікуваний темп росту - 5%

Чистий прибуток - 50 000 у.о.

Чистий грошовий потік - 32600 у.о.

Тоді:

Коефіцієнт капіталізації для чистого грошового потоку - 20% {25% - 5% }.

Коефіцієнт капіталізації для чистої прибутку - 30,6% {50 000/32 600 \* 20% }.

Необхідно також ретельно вибрати період діяльності оцінюваної компанії, дохід якої буде капіталізуватися. В рамках методу капіталізованих доходів

існують три альтернативних періоди діяльності, дохід яких може бути капіталізований:

- Останній фінансовий рік або останні 12 місяців, що передують даті оцінки.
- Середнє значення доходу за кілька минулих років.
- Прогноз діяльності на наступний рік.

Який би період не вибрав оцінювач, важливо пам'ятати, що капіталізується завжди дохід за один повний рік.

Як уже неодноразово зазначалося, метод капіталізованих доходів найбільш прийнятний для оцінки компанії, коли вважається, що показники поточної діяльності компанії (в першу чергу чистий прибуток або чистий грошовий потік) відображають результати її діяльності в майбутньому (за умови, що темп росту буде стабільний і незначний).

Саме тому, найбільш часто використовуваний період діяльності, дохід якого капіталізується - останній фінансовий рік або останні 12 місяців, що передують даті оцінки. Приймаючи рішення, щодо того чи є потік доходу останнього фінансового року (останніх 12 місяців) найкращою базою для застосування підходу капіталізованих доходів, оцінювач повинен зробити висновок, наскільки даний потік доходу відображає діяльність компанії в майбутньому. При цьому основний акцент повинен робитися на показниках валової виручки і собівартості, виробленої продукції. Аналіз основних показників повинен базуватися на аналізі ретроспективної фінансової звітності, інтерв'ю з керівництвом компанії, а також на економічних оглядах галузі. Якщо оцінювач вважає, що потік доходу останнього фінансового року відображає її діяльність в майбутньому, тоді останній фінансовий рік чи останні 12 місяців, що передують даті оцінки - найбільш підходящий період діяльності, дохід якого може бути капіталізований. Навіть, якщо показники валового і чистого прибутку до внесення нормалізаційних коригувань, здаються на перший вигляд аномальними. Більшу частину таких «аномалій» можна усунути шляхом внесення відповідних коригувань.

З іншого боку, якщо оцінювач з якої-небудь причини вважає, що показники доходу за останній фінансовий рік не характеризують діяльність компанії в

майбутньому, то потрібно капіталізувати або середній дохід за кілька минулих років, або прогнозований дохід наступного за датою оцінки року.

Якщо оцінювач вирішує капіталізувати прогнозований дохід наступного за датою оцінки року, йому необхідно буде скласти прогноз діяльності компанії або отримати такий прогноз у керівництва оцінюваної компанії. Фактори, які необхідно враховувати при складанні прогнозів, розглядаються в розділі «Оцінка бізнесу методом дисконтованих майбутніх доходів».

У деяких випадках середнє значення потоків доходів за декілька минулих років є найбільш підходящим потоком доходу для застосування підходу капіталізованих доходів. Використовуючи середнє значення доходу за якийсь період у минулому, оцінювач повинен враховувати, що всякий раз, коли у минулому спостерігалось інфляційне зростання цін, вартість компанії буде занижена через те, що використовується коефіцієнт капіталізації для поточних або прогнозованих потоків доходу.

Якщо потік доходу в який-небудь із років навіть після внесення нормалізаційних коригувань залишається аномальним, то його не потрібно враховувати при розрахунку середнього значення.

Вартість, отримана підходом капіталізованих доходів, це вартість 100% власного капіталу компанії. Якщо оцінюється міноритарний пакет акцій, то необхідно знизити вартість на величину знижки на міноритарну частку. Крім цього, може знадобитися внесення поправок на надлишок (дефіцит) активів, невиробничі активи і низьку ліквідність.

#### **2.4.2. Ставка доходу на капітал (ставка дисконту)**

В оцінках по доходу визначальне значення має поняття і зміст ставки дисконтування ( $r$ ). Ця ставка визначається на рівні ставки доходу на капітал, що склалася на даному ринку інвестицій, або тої, що вимагається інвестором.

Ставка дисконту повинна відповідати грошовому потоку, прогноз якого складається для інвестиційного проекту. Так, грошовому потоку для власного капіталу відповідає ставка доходу на власний капітал, а грошовому потоку з урахуванням заборгованості - середньозважена вартість капіталу (WACC).

Крім того, якщо грошові потоки розраховуються на реальній основі, ставка дисконту також повинна розраховуватися без урахування інфляції.

Найбільш часто при оцінці бізнесу використовується ставка доходу на власний капітал, яку можна визначити одним із двох наступних методів, таких як:

- кумулятивний підхід;
- модель оцінки капітальних активів (CAPM).

При кумулятивному підході за базу розрахунків береться безризикова ставка доходу, до якої додається додатковий дохід, пов'язаний з ризиком інвестування в конкретний інвестиційний проект або в акції конкретного підприємства. Потім вносяться поправки (у бік збільшення або зменшення) на дію кількісних і якісних факторів ризику, пов'язаних зі специфікою проекту або компанії. Розрахунок ставки доходу для власного капіталу згідно з кумулятивним підходом проводиться в два етапи.

1. Визначення відповідної безрискової ставки доходу.

2. Оцінка величини відповідної премії за ризик інвестування в даний проект і компанію.

У країнах Західної Європи і в США безризикова ставка доходу визначається, як правило, виходячи із ставки доходів за довгостроковими урядовими облігаціями. Цей вибір обумовлений тим, що довгострокові урядові облігації характеризуються дуже низьким ризиком, пов'язаним з неплатоспроможністю, і високим ступенем ліквідності.

Крім того, при визначенні ставки доходу по цьому виду цінних паперів враховується довгостроковий вплив інфляції. Довгострокові (а не короткострокові) облігації використовуються для того, щоб забезпечити можливість зіставлення з інвестиціями у власний капітал підприємства (інвестиційного проекту), зазвичай здійснюваними інвесторами на схожий період

часу. Найбільш наближеним за факторами ризику до доходу за довгостроковими державними облігаціями в Україні вважається ставка за довгостроковим валютним депозитом найбільш надійних банків.

Найпоширенішим методом оцінки величини премії за ризик інвестування в проект і компанію є метод, згідно з яким виявляються всі присутні у проекті фактори ризику, і залежно від ступеня ризику кожному фактору присвоюється значення от 0 до 5 відсотків. В окремих випадках оцінювач може вирішити присвоїти якомусь з факторів більш високе значення.

SAPM, як відомо, заснована на уявленні, що інвестор прагне отримати додаткові доходи (порівняно з гарантованими доходами). Додатковий дохід являє собою винагороду, яку інвестор отримує за те, що вкладає кошти в активи з більш високим рівнем ризику.

За допомогою SAPM робиться спроба виміряти додатковий очікуваний дохід для активів на основі трьох компонентів: без ризикової ставки доходу (risk-free rate), коефіцієнта бета та ринкової премії за ризик (market premium).

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (10)$$

де  $r_e$  - очікувана інвестором ставка доходу на власний капітал;

$r_f$  - безризикова ставка доходу;

$\beta$  - коефіцієнт бета;

$r_m$  - ставка доходу в середньому по ринку;

$(r_m - r_f)$  - ринкова премія.

Для цілей оцінки конкретного бізнесу необхідно зробити ряд поправок до отриманого значення.

Поправки до SAPM

1. Премія для невеликих компаній (S1): при розрахунку рівня ринкового доходу і коефіцієнта бета використовуються дані, отримані при вивченні ризику інвестування у великі компанії, акції яких котируються на фондових біржах і доступні широкій публіці. Однак частіше доводиться оцінювати інвестиційні

проекти на невеликих компаніях. Як показали проведені дослідження, існує премія для малих компаній, що враховує більший ступінь ризику вкладення капіталу в маленькі компанії, ніж у великі.

2. Премія за ризик, характерний для окремої компанії (S2): в деяких випадках при оцінці компанії виявляється, що для неї характерний певний інвестиційний ризик, пов'язаний з характером її діяльності (наприклад, сезонний характер продажів), що служить підставою для призначення додаткової премії за ризик.

3. Ризик країни (C): як показують проведені дослідження, в інтернаціональних компаніях склалася практика обліку фактора ризику країни при розрахунках необхідної ставки доходу. Як правило, даний фактор ризику враховується тільки для інвесторів, які не є резидентами країни, де відбувається вкладення капіталу.

4. Ризик упровадження нової продукції на ринок (S3): для інвестиційного проекту характерний додатковий ризик, пов'язаний з упровадженням нового виду продукції на ринок. Однак даний ризик може дорівнювати 0 (нулю), якщо характер інвестиційного проекту не пов'язаний з розробкою і виробництвом нової продукції. Приклад проекту, для якого ризик упровадження нової продукції на ринок дорівнює нулю - проект, спрямований на зниження собівартості, виробленої раніше продукції.

Тоді рівняння CAPM з урахуванням поправок буде виглядати так:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) + S_1 + S_2 + S_3 + C \quad (11)$$

Дотепер нами розглядалася тільки ставка доходу для грошового потоку для власного капіталу, але іноді при оцінці підприємства або інвестиційних проектів необхідно визначити чисту вартість проекту на основі грошового потоку з урахуванням заборгованості. Даний фактор ризику присутній тільки в разі реалізації інвестиційного проекту, і то, якщо останній пов'язаний з випуском нової продукції.

Визначення чистої вартості проекту на основі грошового потоку з урахуванням заборгованості (грошового потоку для загального інвестованого капіталу). В цьому випадку слід визначити середньозважену вартість капіталу, яка враховує як дохід на власний капітал, так і дохід за позиковими коштами. Управління WACC виглядає таким чином:

$$WACC = r_e P_e + r_{d1} (1 - t) P_{d1} + r_{d2} P_{d2} + r_p P_p + r_b P_b, \quad (12)$$

де  $r_e$  - ставка доходу на власний капітал, визначена за допомогою CAPM або кумулятивним підходом;

$P_e$  - частка власного капіталу в загальній структурі капіталу компанії;

$r_d$  - ставка доходу за позиковими коштами;

$P_d$  - частка позикового капіталу в загальній структурі капіталу компанії;

$t$  - ставка податку на прибуток;

$r_p$  - ставка доходу за привілейованими акціями;

$P_p$  - частка привілейованих акцій у загальній структурі капіталу компанії;

$r_b$  - ставка доходу по облігаціях;

$P_b$  - частка облігацій у загальній структурі капіталу компанії;

$r_{d1}$  - ставка доходу за позиковими коштами, відсотки по яких відносяться на собівартість;

$P_{d1}$  - частка позикового капіталу, відсотки за яким відносяться на собівартість у загальній структурі капіталу компанії;

$r_{d2}$  - ставка доходу за позиковими коштами, виплата відсотків за якими провадиться з прибутку;

$P_{d2}$  - частка позикового капіталу, виплата відсотків за якими провадиться з прибутку, в загальній структурі капіталу компанії.

Фахівці вважають, що інфляцію в розрахунках має сенс враховувати, тільки якщо її відсоток становить більше 8% на рік. Як уже зазначалося, якщо грошовий потік складено на реальній основі, то і ставка доходу повинна бути очищена від впливу інфляції. І, навпаки, для грошового потоку на номінальній основі ставка



доходу повинна враховувати вплив інфляційного зростання. Нижче наведена формула показує, яка залежність існує між реальною і номінальною ставкою доходу:

$$r_n = r_r + \pi + r_r * \pi, \quad (13)$$

де  $r_n$ - номінальна ставка доходу (з урахуванням інфляції);

$r_r$ - реальна ставка доходу (без урахування інфляції);

$\pi$ - рівень інфляції.

Тоді:

$$r_r = (r_n - \pi) / (1 + \pi). \quad (14)$$

### 2.4.3. Метод дисконтованих майбутніх доходів

Метод дисконтованих майбутніх доходів вважається найбільш прийнятним для оцінки вартості підприємства, якщо можна скласти досить розумний прогноз його діяльності в майбутньому, і якщо результати майбутньої діяльності значно відрізняються від результатів майбутньої або минулої діяльності внаслідок факторів відмінних від звичайного темпу росту ( $g$ ). Прикладом підприємства, яке може бути оцінено підходом дисконтованих майбутніх доходів, є підприємство, що виходить з якихось причин на стабільний рівень виробництва.

Метод дисконтованих майбутніх доходів використовується, коли: очікується, що майбутні доходи (чистий прибуток або чистий грошовий потік) будуть суттєво відрізнятися від доходів у даний час; можна досить точно оцінити майбутні доходи підприємства; прогнозовані доходи є позитивними величинами для більшості прогнозних років; очікується, що дохід підприємства в останній рік прогнозного періоду буде значною позитивною величиною.

Переваги підходу дисконтованих майбутніх доходів:

- єдиний метод, який враховує майбутні очікування щодо цін, витрат, інвестицій і т.д.;

- включає ринковий аспект, оскільки необхідна ставка доходу (дисконту) береться за даними ринку.

Недоліки підходу дисконтованих майбутніх доходів:

- труднощі складання прогнозів,
- умоглядність.

Формула підходу дисконтованих майбутніх доходів:

$$DCF = \sum \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{\text{Залишкова вартість}}{(1+r)^n} \quad (15)$$

Вартість компанії в прогнозний період      Вартість компанії в залишковий період

де  $n=0,1,2,\dots,N$  – інтервали планування;

$D_n$  – дохід (від'ємний або позитивний) в період  $n$ ;

$r$  – ставка доходу на капітал.

Оцінка вартості підприємства підходом дисконтованих майбутніх доходів передбачає декілька етапів.

На першому етапі оцінки бізнесу необхідно підготувати фінансові прогнози діяльності для кожного інтервалу планування прогнозного періоду, а також прогноз майбутніх доходів у залишковий період. Перед початком складання прогнозів оцінювачу належить зробити вибір, на основі якого потоку доходу - чистого прибутку або грошового потоку проводитиметься оцінка бізнесу. Як правило, оцінка проводиться на основі прогнозів грошових потоків. Тільки в тому випадку, якщо достовірний прогноз грошових потоків скласти неможливо, оцінка бізнесу може бути проведена на основі потоку чистого прибутку.

По-перше, тому що грошовий потік зі знаком «+» враховує амортизаційні відрахування, які теж є доходом, що йдуть на відтворення активів, у той час як при розрахунку чистого прибутку амортизація віднімається із суми валового доходу. Це пов'язано з тим, що дохід, що йде на відтворення активів не обкладається податком на прибуток.

По-друге, прогноз чистого прибутку не враховує інвестицій як в оборотний капітал, так і капіталовкладень.

По-третє, якщо діяльність підприємства або реалізація проекту частково або повністю фінансується за рахунок позикових коштів, то при розрахунку чистого прибутку не враховуються відсотки за використання кредитів, які гасяться за рахунок прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства, а також суми знову отриманих кредитів і погашення раніше взятих.

Розрізняють два типи грошових потоків, у залежності від власника капіталу, в розпорядженні якого він залишається: 1) грошовий потік для власного капіталу (чистий грошовий потік), 2) грошовий потік з урахуванням заборгованості (вільний грошовий потік FCF). Як правило, при оцінці бізнесу потрібна оцінка грошового потоку для власного капіталу, бо він відображає величину грошових коштів, які залишаються в розпорядженні власників власного капіталу (акціонерів) після сплати податків, відсотків за використання позикових коштів погашення основної суми заборгованості.

Іноді також потрібна оцінка грошового потоку з урахуванням заборгованості, який відображає як величину грошових коштів, що залишаються в розпорядженні власників, так і величину позикових коштів. Модель вільного грошового потоку має такий вигляд:

$$FCF = (S-C) * (1-T) - IC \pm \Delta NWC, \quad (16)$$

де  $S$  - виручка (нетто) від продажу;

$C$  - собівартість продажів;

$IC$  - інвестиції в основний капітал;

$\Delta NWC$  - зміна величини чистого оборотного капіталу;

$(1-T)$  - податковий коректор.

Як уже зазначалося, вартість компанії дорівнює сумі вартостей компанії в прогнозний і залишковий періоди. Вартість компанії в залишковий період ще називають залишковою вартістю компанії.

Залишкова вартість - це поточна вартість прогнозних доходів, які генеруватиме оцінювана компанія за межами встановленого прогнозного періоду. Залишкова вартість компанії повинна оцінюватися особливо ретельно, оскільки в більшості випадків саме на залишкову вартість компанії доводиться більша частина підсумкової вартості компанії.

Нижче перераховані найбільш часто використовувані методи для оцінки залишкової вартості компанії:

- модель Гордона (модель постійного зростання);
- ліквідаційна вартість;
- по вартості чистих активів;
- по вартості заміщення;
- мультиплікатор ціна / прибуток;
- мультиплікатор ціна / балансова вартість.

**Модель Гордона**, названа по імені Майрона Дж. Гордона, який багато зробив для розвитку та популяризації даного методу, передбачає, що темп росту потоку доходу в залишковий період є постійним.

Оцінка залишкової вартості компанії за моделлю Гордона повинна співпадати з оцінкою, яка була б отримана, якби залишкова вартість оцінювалася з урахуванням необмеженого прогнозного періоду. Модель Гордона, звичайно ж, є переважнішою, оскільки не потребує співставлення прогнозів грошових потоків на довгий період часу.

Формула оцінки залишкової вартості за моделлю Гордона:

$$\text{Залишкова вартість} = D_t / r - g,$$

де  $D_t$ - річний, стабільний потік доходу першого року після завершення прогнозного періоду;

$r$ - відповідна ставка доходу;

$g$ - довгостроковий темп зростання.

**Метод ліквідаційної вартості** припускає, що залишкова вартість дорівнює доходам від продажу активів, що належать компанії, за вирахуванням виплати всіх зобов'язань, які виникнуть на кінець прогнозного періоду. Величина

залишкової вартості, отримана таким методом, зазвичай далека від величини вартості, отриманої на основі моделі Гордона. Якщо галузь, до якої належить оцінювана компанія, є зростаючою і прибутковою, то залишкова вартість, розрахована на основі ліквідаційної вартості, буде істотно нижчою, ніж залишкова вартість, розрахована на основі моделі Гордона. В галузі, що відчуває спад, ліквідаційна вартість навпаки може виявитися вищою. Залишкову вартість на підставі ліквідаційної вартості потрібно розраховувати тільки в єдиному випадку, коли в кінці прогнозного періоду компанія буде ліквідована.

### **Вартість чистих активів**

Даний метод відрізняється від попереднього лише тим, що в кінці прогнозного періоду дохід від продажу активів, а також зобов'язання визначаються за їх ринковою вартістю на той момент часу.

### **Вартість заміщення**

Даний метод стверджує, що залишкова вартість компанії дорівнює прогнозованим затратам на заміщення активів компанії. Цей метод має велику кількість недоліків. Нижче перераховані найбільш суттєві.

- Заміщенню підлягають тільки матеріальні активи. Так званий «організаційний капітал» можна оцінити тільки на основі доходів, які він генерує. Оцінка залишкової вартості за вартістю заміщення матеріальних активів може призвести до істотного заниження вартості компанії.

- Не всі активи компанії можна замінити. Уявімо собі обладнання, яке можна використовувати тільки в конкретній галузі. Вартість заміщення активу може здаватися настільки високою, що зробить заміщення економічно не вигідним. І ще, до тих пір поки актив забезпечує позитивний грошовий потік, він має цінність для діючого підприємства.

Особливістю оцінки об'єктів нерухомості, на відміну від інших активів, є тривалі терміни вкладення капіталу. При тривалому терміні життя потік доходів більш-менш стабільний. Важливе значення має визначення можливої ціни реалізації об'єкта нерухомості. Ця ціна не є постійною і залежить від кон'юнктури, яка може скластися на ринку нерухомості у взаємозв'язку з ринком капіталу.

Приклад:

Очікуваний потік доходів від об'єкта нерухомості протягом десяти років становить 4,5 млн грн. на рік; передбачувана ціна продажу - 3.6 млн грн; прийнятна ставка доходності - 15%. Для визначення поточної вартості майбутніх грошових потоків (PV) використовуємо фактор поточної вартості анuitету за десять років.

$$PV = 4,5 * 5,0188 = 22,58 \text{ млн. грн.}$$

Поточну вартість ціни продажу рекомендують дисконтувати за більш високою ставкою доходності (припустимо, 18%), оскільки ризик можливої операції тут вище:

$$PV = 3,6 * 1 \setminus (1 + 0,18) = 3,6 * 0,1911 = 0,69 \text{ млн.грн.}$$

Тоді загальна вартість об'єкта нерухомості складе в сумі 23,27 млн грн.

**Метод надлишкових прибутків** заснований на припущенні про те, що надлишковий прибуток приносять фірмі непоказані в балансі нематеріальні активи, які забезпечують прибутковість на активи і на власний капітал вище середньогалузевого рівня.

Цим методом оцінюють переважно гудвіл. Він виражає частину нематеріальних активів компанії, яка визначається діловою репутацією і діловими зв'язками; популярністю фірмового найменування і торговельної марки.

Основні етапи роботи з оцінки вартості фірми методом надлишкового доходу (прибутку) такі:

- будь-яким з можливих методів установлюють вартість усіх активів;
- нормалізують прибуток оцінюваної компанії;
- виявляють середньогалузеву прибутковість активів і власного капіталу;
- обчислюють очікуваний прибуток шляхом множення ринкової вартості активів на їх середньогалузеву прибутковість;
- визначають надлишковий прибуток шляхом вирахування із нормалізованого прибутку його очікуваної величини;
- обчислюють вартість гудвіл шляхом ділення надлишкового прибутку на коефіцієнт капіталізації.

Приклад:

Необхідно оцінити вартість гудвіл та визначити ринкову ціну бізнесу.

Відомо, що:

- ринкова вартість активів компанії дорівнює 100 млн грн.;
- нормалізований чистий прибуток - 12 млн грн.;
- середня рентабельність активів - 10%;
- ставка капіталізації – 10 %.

Очікуваний прибуток складе:  $100 * 10\% = 10$  млн грн. Отже, надлишковий прибуток  $12 - 10 = 2$  млн грн.

Величина гудвіл:  $2 / 0,15 = 13,33$  млн грн. Ринкова вартість компанії -113,33 млн грн.

### **Контрольні питання**

1. Який принцип лежить в основі методології доходного підходу?
2. Від чого залежить вибір моделі грошового потоку при використанні доходного підходу?
3. Що являє собою модель середньозваженої вартості капіталу?
4. Як визначити вартість бізнесу в постпрогнозний період відповідно до моделі Гордона?
5. В яких випадках при оцінці бізнесу необхідно внесення підсумкових поправок?
6. У чому полягає економічний сенс методу капіталізації прибутку?
7. Який взаємозв'язок існує між ставкою капіталізації і ставкою дисконту?

### **2.5. Ринковий (порівняльний підхід)**

Особливістю порівняльного підходу до оцінки власності є орієнтація підсумкової величини вартості, з одного боку, на ринкові ціни купівлі-продажу

акцій компаній-аналогів; з іншого боку, - на фактично досягнуті фінансові результати.

Теоретичною основою порівняльного підходу, що доводить можливість його застосування, а також об'єктивність результативної величини, є такі базові положення.

- По-перше, оцінювач використовує як орієнтир реально сформовані ринком ціни на аналогічні підприємства (акції). При наявності розвинутого фінансового ринку фактична ціна купівлі-продажу підприємства в цілому або однієї акції найбільш інтегрально враховує численні чинники, що впливають на величину вартості власного капіталу підприємства. До таких факторів можна віднести співвідношення попиту та пропозиції на даний вид бізнесу, рівень ризику, перспективи розвитку галузі, конкретні особливості підприємства і т.д.

- По-друге, порівняльний підхід базується на принципі альтернативних інвестицій. Інвестор, вкладаючи гроші в акції, купує, перш за все, майбутній дохід. Виробничі, технологічні та інші особливості конкретного бізнесу цікавлять інвестора тільки з позиції перспектив отримання доходу. Прагнення отримати максимальний дохід на розміщені інвестиції при адекватному ризику і вільному розміщенні капіталу забезпечує вирівнювання ринкових цін.

- По-третє, ціна підприємства відображає його виробничі і фінансові можливості, положення на ринку, перспективи розвитку.

Отже, в аналогічних підприємствах повинно співпадати співвідношення між ціною і найважливішими фінансовими параметрами такими, як прибуток, дивідендні виплати, об'єм реалізації, балансова вартість власного капіталу. Відмінною рисою цих фінансових параметрів є їх визначальна роль у формуванні доходу, одержуваного інвестором.

Основною перевагою порівняльного підходу є те, що оцінювач орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу аналогічних підприємств. У даному випадку ціна визначається ринком, оскільки оцінювач обмежується тільки коригуваннями, що забезпечують порівнянність аналога з оцінюваним об'єктом. При використанні інших підходів оцінювач визначає вартість підприємства на основі розрахунків.



Порівняльний підхід базується на історичній інформації і, отже, відображає фактично досягнуті результати виробничо-фінансової діяльності підприємства. Перевагою порівняльного підходу є реальне відображення попиту і пропозиції на даний об'єкт інвестування, оскільки ціна фактично здійсненої угоди максимально враховує ситуацію на ринку.

Разом з тим, порівняльний підхід має ряд суттєвих недоліків, які обмежують його використання в оцінній практиці.

По-перше, базою для розрахунку є досягнуті в минулому фінансові результати. Отже, метод ігнорує перспективи розвитку підприємства в майбутньому. Сама логіка оцінювання припускає, що ціна активу визначається майбутніми доходами, які він приносить власнику. З положення можна вийти, використовуючи фактичні показники підприємства як основу для прогнозу майбутніх. Якщо в зміні використовуваних показників проглядається тверда тенденція, її можна включити, скоригувавши показник.

По-друге, порівняльний підхід можливий тільки при наявності доступної різнобічної фінансової інформації не тільки по оцінюваному підприємству, але і по великому числу схожих фірм, відібраних оцінювачем як аналоги. Отримання додаткової інформації від підприємств-аналогів є достатньо складним процесом.

По-третє, оцінювач повинен робити складні коригування, вносити поправки в підсумкову величину і проміжні розрахунки, що вимагають серйозного обґрунтування. Це пов'язано з тим, що на практиці не існує абсолютно однакових підприємств. Тому оцінювач зобов'язаний виявити відмінності і визначити шляхи їх нівелювання в процесі визначення підсумкової величини вартості.

Таким чином, можливість застосування порівняльного підходу залежить від наявності активного фінансового ринку, оскільки підхід передбачає використання даних про фактично здійснені угоди.

Друга умова - відкритість ринку або доступність фінансової інформації, необхідної оцінювачу.

Третьою необхідною умовою є наявність спеціальних служб, що накопичують цінову і фінансову інформацію. Формування відповідного банку

даних полегшить роботу оцінювача, оскільки порівняльний підхід є достатньо трудомістким і дорогим.

### **2.5.1. Методи порівняльного (ринкового підходу)**

Залежно від цілей, об'єкта і конкретних умов оцінки порівняльний підхід припускає використання трьох основних методів:

- метод компанії-аналога;
- метод угод;
- метод галузевих коефіцієнтів.

Метод компанії-аналога, або метод ринку капіталу, заснований на використанні цін, сформованих відкритим фондовим ринком. Таким чином, основним елементом бази порівняння служить ціна на одиничну акцію акціонерних товариств відкритого типу.

Метод угод, або метод продажів, орієнтований на ціни придбання підприємства в цілому або контрольного пакета акцій. Це визначає найбільш оптимальну сферу застосування даного методу оцінки підприємства або контрольного пакета акцій.

Метод галузевих коефіцієнтів, або метод галузевих співвідношень, заснований на використанні усталених співвідношень між ціною і певними фінансовими параметрами. Наприклад, ціна бензозаправної станції коливається в діапазоні 1,2-2,0 місячної виручки. Ціна підприємства роздрібної торгівлі формується таким чином: 0,75-1,5 величини чистого річного доходу збільшується на вартість устаткування і запасів, якими володіє підприємство, що оцінюється.

Технології застосування методу компанії-аналога і методу угод практично збігаються, а відмінності обмежуються типом вихідної цінової інформації: або ціна однієї акції, що не дає ніяких елементів контролю, або ціна контрольного пакета, що включає премію за елементи контролю.

Суть методики полягає в такому. Вибирається підприємство, аналогічне оцінюваному, яке було недавно продане. Після цього розраховується співвідношення між ціною продажу і яким-небудь фінансовим показником по підприємству-аналогу. Це співвідношення називається мультиплікатором. Помноживши величину мультиплікатора на той же базовий фінансовий показник оцінюваної компанії, отримаємо її вартість.

Приклад. Необхідно оцінити підприємство, що отримало в останньому фінансовому році чистий прибуток у розмірі 950 тис. грн. Аналітик знає, що недавно була продана схожа компанія за 8 000 тис. грн., чистий прибуток якої за аналогічний період склав 800 тис. грн.

1. Розрахуємо по компанії-аналогу мультиплікатор ціна / чистий прибуток:

$$8000: 800 = 10.$$

2. Визначимо вартість оцінюваної компанії:

$$950 * 10 = 9500 \text{ млн грн.}$$

Однак, незважаючи на уявну простоту, цей метод вимагає високої кваліфікації і професіоналізму оцінювача, оскільки передбачає внесення досить складних коригувань для забезпечення максимальної порівнянності оцінюваної компанії з аналогами. Крім того, необхідно розглянути пріоритетні критерії порівнянності виходячи з конкретних умов, цілей оцінки, якості інформації.

Розглянемо основні критерії відбору аналогічних компаній. Галузева схожість - список потенційно співставних компаній завжди належить одній галузі, проте не всі підприємства, що входять у галузь або пропонують свої товари на одному ринку, співставні. Оцінювач повинен враховувати такі додаткові фактори:

- рівень диверсифікації виробництва;
- залежність від одних і тих же економічних чинників;
- стадію економічного розвитку оцінюваної компанії і аналогів.

Розмір є найважливішим критерієм при складанні остаточного списку аналогів. Порівняльні оцінки розміру компанії включають такі параметри, як обсяг реалізованої продукції і послуг, обсяг прибутку, число філій і т.д. При цьому повинні враховуватися фактори, що забезпечують величину прибутку:

- географічну диверсифікацію - великі компанії звичайно мають більш розгалужену мережу споживачів своєї продукції, мінімізуючи тим самим ризик нестабільності обсягів продажів;

- кількісні знижки - великі компанії закупають сировину в більшому обсязі, ніж невеликі фірми, і одержують при цьому значні знижки;

- цінові розходження за схожими товарами - великі компанії часто мають можливість установлювати більш високі ціни.

Перспективи росту - оцінюючи перспективи росту компанії, необхідно розглянути ступінь впливу трьох основних факторів:

- загального рівня інфляції,

- перспектив зростання галузі в цілому та індивідуальних можливостей розвитку конкретної фірми в рамках галузі.

Фінансовий ризик. Оцінка фінансового ризику здійснюється такими способами:

- порівнюється структура капіталу або співвідношення власних і позичених засобів;

- оцінюється ліквідність або можливість оплачувати поточні зобов'язання поточними активами;

- аналізується кредитоспроможність фірми, іншими словами - здатність залучати позикові кошти на вигідних умовах.

Якість менеджменту - оцінка цього фактора найбільш складна, оскільки аналіз проводиться на основі непрямих даних, таких, як якість звітної документації, віковий склад, рівень освіти, досвід, зарплата управлінського персоналу, а також місце компанії на ринку.

Перелік критеріїв порівняльності, наведений вище, не є вичерпним, і експерт має можливість самостійно доповнювати список додатковими факторами.

Ціновий мультиплікатор - це коефіцієнт, що показує співвідношення між ринковою ціною підприємства або акції і фінансовою базою. Фінансова база оцінного мультиплікатора є, по суті, вимірником, що відбиває фінансові

результати діяльності підприємства, до яких можна віднести не тільки прибуток, але і грошовий потік, дивідендні виплати, виручку від реалізації і деякі інші.

Для розрахунку мультиплікатора необхідно:

- визначити ціну акції по всіх компаніях, обраних в якості аналога; це дасть значення чисельника у формулі;
- обчислити фінансову базу (прибуток, виручку від реалізації, вартість чистих активів і т.д.) або за певний період, або за станом на дату оцінки; це дасть величину знаменника. Ідеальна ситуація полягає в тому, що фінансова база береться з майбутнього. В цьому випадку не порушується логіка оцінки: купуючи актив, інвестор розглядає його поведінку в майбутньому.

Ціна акції береться на останню дату, що передує даті оцінки, або вона представляє середнє значення між максимальною і мінімальною величинами ціни за останній місяць. У разі, якщо ринкова кон'юнктура встигла суттєво змінитися за час перебування акції підприємства-аналога в стані неліквідності, слід зробити поправки на напрямок зміни.

В якості фінансової бази повинен виступати показник фінансових результатів або за останній звітний рік, або за останні 12 місяців, або середня величина за декілька років, що передують даті оцінки. Як указувалося, ідеальним буде варіант, коли фінансовою базою виступить спрогнозований на майбутнє фінансовий показник.

В оцінній практиці використовуються два типи мультиплікаторів: інтервальні і моментальні.

До інтервальних мультиплікаторів належать:

- 1) ціна / прибуток;
- 2) ціна / грошовий потік;
- 3) ціна / дивідендні виплати;
- 4) ціна / виручка від реалізації.

До моментальних мультиплікаторів належать:

- 1) ціна / балансова вартість активів;
- 2) ціна / чиста вартість активів.

## 2.5.2. Формування підсумкової величини вартості

Процес формування підсумкової величини вартості складається з трьох основних етапів:

- вибору величини мультиплікатора;
- зважування проміжних результатів;
- внесення підсумкових коригувань.

Вибір величини мультиплікатора є найбільш складним етапом, що вимагає особливо ретельного обґрунтування, зафіксованого згодом у звіті. Оскільки однакових компаній не існує, діапазон величини одного і того ж мультиплікатора по компаніях-аналогах буває досить широкий. Відсікаються екстремальні величини і розраховуються середні значення мультиплікаторів по групі аналогів. Потім проводиться фінансовий аналіз, причому для вибору величини конкретного мультиплікатора використовуються фінансові коефіцієнти і показники, найбільш тісно пов'язані з даним мультиплікатором. За величиною фінансового коефіцієнта визначається положення (ранг) оцінюваної компанії в загальному списку. Отримані результати накладаються на ряд мультиплікаторів, і достатньо точно визначається величина, яка може бути використана для розрахунку вартості компанії, що оцінюється.

Приклад. Діапазон мультиплікатора ціна / балансова вартість активів за 15 компаніями, узятим як аналог, дорівнює 0,92-5,67. Середнє значення мультиплікатора - 2,15. Центр діапазону дорівнює  $3,3 [(5,67-0,92): 2 + 0,92]$ . Отже, більшість компаній мають величину мультиплікатора трохи нижче середньої. Практика показує, що даний мультиплікатор добре корелює з фінансовим коефіцієнтом – доходом на власний капітал. Проаналізуємо цей коефіцієнт за компаніями-аналогами. Діапазон представлений таким чином: 4,1% - 15,6%; середня величина-8,32, що дещо менше центру діапазону  $[(15,6 - 4,1): 2 + 4,1] = 9,85$ . Дохід на власний капітал у компанії, що оцінюється, складає 12,5%.

Величина мультиплікатора для компанії, що оцінюється, може бути отримана або методом трендової прямої, або аналізом співвідношення трьох величин:

- середньозваженої величини мультиплікатора;
- середньозваженої величини фінансового коефіцієнта;
- фактичної величини фінансового коефіцієнта компанії, що оцінюється.

Підсумкова величина вартості, отримана в результаті застосування мультиплікаторів, повинна бути відкоригована залежно від конкретних обставин. Найбільш типовими є такі поправки. Портфельна знижка надається за наявності не привабливого для покупця характеру диверсифікації виробництва.

Аналітик при визначенні остаточного варіанта вартості повинен врахувати наявні активи не виробничого призначення. Якщо в процесі фінансового аналізу виявлені або недостатність власного оборотного капіталу, або екстрена потреба в капітальних вкладеннях, отриману величину необхідно відняти. Можливе застосування знижки на ліквідність. У деяких випадках вноситься поправка у вигляді премії за надані інвестору елементи контролю.

Фактори, що впливають на контроль, ліквідність та інше:

- Питома вага пакета акцій.
- Ефект розподілу власності підприємства (тобто значимість або привабливість оцінюваного пакета акцій).
- Режим голосування (тобто обмеження на значимість або привабливість пакета акцій).
- Фінансові умови бізнесу (тобто рівень левереджа).
- Фінансово-економічний стан підприємства.
- Наявність пакетів привілейованих акцій (пакетів неголосуючих акцій).
- Виплати дивідендів по акціях і рівень дивідендів.
- Котирування акцій.
- Втрата ключової фігури (наприклад, спадщина).
- Наявність «золотої акції».
- Наявність державних пакетів акцій і т.п.

Загальні формули визначення вартості пакетів акцій з урахуванням введення знижок і надбавок можуть бути представлені в наступному вигляді для мажоритарних пакетів акцій:

$$C_a = U_a * [(O - NA) * (1 + K_k) + NA] * (1 - K_l) * (1 - K_p) * (1 - K_{vl}) - D_{nk}, \quad (18)$$

$$C_a = U_a * O * (1 - K_k) * (1 - K_l) * (1 - K_p) * (1 - K_{vl}) - D_{nk}, \quad (19)$$

де  $U_a$  - питома вага оцінюваного пакета акцій;

$O$  - загальна вартість підприємства (бізнесу) як 100% мажоритарний пакет;

$NA$  - вартість неопераційних активів;

$K_k$  - знижка (або надбавка) за контроль;

$K_l$  - знижка за ліквідність, що враховує вплив внутрішніх факторів

$K_p$  - знижка за інші фактори впливу;

$K_{vl}$  - знижка за ліквідність, що враховує вплив зовнішніх факторів;

$D_{nk}$  - пряма грошова знижка для пакетів акцій, що не котируються.

Теоретично необхідність застосування премії за контроль може бути обґрунтована з точки зору трьох основних позицій:

1. Право власності на акції компанії може бути розглянуто як сукупність трьох елементів вартості: права на пропорційну частку чистих активів (вартість активів); права на пропорційну частку прибутку, що розподіляється компанією (вартість доходів); права на пропорційну участь в управлінні підприємством (вартість контролю). Поділ вартості акцій на дані елементи показує, що участь в управлінні має внутрішню вартість, незалежну від вартості доходів і активів компанії.

2. Використання премії за контроль обґрунтоване наявністю взаємозв'язку між контролем та корпоративної діяльністю. Покупець може заплатити премію за контрольний пакет акцій, оскільки інвестиції в контрольний пакет більш перспективні і більш надійні, ніж інвестиції в міноритарний пакет акцій, оскільки



це дозволить інвестору проводити ту політику з управління своїми інвестиціями, яку він вважає необхідною.

3. Контроль забезпечує можливість здійснювати операції у власних інтересах, що і обумовлює застосування премії за контроль. Власні інтереси проявляються, коли контрольний акціонер використовує свої повноваження з управління підприємством таким чином, щоб витягти для себе вигоду за рахунок міноритарних акціонерів: наприклад, власники контрольного пакета акцій виводять активи, взагалі їх не оплачуючи або виплачуючи суму нижче ринкової вартості.

Загальноприйняті методи визначення адекватного розміру премії за розмір пакета (контроль) при оцінці пакета акцій або частки участі зводяться до таких груп.

Перша група методів припускає, що премія за контроль визначається середньоринковою премією, що сплачується за контрольні переваги пакета для публічно компаній, що публічно торгуються. Дана група методів може бути позначена як статистичні методи.

Премія за розмір визначається на основі співвіднесення ціни однієї акції в складі пакета з її котируванням на фондовому ринку (тобто у складі дрібного міноритарного пакета).

$$CP = (V1 - P1) / P1, \quad (20)$$

де CP - премія за контроль (розмір пакета);

V1 - вартість однієї акції в складі пакета;

P1 - котирування однієї акції.

Середня знижка за розмір пакета визначена на основі середньої премії за контроль за формулою:

$$D = 1 - 1/(1 + CP), \quad (21)$$

де D – знижка за розмір пакета.

Відсутність надійного математичного апарату визначення величин знижок і надбавок до оцінюваних пакетів акцій змушує визначати їх з урахуванням допустимих діапазонів існування.

Найбільш часто використовуваним джерелом інформації про середньостатистичні дані по рівню премій за кордоном є довідник Mergerstat, в якому премія за контроль розраховується шляхом порівняння загальної суми, виплаченої при здійсненні угоди в розрахунку на одну акцію придбаної компанії, з незалежною ціною цих акцій, установленою Mergerstat. Ціна до оголошення про угоду вибирається і розраховується на основі даних за обсягами торгів і коливання цін протягом періоду, що передує оголошенню про угоду.

Аналіз статистичної інформації щодо величини премій за контроль, наданої Mergerstat, дозволяє зробити такий висновок:

- медіанна і середня премія за контроль для країн з розвинутим фондовим ринком знаходяться в діапазоні 30-40%, відповідно, знижка на розмір пакета складає 20-30%;
- відхилення розміру премії по конкретній угоді від середньої величини може бути досить велике;
- на розмір премії в кожному конкретному випадку можуть справляти вплив часовий чинник (зміна ринкових умов у часі) і умови угоди.

На підставі емпірично отриманих даних українського фондового ринку були також визначені орієнтовні діапазони надбавок і знижок для різних питомих ваг пакетів акцій.

У разі, якщо значення премії за контроль недоступні (наприклад, не було угод, або їх було занадто мало для надання обґрунтованої величини поправки), то в американській оцінній практиці досить часто використовують «Правило великого пальця» (rule of thumb), відповідно до якого вартість корпоративного контролю складає 25% від оголошеної вартості власного капіталу компанії, що купується.

Цей метод передбачає наступний алгоритм проведення коригування на вартість корпоративного контролю: вартість власного капіталу компанії, що

купується розраховується як передбачуваний майбутній прибуток до виплати відсотків, податків і амортизації (ЕВІТДА) помножений на середнє значення мультиплікатора «Інвестиційний капітал компанії до ЕВІТДА» ( $IC / EBITDA$ ) по групі порівнянних компаній, за вирахуванням вартості привілейованих акцій і боргів компанії.

Далі вартість власного капіталу компанії при придбанні розраховується як вартість власного капіталу, помножена на 1,25.

Друга група методів ґрунтується на визначенні ваги пакета голосуючих акцій в розподілі контролю та цінності самого контролю.

На практиці найбільш часто застосовується експертно-аналітичний метод.

У сучасних роботах з цієї тематики виділяється книга Крістофера Мерсера, у якій запропонована «Інтегрована теорія оцінки вартості бізнесу». Мерсер висуває гіпотезу про те, що ніякої «середньоринкової» премії та знижки по акціях не існує. В залежності від особливостей ліквідності акції і користі, що витягується головним акціонером від контролю, знижки на недолік ліквідності і брак контролю можуть лежати в дуже широкому діапазоні від 0 до декількох десятків відсотків.

Самі права контролю над компанією нічого неварті, якщо вони не дозволяють збільшувати економічний чистий прибуток компанії (що часто і – при традиційному обліку – необґрунтовано змішується з бухгалтерським) та його ріст - і робити це краще, ніж поточний менеджмент компанії робить це в інтересах всіх її акціонерів як міноритарних, так і мажоритарних. У цьому полягає головна помилка всіх традиційних теорій премії за контроль, в яких передбачається, що права мажоритарного контролю мають деяку абсолютну цінність незалежно від результатів їх використання. Важливо визначити процеси ціноутворення на кожному рівні вартості акцій, і, розуміючи їх, оцінювати акції на необхідному ціновому рівні незалежно, не вдаючись до жодних «середньоринкових» премій / знижок.

Проте, порівняльний підхід, незважаючи на достатню складність розрахунків і аналізу, є невід'ємним прийомом визначення обґрунтованої

ринкової вартості. Результати, отримані таким способом, мають хорошу об'єктивну основу, рівень якої залежить від можливості залучення широкого кола компаній-аналогів.

### **Контрольні питання**

1. Перелічіть фактори, що впливають на вартість контрольних та неконтрольних пакетів акцій.
2. Яким чином розраховується знижка за недостатню ліквідність пакета?
3. Які теоретичні положення лежать в основі порівняльного підходу?
4. Які основні критерії відбору підприємств-аналогів?
5. Як розраховуються цінові мультиплікатори, і в чому полягає їх економічний сенс?
6. Які мультиплікатори належать до інтервальних, а які – до моментних?
7. У якому випадку доцільно використовувати мультиплікатор ціна / грошовий потік?
8. Які етапи включає процес формування підсумкової величини вартості?

### **2.6. Витратний (майновий) підхід**

За допомогою даного підходу визначають вартість компанії на основі понесених витрат. Балансова вартість активів і зобов'язань унаслідок інфляції, змін ринкової кон'юнктури, використовуваних методів обліку, як правило, не відповідає ринковій вартості. В результаті перед оцінювачем постає завдання здійснення коректування статей балансу.

Процес оцінки проводять у наступній послідовності. Оцінюють вартість кожного активу балансу. Після цього визначають поточну вартість зобов'язань. Результат показує оцінку вартість власного капіталу фірми.

Витратний підхід представлений двома основними моделями - вартості чистих активів і ліквідаційної вартості.

Чисті активи компанії представляють собою різницю між балансовою вартістю активів, прийнятих до розрахунку, та її зобов'язаннями (по пасиву балансу), прийнятих до розрахунку. Вартість чистих активів фірми на початок і кінець року знаходить відображення в Звіті про зміни капіталу (Statement of Changes in Equity) / Звіті про власний капітал (форма № 4). Для визначення ринкової вартості чистих активів:

- оцінюють нерухоме майно підприємства по ринковій вартості;
- встановлюють достовірну ринкову вартість машин та обладнання;
- виділяють і оцінюють нематеріальні активи;
- обчислюють ринкову вартість матеріально-виробничих запасів;
- оцінюють дебіторську заборгованість з позиції реальності її погашення;
- оцінюють витрати майбутніх періодів;
- перераховують у поточну вартість зобов'язання підприємства;
- встановлюють вартість чистих активів.

Ліквідаційна вартість являє собою грошову суму, що визначається у вигляді різниці між доходами від ліквідації підприємства, одержуваними в результаті роздільного розпродажу його активів, і витрат на ліквідацію. В цьому випадку виникає ліквідна позиція як різниця між джерелами коштів та їх витрачанням на цілі ліквідації компанії.

Витратний підхід включає два послідовних етапи:

- установлення вартості земельної ділянки, на якій знаходяться будівлі та споруди;
- визначення відновної вартості або вартості заміщення будівель та споруд на кінцеву дату оцінки.

Під відновною вартістю розуміють вартість будівництва в поточних цінах на кінцеву дату оцінки точного аналога оцінюваного об'єкта. Якщо розрахунок даної вартості неможливий або недоцільний, то здійснюють розрахунок вартості заміщення.

Під вартістю заміщення розуміють вартість будівництва в поточних цінах на останню дату оцінки об'єкта з корисністю, що дорівнює цінності розглянутого об'єкта, проте з застосуванням нових матеріалів відповідно до діючих стандартів, дизайну і планування.

Результати визначення вартості відтворення або заміщення повинні бути включені у звіт оцінювача, причому вибір доцільно чітко обґрунтувати для попередження неправильного трактування вартості підприємства (об'єкта).

Обчислення повної вартості будівництва об'єкта включає розрахунок:

1) прямих витрат (вартості матеріалів, амортизаційних відрахувань, вартості тимчасових будівель і споруд, інженерних мереж, комунікацій, оплати праці будівельників, вартості заходів з техніки безпеки тощо);

2) непрямих затрат на оплату послуг проектувальників, бухгалтерів і юристів за консультування, накладних витрат забудовників, оплати ліцензій, відсотків по банківських кредитах, послуг маркетологів та ін.;

3) підприємницького доходу (прибутку).

Підприємницький дохід виражає суму, яку інвестор прогнозує отримати понад витрати на реалізацію проекту з урахуванням дохідності та ризику по порівнянних об'єктах. У світовій практиці даний дохід становить не більше 15-20 % всіх витрат на будівництво підприємства (об'єкта).

Повна вартість будівництва = загальні витрати на спорудження об'єкта +  
+ підприємницький дохід

Важливе значення для визначення вартості будівель і споруд має розрахунок фізичного, функціонального, технологічного та економічного зносу.

Фізичний знос виражає втрату у вартості об'єкта, пов'язану з використанням, зношуванням, залученням витрат з обслуговування та іншими фізичними факторами, що призводять до зниження строку життя і корисності об'єкта.

Функціональний знос – втрата вартості капітального активу у зв'язку з неможливістю виконувати функції, для яких він призначений. Функціональне застаріння пов'язано з внутрішніми властивостями об'єкта, такими як

конструктивні недоліки, надлишкові витрати з його підтримання в робочому стані і т.д. Іншими словами, об'єкт перестає відповідати сучасним стандартам з позиції його функціональної корисності (зручності планування, інженерного забезпечення та ін.).

Технологічний знос є різновидом функціонального застаріння. Він виражається у втраті вартості об'єкта у зв'язку із зміною технології. Тому об'єкт стає менш продуктивним і більш дорогим в експлуатації.

Економічне застаріння об'єкта пов'язано з втратою вартості, викликаною зовнішніми ринковими факторами (падіння попиту на даний вид активу, збільшення пропозиції аналогічних активів на ринку).

Залишкова вартість капітальних активів визначається як різниця між вартістю відтворення (вартістю відновлення або вартістю заміщення) і загальним зносом.

Повна вартість об'єкта нерухомості встановлюється шляхом додавання до залишкової вартості будівлі або споруди вартості земельної ділянки, на якій він розташований.

Незалежно від типу об'єктів оцінки і обставин їх обміну в Національному стандарті № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав" всі підходи до оцінки (порівняльний, дохідний і витратний) розглядаються як рівнозначні, і наказується їх спільне застосування з обов'язковим погодженням (зважуванням) результатів. Дана вимога подібна до вимог USPAP початку 1990-х років, але не відповідає уявленням практичної теорії оцінки вартості про різний погляд кожного з підходів на відображення загальної економічної сутності процесів ціноутворення.

Застосування декількох підходів одночасно - це не гарантія отримання адекватного результату. Навпаки, у результаті доводиться «узгоджувати яблука з лимонами», а це створює підґрунтя для зловживань і нескінченні можливості для отримання потрібного результату, що лежить в будь-якій точці інтервалу між отриманими значеннями.

Інакше кажучи, у міжнародному оціночному (та й в бухгалтерському) співтоваристві, а також у загальноекономічній теорії підходи до оцінки стосовно до конкретного об'єкта оцінки і для конкретних цілей оцінки завжди розглядаються ієрархічно.

### **Контрольні питання**

1. Чи зобов'язаний оцінювач використовувати всі підходи при оцінці підприємства?
2. У яких випадках можлива відмова від тих чи інших підходів (методів)?
3. У чому полягає суть методу надлишкових прибутків?
4. Чому дорівнює оцінка ринкової вартості бізнесу згідно з методом накопичення активів?
5. Як можна визначити повну вартість будівництва?
6. Чим вимірюється фізичний, економічний технологічний і функціональний знос майна підприємства?
7. Назвіть основні методи, застосовувані в рамках майнового підходу до оцінки.

## **3. СУЧАСНІ ІНСТРУМЕНТИ ВАРТІСНОГО УПРАВЛІННЯ**

- 3.1. Моделювання вартості підприємства.
- 3.2. Інтегральна система управління вартістю на основі збалансованих карт показників.

### **3.1. Моделювання вартості бізнесу**

Нині в рамках теорії вартісного менеджменту сформувались власні моделі управління вартістю компанії, що в тій чи іншій мірі відповідають її змісту та принципам. Як уже відзначалося в розділі 1, можна виділити декілька



альтернативних моделей управління вартістю, серед яких найбільш теоретично і практично ґрунтовними є:

- модель А. Дамодарана;
- модель «Пентагон»;
- модель К. Уолша;
- модель збалансованої системи показників.

Концептуальна модель А. Дамодарана набула достатньо широкого поширення для корпоративних структур, як моно-, так і мета-корпорацій. Специфіка управління вартістю інтегрованих корпоративних структур (метакорпорацій), виділена автором, полягає в такому:

- на першому етапі здійснюється розрахунок вартості окремо для дочірніх і материнської компаній; на другому - виконується консолідований розрахунок; це дозволяє специфікувати здатність і внесок кожної окремої структури у створення вартості холдингової групи з урахуванням синергетичного ефекту;

- реструктуризація - необхідний атрибут управління вартістю, особливо в вертикально-інтегрованих холдингових групах, оскільки в рамках холдингових груп завжди наявні успішні і менш успішні дочірні компанії, в рамках яких можлива внутрішня реструктуризація, ведуча до нарощування вартості компанії;

- метакорпорації мають здатність створювати велику інвестиційну вартість за рахунок перерозподілу ресурсів і взаємозв'язків між усіма її структурними складовими;

- ключове значення має взаємозв'язок фінансової та інвестиційної діяльності для метакорпорації в цілому; при цьому доцільним є пріоритет материнської компанії в області фінансової діяльності.

Таким чином, концептуальна модель управління вартістю А. Дамодарана безпосередньо заснована на методі дисконтування грошових потоків і виділенні вартісних факторів різного рівня інтеграції.

Модель «Пентагон» McKinsey заснована на ключовій ролі реструктуризації як інструменту управління вартістю. У моделі використовується класична

пентаграма для визначення процесу і типових процедур реструктуризації з позицій потенційного збільшення вартості компанії.

Під реструктуризацією авторами розуміється зміна складу елементів, їх функцій, зв'язків між ними при збереженні основних властивостей об'єкта. Реструктуризація розглянута для двох структур сучасного бізнесу - моно- і метакорпорацій. Напрямки робіт у ході реструктуризації визначені авторами таким чином:

- реструктуризація елементів, що формують майновий комплекс компанії (реструктуризація активів і зобов'язань);
- реструктуризація елементів (бізнес-одиниць), що формують бізнес компанії.

Незважаючи на переважання якого-небудь виду реструктуризації як у моно-, так і метакорпорації, процес реструктуризації з необхідністю включає обидва названих виду; при цьому місце кожного з них персоніфіковане. Автори розраховують ефект реструктуризації, який в цілому дорівнює двом типам ефектів, отриманих від двох видів реструктуризації. При цьому ефект від реструктуризації складних корпоративних структур розраховується таким чином:

Загальний ефект від реструктуризації = Ефект від реструктуризації бізнес одиниці А + Ефект від реструктуризації бізнес-одиниці В + ... + ... + Ефект від реструктуризації бізнес-одиниці N.

Крім загального ефекту від реструктуризації, розраховується і умовний економічний ефект. Умовний економічний ефект від реструктуризації являє собою результат реструктуризації, виражений у вигляді суми грошових чи інших надходжень і капіталізованих альтернативних витрат за вирахуванням витрат, пов'язаних власне з реструктуризацією. Умовний економічний ефект доцільно застосовувати в якості якоїсь «довідкової» величини, що забезпечує коригування управлінських рішень.

Розробники концепції пропонують також:

- техніку проведення реструктуризації, що містить певні етапи;

- сукупність методів проведення реструктуризації та формалізацію оптимального вибору з метою отримання найбільшого економічного ефекту;
- оптимізацію застосування двох видів реструктуризації в процесі внутрішніх і зовнішніх поліпшень.

Для нарощування вартості компанії в даній концепції принципове значення мають чинники, що формують грошовий потік, генерований активами компанії, збільшення якого забезпечує тривалість росту вартості компанії. Ці чинники такі:

1. Зростання обсягу продажів.
2. Економічний прибуток.
3. Ставка податку на доходи фізичних осіб.
4. Ефективне використання основного і оборотного капіталу.
5. Ставка дисконту, мінімізація якої досягається за рахунок оптимальної структури капіталу.
6. Борг, оптимізація якого в структурі пасивів визначається відношенням власного і позикового капіталу.

Як критерій росту вартості компанії розглядається таке співвідношення:

$$ROIC = NOPLAT / CI > r (WACC), \quad (22)$$

де ROIC- рентабельність інвестованого капіталу;

NOPLAT- чистий прибуток за вирахуванням скоригованих податків;

CI- інвестований капітал;

r (WACC) - середньозважена вартість капіталу.

Фактично цей критерій відповідає оцінці вартості на основі методу капіталізації прибутку, так як дане співвідношення можна записати в такому вигляді:

$$NOPLAT / r(WACC) > CI. \quad (23)$$

У цьому виразі ліва частина представляє собою оцінку вартості методом капіталізації чистого прибутку.

Таким чином, розглянута концептуальна модель, як і модель А. Дамодарана, при оцінці вартості компанії використовує метод грошових потоків у всіх формах.

Концептуальна модель К. Уолша. Дана концепція з'єднує традиційний підхід до фінансового аналізу діяльності компанії, що базується на фінансових коефіцієнтах, і новий напрямок аналізу компаній, заснований на оцінці її вартості. К. Уолш не пропонує вирішення всього комплексу питань в управлінні вартістю компанії; його модель розглядає збалансований «правильний» рух обмеженого числа головних фінансових коефіцієнтів, які служать для вираження цілей бізнесу та його стандартів і визначають вартість компанії.

Керуючи базовими коефіцієнтами з урахуванням їх взаємозв'язку і необхідності збалансування, можна досягти збільшення капіталізації компанії. Слід зазначити, що, спираючись у своїй моделі тільки на фінансові коефіцієнти, автор підкреслює необхідність використання в управлінні вартістю більш широкого кола показників, що забезпечують досягнення фінансових цілей, для чого «потрібно об'єднання зусиль і майстерності менеджерів, що займаються самими різними напрямками діяльності: виробництвом, маркетингом, розподілом товарів і послуг та іншими складовими бізнесу».

К. Уолш обґрунтовує також загальні правила ведення бізнесу в умовах зростання для підвищення вартості компанії. При цьому основою оцінки також є грошовий потік, але його збільшення досягається за рахунок досягнення балансу між прибутком, ростом і активами. Модель збалансованого зростання має такий вигляд:

$$E = R / (G * T), \quad (24)$$

де E-показник збалансованого зростання;

R- коефіцієнт нерозподілений прибуток до виручки;

G- темп росту виручки;

T- коефіцієнт оборотні активи до виручки.

Згідно з зазначеною моделлю при  $E = 1$  потік грошових коштів нейтральний; при  $E > 1$  - позитивний; при  $E < 1$  - негативний, отже, для досягнення збалансованого зростання необхідні додаткові грошові кошти, або скорочення зростання продажів. Модель установлює баланс між трьома ключовими параметрами – прибутком, ростом і активами, які й створюють грошовий потік. Показник збалансованого росту відповідає вимогам концепції вартісного менеджменту: містить чинники, що створюють вартість, що одночасно є цільовими індикаторами, і передбачає розрахунок інтегрованого показника (E), що фіксує темпи зростання грошового потоку, а, отже, і зростання вартості компанії.

### **Контрольні питання**

1. Назвіть основні положення концептуальної моделі управління вартістю, розробленої А. Дамодараном.
2. Як розраховується ефект від реструктуризації за моделлю «Пентагон»?
3. Що таке метакорпорації?
4. Які фінансові критерії ефективності управління вартістю пропонує компанія McKinsey?
5. Що являє собою збалансоване зростання бізнесу відповідно до концепції Уолша?
6. Назвіть фінансові показники, які виражають основні чинники збалансованого зростання.

### **3.2. Інтегральна система управління вартістю на основі збалансованих карт показників**

Збалансована система показників (Balanced Scorecard - BSC) - це модель управління вартістю компанії, розроблена Гарвардською школою (розробники: Р. Каплан і Д. Нортон)

Збалансована система показників дозволяє сформувати наскрізну систему контрольованих показників діяльності компанії, орієнтованої на зростання вартості, від рівня компанії в цілому до підрозділів і окремих співробітників.

Побудова BSC передбачає певні етапи її формування:

- формулювання стратегії;
- передачу стратегії всередину всієї компанії;
- узгодження стратегії компанії з цілями персоналу;
- ув'язку цілей стратегії з річним бюджетом;
- ідентифікацію та узгодження стратегічних ініціатив;
- моніторинг і коригування стратегії.

Відповідно до моделі збалансованої системи показників стратегія компанії розглядається в рамках складових її чотирьох збалансованих блоків, на основі яких розробляється загальний показник ефективності, таких як:

- фінансова складова;
- клієнтська складова;
- складова внутрішніх бізнес-процесів;
- складова навчання та розвитку персоналу.

Виділення названих блоків забезпечує угруповання ключових показників діяльності компанії - фінансових і нефінансових. При цьому передбачається виділення індивідуальних стратегічних цілей для кожного блоку. Повний набір таких цілей з урахуванням їх ранжированого взаємозв'язку повинен відображати стратегію компанії.

Фінансова складова визначає фінансові результати, які повинні задовольняти акціонерів. Збалансована система показників передбачає встановлення взаємозв'язку між корпоративною стратегією і фінансовими цілями.

Фінансові цілі компанії диференціюються залежно від видів стратегічного розвитку. Автори виділяють три види такого розвитку-зростання, стійкий стан і збір «урожаю»; відповідно до цього виділяються три фінансові стратегічні напрямки (цілі), які ведуть до реалізації бізнес стратегії і визначаються як стратегічні напрямки фінансової складової:

- зростання доходів і розширення структури діяльності,
- скорочення витрат і збільшення продуктивності,
- використання активів і інвестиційна стратегія.

Крім того, на додаток до задачі збільшення прибутковості за допомогою зростання, скорочення собівартості, підвищення продуктивності та використання активів більшість компаній вважають одним з обов'язкових показників – управління ризиками і включають розроблені показники з управління ризиками в систему розрахунку фінансової складової. Найбільш адекватним показником цього блоку вважається відсоток відхилення реальних результатів від планованих.

Таким чином, індивідуальні фінансові цілі, виражені кількісно відповідними показниками для кожної стадії, служать орієнтирами при визначенні завдань і параметрів інших блоків (складових стратегій).

Клієнтська складова визначає, які потреби клієнтури повинні бути задоволені, щоб відповідати очікуванням акціонерів. Ключові показники цього блоку - задоволення потреб клієнта, збереження і розширення клієнтської бази і частки ринку, прибутковість клієнта. Клієнтська складова BSC визначає коло клієнтів і сегменти споживчого ринку, на яких компанія збирається працювати. Вони визначають джерело доходу, задача підвищення якого ставиться у фінансовому блоці BSC. У рамках концепції для клієнтської складової виділяються споживча цінність пропозиції і споживча цінність попиту, пов'язані з ключовими показниками.

Складова внутрішніх бізнес-процесів визначає внутрішні процеси (операційний, інноваційний, післяпродажне обслуговування), як найбільш важливі для задоволення потреб споживачів, і, таким чином, для забезпечення очікувань акціонерів. Показники даного блоку – якість, терміни виконання замовлень, вартість, розробка нових продуктів, рівень сервісу післяпродажного обслуговування. Слід відзначити, що різноманітність цих показників залежить значною мірою від виду діяльності компанії. Так, розробники включають у свою концепцію специфічні компоненти внутрішніх бізнес-процесів, наприклад, – управління брендом, забезпечення лідерства в якості, джерело лідерства, постійна

наявність різноманітного товару, обслуговування споживача, що запам'ятовується.

Для формування BSC визначається повний вартісний ланцюжок внутрішніх бізнес-процесів, який починається з інноваційних процесів (виявлення майбутніх і справжніх потреб клієнтів та їх задоволення), триває в операційних процесах і закінчується післяпродажним сервісом.

Показники блоку внутрішніх бізнес-процесів встановлюються для завершеного циклу виробництва тих чи інших товарів і охоплюють роботу декількох підрозділів компанії одночасно. Це є принципово важливим для вертикально інтегрованих холдингових груп; упровадження цих показників у практику – значне просування в галузі стратегічного планування.

Складова навчання та розвитку персоналу визначає, які цінності необхідні компанії, щоб забезпечити реалізацію стратегічних цілей трьох попередніх компонентів для забезпечення збалансованості системи. Стратегічні завдання четвертого компонента системи - це фактори виконання планів, поставлених першими трьома блоками (складовими). Автори концепції називають цей компонент системи – інфраструктура досягнення цілей.

У рамках четвертого компонента BSC автори виділяють три принципові напрями навчання та розвитку:

- можливості працівника;
- можливості інформаційних систем;
- мотивацію, делегування повноважень, відповідність особистих цілей корпоративним.

По кожному напрямку формується власна система показників, наприклад, критерії оцінки кадрової ситуації в компанії, до яких можуть бути віднесені такі показники - задоволеність працівника, збереження кадрової бази, ефективність працівника.

Таким чином, модель BSC заснована на трансформації місії компанії в цілком конкретні завдання і показники, орієнтовані на нарощування вартості, при



жорсткому взаємозв'язку параметрів усіх чотирьох блоків стратегії. Логіку побудови ЗСП можна подати так.

У моделі BSC передбачається, що позначені стратегічні вартісні індикатори повинні бути перетворені в планові - для конкретної компанії, які повинні відображати її специфіку. Особливу цінність у рамках цього дослідження представляє розроблена авторами досліджуваної моделі система взаємозв'язку структури компанії та її стратегії, що відбиває представлені вище положення.

Автори моделі BSC підкреслюють, що метакорпорації, у тому числі холдингові групи, що функціонують як вертикально-інтегровані, розробляють самостійну стратегію для кожної бізнес-одиниці, що збігається з позиціями нашого дослідження.

У цих умовах виникає проблема встановлення кореляції між BSC холдингу і його дочірніх товариств, тобто визначення синергетичного ефекту. Автори моделі BSC поки не пропонують повне рішення цієї проблеми, але обґрунтовують два пріоритетні елементи стратегії для метакорпорацій:

- «Корпоративна ідеологія: цінності, переконання та ідеї компанії, які повинні розділяти всі бізнес-одиниці.
- Корпоративна роль: діяльність, необхідна для створення синергізму роботи бізнес-одиниць, складових організації (наприклад, загальні клієнти, технології, централізовані послуги спільного використання)».

У рамках корпоративної ідеології автори формують принцип: корпоративна BSC визначає рамки, всередині яких бізнес-одиниці розробляють свої системи. При цьому розробники запропонували підхід до визначення синергізму та економії за рахунок багатофункціональної діяльності, заснований на використанні таких критеріїв:

- відсоток продажів як результат багатофункціональної діяльності;
- відсоток операцій як результат багатофункціональної діяльності;
- скорочення витрат - результат перехресних ініціатив бізнес-одиниць.

Таким чином, єдина стратегія метакорпорації пов'язує всі бізнес-одиниці, і спільні цілі забезпечують синергізм діяльності дочірніх компаній. При цьому

метакорпорація – холдингова група – забезпечує «батьківську перевагу» (термін М. Портера), що виявляється в тому, що її існування передбачає можливість використання ресурсів усієї холдингової групи, тобто загальногрупових корпоративних ресурсів.

На пострадянському просторі процеси управління вартістю бізнесу почали розвиватися тільки в кінці дев'яностих років минулого століття, що було зумовлено незатребуваністю даних концепцій як в епоху адміністративної економіки, так і в епоху її трансформації в ринкову. З початку нинішнього сторіччя в українській економічній теорії та практиці використовується вартісне управління. Однак теоретичні моделі вітчизняних авторів носять локальний характер і розвивають окремі позиції розглянутих вище концептуальних моделей зарубіжних вчених.

Розглянуті моделі розрізняються концептуальними підходами до формування системи вартісних факторів, рівнем їх інтеграції, деталізації та структуризації та відповідних дій компанії, націлених на збільшення вартості. Слід також зазначити, що розглянуті моделі вирізняє і ступінь формалізації взаємозв'язків вартісних факторів. Однак при вищеназваних суттєвих відмінностях усі концепції спираються на такі основні вартісні чинники:

- реальні та очікувані грошові потоки компанії;
- рівень мінливості доходів (операційний ризик);
- вартість позикового капіталу і фінансовий ризик;
- очікуваний потенціал зростання компанії, у тому числі за рахунок стратегічної реструктуризації.

Названі фактори носять комплексний і загальний характер, що відображає фундаментальні погляди на вартісне управління. При розробці стратегії управління вартістю конкретної компанії необхідно ідентифікувати групи підфакторів (і відповідних показників) залежно від сфери діяльності, організаційної структури, ринкової моделі, в якій функціонує компанія і положення компанії на галузевих ринках.

Таким чином, розглянуті моделі створюють інструментальну базу, яка дозволяє трансформувати систему факторів вартості в систему цільових індикаторів і ключових показників ефективності, що дозволяє реалізувати вартісні принципи прийняття рішень на всіх рівнях управління та реалізувати на практиці концепцію вартісного менеджменту.

### **Контрольні питання**

1. Поясніть роль збалансованих систем показників в управлінні вартістю бізнесу.
2. У чому полягає відмінність найбільш відомих моделей систем показників (KPI від BSC)?
3. Які моделі систем показників вам ще відомі?
4. Назвіть чотири стратегічні перспективи управління відповідно до моделі Нортон і Каплана.
5. Яка, на ваш погляд, роль фінансової перспективи в моделі BSC?
6. Що являє собою рахункова карта підприємства?

## **4. УПРАВЛІННЯ ЛІКВІДНІСТЮ І ФІНАНСОВОЮ СТІЙКІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА**

- 4.1. Поняття та показники ліквідності та фінансової стійкості.
- 4.2. Показники ділової активності підприємства та шляхи її підвищення.
- 4.3. Аналіз структури і динаміки активів і пасивів підприємства.
- 4.4. Управління структурою активів і пасивів підприємства.

### **4.1. Поняття та показники ліквідності та фінансової стійкості**

Ліквідність та фінансова стійкість є одними з найважливіших характеристик господарюючого суб'єкта, які завжди прагнуть оцінити партнери по бізнесу, а

також наявні та потенційні кредитори підприємства. Знання цих характеристик дає можливість визначити, якою мірою і протягом якого часу підприємство зможе виконувати свої грошові зобов'язання перед іншими суб'єктами ринку.

Ліквідність розраховується за даними балансу і відображає відповідну характеристику у певний момент часу.

Залежно від часового інтервалу, протягом якого перевіряється спроможність підприємства виконувати свої зобов'язання перед кредиторами, для оцінки використовують ту чи іншу характеристику: на найбільш короткостроковому періоді — платоспроможність, більш тривалому — ліквідність. Розглянемо показники, які дають змогу оцінити ліквідність.

Ліквідність — це спроможність підприємства погашати свої поточні зобов'язання вчасно і в повному обсязі. Для підтримки ліквідності на належному рівні підприємство повинно мати достатній обсяг грошових коштів та інших ліквідних активів, які в разі потреби можна перетворити в готівку і використати для погашення зобов'язань. При високому рівні ліквідності обсяг ліквідних активів значно перевищує обсяг поточних зобов'язань.

Потреби в ліквідності підприємства повністю визначаються обсягом і структурою його поточних зобов'язань. Якщо, наприклад, підприємство має кредиторську заборгованість у сумі 500 000 грн, яку потрібно погасити протягом місяця, у нього має бути відповідний обсяг ліквідних активів (не менше як 500 000 грн), які можуть бути реалізовані протягом місяця і використані для погашення заборгованості.

Оскільки поточні зобов'язання мають різний строк погашення, а оборотні активи — різний ступінь ліквідності, для оцінки ліквідності використовують різні за змістом та призначенням коефіцієнти.

Так, коефіцієнт поточної ліквідності  $K_{пл}$  характеризує спроможність підприємства погашати свої поточні зобов'язання за рахунок усіх оборотних активів: грошових коштів, дебіторської заборгованості, товарно-матеріальних запасів:

$$K_{пл} = \text{Оборотні активи} / \text{Поточні зобов'язання}. \quad (25)$$

Критичне значення цього коефіцієнта дорівнює 1. Значення менше 1 свідчить про незадовільний рівень ліквідності та неспроможність підприємства вчасно погашати свої зобов'язання перед кредиторами.

Коефіцієнт миттєвої ліквідності  $K_{мл}$  часто вважають більш інформативним з погляду оцінки ліквідності, ніж попередній  $K_{пл}$ , оскільки він не враховує товарно-матеріальні запаси — найменш ліквідні з оборотних активів. У разі потреби запаси реалізуються, як правило, задосить низькою ціною, їх ліквідаційна вартість часто становить тільки половину балансової вартості:

$$K_{мл} = (\text{Оборотні активи} - \text{ТМЗ}) / \text{Поточні зобов'язання}. \quad (26)$$

За допомогою коефіцієнта абсолютної ліквідності, або коефіцієнта платоспроможності  $K_{ал}$ , визначають, яку частку поточних зобов'язань можна погасити негайно за рахунок грошових коштів, що є на розрахунковому рахунку підприємства:

$$K_{ал} = \text{Грошові кошти} / \text{Поточні зобов'язання}. \quad (27)$$

Коефіцієнт маневреності власних оборотних засобів  $K_{мвоз}$  показує, яка частка оборотних засобів перебуває в грошовій формі:

$$K_{мвоз} = \text{Грошові кошти} / \text{Оборотні активи}. \quad (28)$$

Величина коефіцієнта залежить від потреби підприємства у вільних грошових коштах та від величини страхового залишку, який намагаються підтримувати для забезпечення платоспроможності підприємства. Цей коефіцієнт, як і попередній, при достатній статистичній базі по конкретному підприємству та

по інших підприємствах галузі дає змогу робити певні висновки щодо платоспроможності суб'єкта господарювання.

Чистий оборотний, або робочий, капітал ЧК (Net Working Capital) тісно пов'язаний з попередніми показниками ліквідності і відображує більш стійку частину оборотних активів, що фінансується за рахунок довгострокового боргу та власного капіталу:

$$\text{ЧК} = \text{Оборотні активи} - \text{Поточні зобов'язання}, \quad (29)$$

Від'ємне значення ЧК, як і значення  $K_{ал} < 1$ , свідчать про неспроможність підприємства вчасно розраховуватись за своїми поточними зобов'язаннями та про недостатню фінансову стійкість, оскільки в цьому випадку певна частина необоротних активів фінансується за рахунок поточних зобов'язань. У підприємств, що є фінансово стійкими, величина ЧК, як правило, не менша від системної складової оборотного капіталу.

Власний оборотний капітал ВОК визначає обсяг власних оборотних засобів, тобто засобів, що фінансуються за рахунок власних коштів підприємства. (Термін "власні оборотні засоби" досить умовний, оскільки підприємство має право власності на всі оборотні та необоротні активи, якими володіє.)

$$\text{ВОК} = \text{Власний капітал} - \text{Необоротні активи}. \quad (30)$$

Цей показник близький за змістом до коефіцієнта забезпечення поточної діяльності власними оборотними засобами  $K_{звоа}$ , який визначається співвідношенням:

$$K_{звоа} = \text{Власні оборотні засоби} / \text{Оборотні активи}. \quad (31)$$

Такий коефіцієнт, як і показник ВОК, на відміну від чистого оборотного капіталу майже не використовують у міжнародній практиці, оскільки власний

капітал, як правило, дорожчий від позикового і фінансування за рахунок власних коштів не є безумовною перевагою для підприємств. В умовах перехідної економіки, коли існує значний розрив між величиною банківського процента та середнім рівнем рентабельності підприємств, а вартість власного капіталу близька до нуля, фінансування оборотних активів за рахунок власного капіталу є досить привабливим.

При розрахунку та аналізі коефіцієнтів ліквідності бажано звертати увагу на склад окремих груп оборотних засобів та структуру поточних зобов'язань. Якщо є доступ до відповідних джерел інформації, необхідно здійснити оцінку якості дебіторської заборгованості та товарно-матеріальних запасів, а також виявити іммобілізовані активи: прострочену дебіторську заборгованість, неліквідні запаси та ін. з тим, щоб при розрахунку коефіцієнтів ліквідності використати скориговані величини цих статей балансу. При обчисленні розміру поточних зобов'язань необхідно враховувати строки погашення окремих видів заборгованості та включати до складу поточних зобов'язань частину довгострокового боргу, яка підлягає погашенню в даному періоді.

Дебіторська та кредиторська заборгованості є досить специфічними статтями балансу. Як правило, у підприємств, які стабільно функціонують, кредиторська заборгованість за обсягами відповідає дебіторській. Різке зростання кредиторської заборгованості негативно впливає на ліквідність та платоспроможність підприємства. Збільшення коефіцієнтів ліквідності за рахунок різкого збільшення дебіторської заборгованості також не можна вважати позитивним чинником. Проте невисокі значення коефіцієнтів ліквідності не можуть однозначно свідчити про низьку ліквідність, оскільки такі значення можуть бути наслідком ефективного управління товарно-матеріальними запасами, високої інтенсивності руху грошових коштів та значних обсягів товарообороту.

При оцінці ліквідності та фінансової стійкості суб'єкта господарювання нерідко проводять також аналіз ліквідності балансу. Для оцінки ліквідності балансу активи та пасиви поділяють на чотири групи: активи — за ступенем ліквідності (групи А1 — А4), пасиви — за строком погашення (групи П1 — П4).

АКТИВИ	ПАСИВИ
A1 – грошові кошти та короткострокові фінансові вкладення	П1 – кредиторська заборгованість та позики, не погашені вчасно
A2 – дебіторська заборгованість та інші активи, що швидко реалізуються	П2 – короткострокові кредити та позики
A3 – товарно-матеріальні запаси та довгострокові фінансові вкладення	П3 – довгострокові кредити та позики
A4 – основні засоби, інші необоротні активи	П4 – власний капітал

Ліквідність балансу визначається ступенем покриття зобов'язань господарюючого суб'єкта активами, строк перетворення яких у грошові кошти відповідає строку погашення зобов'язань. Баланс називають абсолютно ліквідним у разі, якщо перші три групи пасивів не перевищують за обсягом відповідні групи активів:

$$A1 \geq П1; A2 \geq П2; A3 \geq П3.$$

Оскільки балансове рівняння не повинно порушуватись, для четвертої групи активів-пасивів має виконуватись нерівність

$$A4 \leq П4,$$

що рівнозначно наявності у підприємства власних оборотних засобів.

Нерівності, що визначають ліквідність балансу, можуть більшою чи меншою мірою порушуватись, але в будь-якому разі вони дають можливість оцінити як поточні, так і очікувані в майбутньому рівні платоспроможності та ліквідності.

Підприємство, яке є прибутковим і фінансово стійким, має перспективи стабільного економічного зростання. Підприємство, яке є прибутковим, але не є фінансово стійким, найбільш імовірно в майбутньому матиме фінансові



проблеми, зумовлені нестачею коштів для здійснення поточних витрат, затримками в розрахунках із постачальниками-кредиторами та акціонерами, труднощами при погашенні банківських позик та емітованих підприємством боргових зобов'язань.

Забезпечення фінансової стійкості є одним із найважливіших напрямів в управлінні фінансами підприємства, нехтування яким призводить до значних фінансових втрат. Фінансова стійкість характеризується такою структурою фінансових ресурсів та їх розміщенням в активах підприємства, таким рівнем чистих грошових надходжень, які забезпечують стабільне функціонування підприємства в умовах стабільного ринку. Фінансову стійкість визначають три групи фінансових коефіцієнтів:

- коефіцієнти структури капіталу, які надають інформацію про співвідношення власних та залучених коштів у фінансових ресурсах підприємства, а також про співвідношення між різними складовими позикового капіталу;
- коефіцієнти, які відображають розміщення певних видів фінансових ресурсів у оборотних та необоротних активах підприємства;
- коефіцієнти покриття, які відображають здатність підприємства погашати свої боргові зобов'язання за рахунок чистих грошових надходжень.

Коефіцієнти структури капіталу. Коефіцієнт фінансового левериджу  $K_{\phi л}$  — один із найбільш інформативних у наведеній групі коефіцієнтів. Його визначають співвідношенням

$$K_{\phi л} = \text{Борговий капітал} / \text{Власний капітал} \quad (32)$$

Цей коефіцієнт відображає структуру капіталу підприємства, а також, певною мірою, ризик структури капіталу. Більше значення коефіцієнта фінансового левериджу відповідає більшій частці боргового капіталу в структурі капіталу, а отже, більшому ризику структури капіталу.

При оцінці кредитоспроможності вітчизняних позичальників коефіцієнт  $K_{фл}$  вважається задовільним, якщо його значення не перевищує 1 незалежно від галузевої ознаки позичальника. У світовій практиці кредитування і більші значення цього коефіцієнта є допустимими.

Коефіцієнт співвідношення власних і залучених коштів  $K_{свк}$  відрізняється від попереднього тим, що враховує всі залучені ресурси підприємства як фінансового, так і нефінансового походження. Його розраховують так:

$$K_{свк} = \text{Зобов'язання} / \text{Власний капітал}. \quad (33)$$

Значення цього коефіцієнта, як і попереднього, у міжнародній практиці може перевищувати 1. (так, середнє значення  $K_{свк}$  для корпорацій США дорівнює 1,2, Німеччини – 1,7, Японії – 5.)

Коефіцієнт заборгованості  $K_{дбвк}$  відображає співвідношення довгострокового боргу і власного капіталу:

$$K_{дбвк} = \text{Довгостроковий борг} / \text{Власний капітал}. \quad (34)$$

Коефіцієнт заборгованості  $K_{дбвс}$  відображає співвідношення довгострокового боргу і власного капіталу, але враховує субординований борг як частку капіталізованих ресурсів підприємства.

$$K_{дбвс} = \text{Довгостроковий борг} / (\text{Власний капітал} + \text{Субординований борг}). \quad (35)$$

Коефіцієнт концентрації власного капіталу, або коефіцієнт автономії,  $K_{квк}$  тісно пов'язаний з попередніми і визначається співвідношенням:

$$K_{квк} = \text{Власний капітал} / \text{Усі пасиви}. \quad (36)$$

Чим більше значення цього коефіцієнта, тим вища фінансова стійкість підприємства.

Коефіцієнт фінансової залежності  $K_{фз}$ , є оберненим до попереднього і визначається відношенням усіх фінансових ресурсів підприємства до власних коштів. Його використовують у моделі Дюпона для аналізу рентабельності фінансово-господарської діяльності підприємства.

Структуру позикових коштів визначає коефіцієнт структури позикових коштів:

$$K_{стк} = \text{Довгостроковий борг} / \text{Позикові кошти}, \quad (37)$$

який показує, яку частку всіх позикових коштів становить довгостроковий борг. До коефіцієнтів, що визначають структуру довгострокових джерел фінансування, відносять:

$$K_{од1} = \text{Довгостроковий борг} / (\text{Довгостроковий борг} + \text{Власний капітал}). \quad (38)$$

$$K_{од2} = \text{Власний капітал} / (\text{Довгостроковий борг} + \text{Власний капітал}). \quad (39)$$

Ці коефіцієнти доповнюють один одного, а їх сума дорівнює одиниці ( $K_{од1} + K_{од2} = 1$ ). У промислових підприємств, які функціонують у країнах із розвинутою ринковою економікою, більшу частину довгострокових джерел фінансування становлять власні кошти. Частка довгострокового боргу тут — від 25 до 40 % усіх довгострокових джерел. Вітчизняні підприємства здійснюють фінансування капітальних вкладень переважно за рахунок власних джерел і нерідко мають коефіцієнт  $K_{од1}$  близький до нуля.

Коефіцієнти структури капіталу можуть бути розраховані на основі як балансової, так і ринкової оцінки капіталу. Оскільки часто ринкова оцінка власного капіталу вища від балансової, коефіцієнти структури капіталу,

розраховані на основі ринкових оцінок, можуть свідчити про вищу фінансову стійкість.

### **Контрольні питання**

1. Дайте визначення ліквідності.
2. Наведіть коефіцієнти ліквідності.
3. Якими показниками можна виразити фінансову стійкість?
4. Якими є цільові значення показників ліквідності та фінансової стійкості?
5. Якими шляхами можна досягти рекомендованих значень показників ліквідності та фінансової стійкості підприємства?

### **4.2. Показники ділової активності підприємства та шляхи її підвищення**

Фінансова стійкість підприємства в умовах ринкової економіки обумовлена значною мірою його діловою активністю, що залежить від широти ринків збуту продукції, його ділової репутації, ступеня виконання плану за основними показниками господарської діяльності, рівня ефективності використання ресурсів і стабільності економічного зростання.

Ділова активність підприємства у фінансовому аспекті проявляється, насамперед, у швидкості обороту його коштів. Аналіз ділової активності полягає в дослідженні рівнів і динаміки різноманітних коефіцієнтів оборотності, основними з яких є :

- Коефіцієнт оборотності активів (коефіцієнт трансформації);
- Коефіцієнт оборотності оборотних засобів;
- Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості;
- Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості;
- Коефіцієнт оборотності матеріальних запасів;

- Коефіцієнт оборотності основних засобів;
- Коефіцієнт оборотності власного капіталу.

Важливість показників оборотності пояснюється тим, що характеристики обороту багато в чому визначають рівень прибутковості підприємства.

Коефіцієнт оборотності активів (коефіцієнт трансформації) – відображає швидкість обороту сукупного капіталу підприємства, тобто показує, скільки разів за аналізований період відбувається повний цикл виробництва й обіг, що приносить відповідний ефект у вигляді прибутку, або скільки грошових одиниць реалізованої продукції принесла кожна одиниця активів:

$$K_{oa} = \text{Чиста виручка від реалізації продукції} / \text{Середньорічна вартість активів} \quad (40)$$

Коефіцієнт оборотності оборотних засобів характеризує відношення виручки (валового доходу) від реалізації продукції, без урахування податку на додану вартість та акцизного збору до суми оборотних засобів підприємства. Зменшення цього коефіцієнта свідчить про уповільнення обороту оборотних засобів.

У процесі господарської діяльності підприємство дає товарний кредит для споживачів своєї продукції, тобто існує розрив у часі між продажем товару й надходженням оплати за нього, у результаті чого виникає дебіторська заборгованість. Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості показує, скільки разів за рік обернулися кошти, вкладені в розрахунки. Він визначається за формулою:

$$K_{odz} = \text{Чиста виручка від реалізації продукції} / \text{Середньорічна сума дебіторської заборгованості} \quad (41)$$

Як правило, чим вище цей показник, тим краще, тому що підприємство швидше одержує оплату по рахунках. З іншого боку, надання покупцям товарного

кредиту є одним з інструментів стимулювання збуту, тому важливо знайти оптимальну тривалість кредитного періоду.

Використовуючи цей коефіцієнт, можна розрахувати більш наочний показник – період інкасації, тобто час, протягом якого дебіторська заборгованість перейде в кошти. Для цього необхідно розділити тривалість аналізованого періоду на коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості.

Показники оборотності дебіторської заборгованості корисно порівнювати з оборотністю кредиторської заборгованості. Такий підхід дозволяє зіставити умови комерційного кредиту, наданого аналізованим підприємством своїм клієнтам з умовами кредитування, якими воно користується з боку постачальників. Для цього необхідно визначити коефіцієнт оборотності й строк обороту дебіторської й кредиторської заборгованості по товарних операціях.

У ході економічної діагностики доцільно зіставити фактичні строки погашення дебіторської заборгованості із тривалістю наданого покупцям періоду відстрочки платежу, що дозволить оцінити ефективність контролю за станом розрахунків з дебіторами й зробити висновки про рівень їхньої кредитоспроможності.

Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості – показує розширення або зниження комерційного кредиту, наданого підприємству. Зростання коефіцієнта означає збільшення швидкості оплати заборгованості підприємства, зниження – ріст покупок у кредит. Формула розрахунку коефіцієнта оборотності кредиторської заборгованості має вигляд :

$$K_{окз} = \frac{\text{Чиста виручка від реалізації продукції}}{\text{Середньорічна сума кредиторської заборгованості}} \quad (42)$$

Період обороту кредиторської заборгованості визначається як частка від розділу тривалості аналізованого періоду на коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості.

Коефіцієнт оборотності матеріальних запасів відображає число оборотів товарно-матеріальних запасів підприємства за аналізований період. Зниження даного показника свідчить про відносне збільшення виробничих запасів і незавершеного виробництва або про зниження попиту на готову продукцію. У цілому, чим вище показник оборотності матеріальних запасів, тим менше коштів зав'язано в цій найменш ліквідній статті оборотних активів, тим більш ліквідну структуру мають оборотні активи й тим стійкіше фінансове становище підприємства. Коефіцієнт оборотності матеріальних запасів визначається за формулою:

$$K_{омз1} = \frac{\text{Чиста виручка від реалізації продукції}}{\text{середньорічна вартість запасів.}} \quad (43)$$

Більш точно коефіцієнт оборотності запасів можна оцінити :

$$K_{омз2} = \frac{\text{Собівартість реалізованої продукції}}{\text{Середня величина запасів.}} \quad (44)$$

Цей підхід є більш обґрунтованим, тому що використання виторгу від реалізації ( $K_{омз1}$ ), що містить у собі закладений в ціну продукції прибуток, призводить до перекручування показників оборотності.

Коефіцієнт оборотності основних засобів (фондовіддача) розраховується як відношення чистої виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) до середньорічної вартості основних засобів. Він показує ефективність використання основних засобів підприємства.

Коефіцієнт оборотності власного капіталу розраховується як відношення чистої виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) до середньорічної величини власного капіталу підприємства і характеризує ефективність використання власного капіталу підприємства.

Ефективність діяльності підприємства значно залежить від розробленої системи шляхів і напрямів їх реалізації щодо раціоналізації рівня ділової

активності та своєчасності прийняття оперативних управлінських рішень. Зростання ділової активності підприємства полягає насамперед у підвищенні ефективності використання ресурсів підприємства за рахунок прискорення оборотності ресурсів і скорочення періоду їх обороту.

Підвищення ефективності використання ресурсів підприємство може досягти шляхом скорочення операційного та фінансового циклів. Напрями їх скорочення пов'язані зі скороченням виробничого циклу, зменшенням тривалості обороту дебіторської заборгованості, збільшенням тривалості обороту кредиторської заборгованості.

Операційний цикл суттєво впливає на обсяг, структуру й ефективність використання матеріальних цінностей. У процесі управління виробничими запасами в межах операційного циклу необхідно особливо виділити виробничий цикл. На тривалість виробничого циклу насамперед впливає прискорення оборотності матеріальних цінностей у процесі виробництва продукції.

Прискорення оборотності матеріальних цінностей досягається збільшенням частки оборотних активів з високою оборотністю і зниженням частки активів, що обертаються повільно. Водночас матеріальні цінності мають бути на такому рівні, щоб можна було забезпечити безперервність процесу виробництва і реалізації продукції.

Ефективна організація виробничих запасів є важливою умовою підвищення ефективності використання оборотних коштів. Основні шляхи скорочення виробничих запасів підприємства зводяться до їх раціонального використання, ліквідації наднормативних запасів матеріалів, вдосконаленню нормування, поліпшення організації постачання та ін.

Для підвищення ділової активності підприємства важливе значення має оптимізація дебіторської заборгованості. Для цього підприємство може залучати установи, які стягують борги, за наявності документальних підтверджень; здійснювати продаж рахунків дебіторів факторинговій компанії або банку; виставляти рахунок покупцям одразу ж при продажу великої кількості товару;



страхувати кредити для захисту від значних збитків з безнадійних боргів; формувати системи штрафних санкцій за прострочене виконання зобов'язань.

Що стосується ефективності формування та використання кредиторської заборгованості підприємства, то вона полягає у забезпеченні своєчасного нарахування і виплати коштів, які входять до її складу. Важливим напрямом також є визначення джерел погашення короткострокових фінансових зобов'язань підприємства. Варто зазначити, що сповільнення кредиторської заборгованості для зменшення фінансового циклу підприємства є допустимим до того рівня, що не чинить негативний вплив на фінансову стійкість підприємства.

Стійке економічне зростання підприємства також є важливою складовою ділової активності. Основним фактором, який забезпечує стійке економічне зростання підприємства, є величина його прибутку. Тому керівництво підприємства повинно ставити перед собою завдання щодо його максимізації. Основні шляхи максимізації фінансових результатів підприємства полягають у нарощенні випуску продукції з одночасним підвищення її якості, оптимізації виробничих процесів, зниженні собівартості виробництва, диверсифікації ринків збуту продукції та проведенні виваженої дивідендної політики підприємства.

Для забезпечення економічної стійкості підприємства необхідні гнучкість та швидкість реакції на зміни кон'юнктури ринку, підвищення конкурентоспроможності виробництва та продукції, висока інвестиційна активність, ліквідність та фінансова стабільність.

Отже, ділова активність підприємства в ринкових умовах стає інтегральною характеристикою господарюючого суб'єкта щодо його відповідності об'єктивним економічним умовам. Основними напрямками зростання ділової активності підприємства є зменшення періоду операційного та фінансового циклів, підвищення ефективності використання майна, максимізація прибутку, підвищення конкурентоспроможності продукції, пошук нових ринків збуту.

### **Контрольні питання**

1. Що таке ділова активність підприємства?

2. Які коефіцієнти характеризують ділову активність підприємства?
3. У чому полягає економічний сенс коефіцієнтів оборотності?
4. Які існують шляхи прискорення оборотності?

#### **4.3. Аналіз структури та динаміки активів і пасивів підприємства**

Стабільність фінансового стану підприємства залежить від правильності і доцільності вкладення фінансових ресурсів в активи, тому для його оцінки необхідно передусім вивчити структуру майна і джерела його утворення, причини зміни складових майна і джерел. Особлива увага при цьому приділяється вивченню причин, що негативно впливають на фінансовий стан підприємства.

Методика аналізу:

За даними балансу (форма 1) визначається вартість усього майна підприємства (підсумок активу балансу (валюта балансу) і сума джерел утворення цього майна (підсумок пасиву балансу) на певну звітну дату.

Далі визначається відхилення по кожному виду майна і джерелах його утворення, для чого зіставляються дані на кінець звітного періоду з його початком. Для вивчення структурних змін необхідно додатково визначити питому вагу кожного виду майна в загальній валюті балансу і вивчити причини змін структури майна і джерел їх утворення.

Детальний аналіз цього питання дозволяє встановити, до якої межі можна розраховувати на власні кошти, скільки треба взяти позики, а також наскільки ефективно використовуються кошти — власні і позичені. Це дозволить менеджеру вирішити, чи надійні джерела одержання коштів і що слід зробити, щоб в перспективі забезпечити грошові надходження, наскільки напрямки використання коштів відповідають стратегії підприємства (фірми) з тим, щоб у разі необхідності вжити заходів для виправлення ситуації.

Модель і етапи аналізу складу і структури можуть бути такими:

- 1). Перший етап — загальна оцінка стану майна підприємства та його складових

частин: Аналіз структури майна підприємства може проводитися і при іншому згрупуванні майна.

Порівнюючи питому вагу окремих складових майна, можна зробити висновки щодо змін його структури. Так, збільшення питомої ваги в майні основних коштів і водночас збільшення капітальних вкладень і вкладень в обладнання говорить на користь підприємства, оскільки в умовах інфляції вкладення в нерухомість є найбільш вигідними і надійними.

Якщо ж виробничі запаси збільшилися, то нині ця структурна модифікація майна може розглядатися як явище, що, з одного боку, згубно позначається на фінансовому стані підприємства, оскільки заморожуються кошти, які могли б бути задіяними в обороті, але з іншого боку (при дефіциті сировини і високих темпах зростання цін), створення запасів є доцільним.

У складі майна можуть мати велику питому вагу грошові кошти, тоді для оцінки такої структури вивчається передусім стаття «дебітори», особливо розрахунки з дебіторами за товар. Якщо тут є збільшення, то це говорить про неефективність заморожування коштів.

2). Другий етап аналізу майна — аналіз виробничого потенціалу, до якого належать основні засоби, виробничі запаси, незавершене виробництво.

Ці статті складають також реальні активи, що характеризують виробничу потужність підприємства. Виробничий потенціал підприємства аналізується шляхом визначення питомої ваги витратт у цьому показнику.

Збільшення виробничого потенціалу підприємства завжди сприяє збільшенню і розширенню обсягів виробничої діяльності.

За даними бухгалтерської звітності можна детально проаналізувати один із найважливіших елементів виробничого потенціалу підприємства — основні засоби.

Для аналізу інших показників виробничого потенціалу використовуються дані поточного бухгалтерського обліку і внутрішньої звітності підприємства.

3). Третій етап аналізу майна підприємства — розрахунок і аналіз основних показників оцінки майнового стану підприємства.

Основні показники майнового стану підприємства і методика їх розрахунку такі:

1. Сума господарських засобів, які знаходяться в розпорядженні підприємства:  
Підсумок балансу:
  - а) на початок року;
  - б) на кінець року.
2. Частка активної частини основних засобів визначається за формою 3 (або за формою 11):
  - вартість активної частини основних засобів / вартість основних засобів.
3. Коефіцієнти зносу основних засобів визначаються за формою 1:
  - знос / балансову вартість основних засобів за первісною вартістю.

Збільшення коефіцієнта зносу є ознакою погіршення стану матеріально-технічної бази підприємства. Проте цей коефіцієнт не відображає фактичного зносу основних засобів з низки причин. Наприклад, на законсервоване обладнання і транспортні засоби нараховується амортизація на повне відновлення, тобто фізично ці засоби не зношуються, але загальна оцінка зносу цих основних засобів змінюється.

4. Коефіцієнти відновлення визначаються за формою 3 (або за формою 11):
  - балансова вартість основних засобів, що надійшли за період звіту / балансова вартість основних засобів на кінець періоду.

Цей коефіцієнт показує, яку частину від наявних на кінець звітнього періоду основних засобів складають нові основні засоби.

5. Коефіцієнт вибуття. Визначається за формою 3 (або за формою 11):
  - балансова вартість основних засобів, що вибули за цей період / балансова вартість основних засобів на початок періоду.

Цей коефіцієнт показує, що частина основних засобів, з якими підприємство почало діяльність у звітному періоді, вибуло через знос та з інших причин.

- 4). Четвертим етапом у характеристиці змін у майновому становищі підприємства є аналіз складу і динаміки мобільних (оборотних) коштів.

Для цього порівнюються дані балансу на кінець звітного періоду з початком (підсумок розділів II і III активу) і вивчаються зміни, що відбулися в складі оборотних коштів у цілому, а після цього — в розрізі окремих статей оборотних коштів. Причинами зміни оборотних коштів можуть бути:

Причини збільшення оборотних коштів:

- а) прибуток (після сплати податку);
- б) амортизаційні відрахування;
- в) приріст власних засобів;
- г) збільшення заборгованості по кредитах і позиках;
- д) збільшення зобов'язань по кредиторській заборгованості та ін.

Причини зменшення оборотних коштів:

- а) витрати за рахунок прибутку, що залишався в розпорядженні підприємства;
- б) капітальні вкладення;
- в) довгострокові фінансові вкладення;
- г) зменшення кредиторської заборгованості.

За даними балансу необхідно також порівняти розмір модифікації і мобілізованих активів (основні кошти і позаоборотні активи) з оборотними коштами. Якщо темп приросту основних коштів вищий, ніж позаоборотних мобілізованих коштів, то це означає, що на підприємстві існує тенденція до прискорення оборотності всієї сукупності коштів підприємства.

Далі необхідно проаналізувати складові мобілізованих активів. Якщо в складі цих коштів значну частину складають довгострокові фінансові вкладення в інші підприємства, то виробничий потенціал даного підприємства знижуватиметься.

Надходження, набуття, створення майна підприємства здійснюється за власні та позичені кошти, співвідношення яких розкриває його фінансовий стан.

Аналіз джерел майна (пасивів) підприємства здійснюється за даними балансу (форма 1). Крім того, необхідно розрахувати наявність власних оборотних коштів.

Наявність власних оборотних коштів визначається:

Підсумок розділу 1 пасиву балансу + довгострокові кредити і позики (вони спрямовуються на набуття основних коштів і на капітальні вкладення) - підсумок розділу активу балансу.

Аналізуючи джерела коштів, вкладених у майно, можна зробити висновки про збільшення або зменшення вартості майна підприємства, активів, зобов'язань та визначити за рахунок чого відбулася така зміна.

Збільшення зобов'язань підприємства по кредиторській заборгованості може перекриватися збільшенням грошових коштів і цінних паперів, які швидко реалізуються. Якщо на підприємстві складається така ситуація, це свідчить про те, що зростання короткострокових позикових зобов'язань продавця не приведе до погіршення платоспроможності підприємства.

Отже, для аналізу складу, структури майна (активів) підприємства і джерел їх утворення (пасивів) застосовується модель економічного аналізу, сутність якої зводиться до такого:

а) визначення питомих складників майна і джерела його набуття в загальній вартості майна на початок і кінець звітної періоду;

б) зіставлення даних на кінець звітної періоду з даними на початок визначення причин модифікації;

в) вивчення причин модифікації складу і структури майна і джерел його набуття, і в першу чергу тих, що негативно позначаються на фінансовому стані підприємства;

г) доведення до відома керівництва підприємств інформації, яка вимагає прийняття управлінських рішень, спрямованих на усунення причин, що негативно впливають на фінансовий стан підприємства.

Аналіз використання майна передбачає також і розрахунок показників ефективного використання майна підприємства, основними з яких є:

1. Рентабельність активів (майна):

прибуток у розпорядженні підприємства (форма 2) x 100 / середня величина активів.

Цей розрахунок показує, який прибуток одержує підприємство з кожної гривні, вкладеної в активи.

2. Рентабельність поточних активів:

прибуток у розпорядженні підприємства (форма 2) x 100/ середня величина поточних активів.

3. Рентабельність інвестицій:

прибуток до сплати податку x 100/ (валюта балансу - короткострокові зобов'язання).

4. Рентабельність власного капіталу:

прибуток у розпорядженні підприємства (форма 2) x 100 / джерела власних засобів.

Цей показник указує на величину прибутку, що одержується з кожної гривні, вкладеної в підприємство.

5. Рентабельність реалізованої продукції:

прибуток у розпорядженні підприємства x 100/ виручку від реалізації продукції.

Треба наголосити: якщо в процесі аналізу причин погіршення показників ліквідності, фінансової стійкості та ділової активності підприємства встановлено, що основною причиною, яка викликала значне погіршення фінансового стану і призвела до неплатоспроможності, є заборгованість держави перед підприємством, то в цьому випадку таке підприємство не може бути визнаним платоспроможним і не може бути оголошеним підприємством-банкрутом. У решті випадків необхідно детально вивчати шляхи поліпшення структури балансу підприємства і його платоспроможності.

Основними напрямками такого аналізу можуть бути:

Вивчення валюти балансу:

а) зменшення валюти балансу свідчить, як правило, про скорочення підприємством господарського обороту. А це, в свою чергу, викликається спадом попиту на продукцію даного підприємства, значним зменшенням доступу на ринки сировини і др. Причини зменшення валюти балансу детально вивчаються і даються рекомендації щодо виходу підприємства зі стану неплатоспроможності.

б) збільшення валюти балансу можливе за рахунок переоцінки фондів, подорожчання виробничих запасів, готової продукції та внаслідок інфляційних процесів.

#### 1. Вивчення структури активів і пасивів балансу:

Аналіз структури активів проводиться в двох напрямках — з точки зору їх участі у виробництві та з позиції їх ліквідності. Зміна структури активів у бік збільшення оборотних коштів може бути в результаті:

- формування більш мобільної структури активів, які впливають на прискорення оборотності коштів підприємства;
- скорочення виробничої бази підприємства;
- коригування основних фондів, коли вони не встигають за інфляційними процесами.

Далі необхідно аналізувати кожен статтю оборотних коштів і знаходити ті причини їх зміни, які призвели до неплатоспроможності підприємства.

#### 2. Вивчення фінансових результатів діяльності підприємства і використання прибутку.

Якщо підприємство збиткове, то це свідчить про відсутність джерел поповнення власних коштів. А коли підприємство одержує прибуток і є при цьому неплатоспроможним, то необхідно проаналізувати використання прибутку. Так, коли значні відрахування до фонду споживання, то в умовах неплатоспроможності підприємства їх можна розглядати як резерв поповнення власних оборотних коштів. Вивчаються також можливості підприємства щодо збільшення суми прибутку в результаті підвищення обсягів виробництва і реалізації продукції, зниження собівартості, поліпшення якості та підвищення конкурентоспроможності продукції.

За результатами такого аналізу розробляються заходи, спрямовані на поліпшення структури балансу і фінансового стану неплатоспроможних підприємств.



## Контрольні питання

1. Назвіть основні етапи аналізу структури і динаміки активів і пасивів підприємства.
2. Наведіть основні показники майнового стану підприємства.
3. Перелічіть основні показники ефективного використання майна підприємства.
4. Про що свідчать зміни у валюті балансу?
5. У чому полягає значення аналізу структури і динаміки активів і пасивів підприємства?

### 4.4. Управління структурою активів і пасивів підприємства

Аналіз господарської діяльності є важливим етапом у діяльності підприємства, він сприяє підвищенню ефективності прийняття управлінських рішень, контролю та прогнозуванню діяльності підприємства шляхом дослідження змін і розвитку економічних явищ, виявлення відхилень фактичних даних від заданих параметрів та встановлення причинно-наслідкових зв'язків, які спровокували ці відхилення.

Усі етапи аналізу активів не є самодостатніми. Здійснювати стратегічне управління компанією не можливо лише на основі даних бухгалтерського обліку та фінансової звітності. У той же час неможливо провести стратегічний аналіз активів без їх кількісних оцінок, які відображаються у бухгалтерських та фінансових звітах. В умовах інноваційної економіки задача економічного аналізу активів ускладнюється. Оскільки, крім проходження всіх зазначених етапів аналізу, необхідно адаптувати їх до умов сучасності. Така адаптація, у першу чергу, повинна полягати у визначенні відповідності наявних активів короткостроковим і довгостроковим цілям підприємства, що може виражатися у таких узагальнених показниках, як стійкість конкурентної позиції підприємства та

стабільність функціонування, які характеризують діяльність підприємства незалежно від специфіки галузі, ринку, тощо.

Сучасний етап розвитку економіки України вимагає від суб'єктів господарювання підвищення ефективності використання кожної одиниці активів та пасивів підприємства, що перебувають у їх власності. Виникає необхідність розробки та впровадження таких підходів до управління активами і пасивами, які б забезпечували конкурентоспроможність, фінансову стійкість та інвестиційну привабливість підприємства. Основний проблемний аспект управління всіма активами підприємства полягає у виборі адекватних методів та аналітичних процедур, що дозволяють виявляти, оцінювати, формувати необхідні підприємству стратегічні активи та забезпечувати безпосередньо ефективну політику управління ними. Вирішення цього завдання можливе шляхом створення та розвитку методологічних підвалин стратегічної діагностики активів підприємства, яка передбачатиме системне дослідження фінансів організації, виявлення комплексу взаємопов'язаних питань, що дадуть відображення об'єктивного стану справ організації, її систем управління.

Якщо розглядати управління пасивами підприємства, то можна сказати, що основна його задача полягає у забезпеченні стійкої фінансової діяльності підприємства. Управління пасивами підприємства скероване на вирішення таких основних завдань:

- 1) формування достатнього обсягу капіталу, що забезпечить необхідні темпи економічного розвитку підприємства;
- 2) оптимізація розподілу сформованого капіталу за видами діяльності та напрямками використання;
- 3) забезпечення умов досягнення максимальної доходності капіталу при запланованому рівні фінансового ризику;
- 4) забезпечення мінімізації фінансового ризику, пов'язаного з використанням капіталу, при запланованому рівні його доходності;
- 5) забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства у процесі його розвитку;

- 6) забезпечення достатнього рівня фінансового контролю над підприємством з боку його засновників;
- 7) забезпечення достатньої фінансової гнучкості підприємства;
- 8) оптимізація обігу капіталу;
- 9) забезпечення своєчасного реінвестування капіталу.

Отже, в основу системи управління пасивами покладено концепцію їх структури. Під структурою капіталу розуміється співвідношення власного й позикового капіталу в цілому й у розрізі складових елементів. Формування структури капіталу здійснюється під впливом комплексу факторів, до яких за винятком стартової забезпеченості ресурсами відноситься також доступність джерел фінансових ресурсів, характер відповідальності за користування ресурсами, плата за ресурси.

Управління формуванням структури капіталу, як складова управління загалом є системою принципів і методів розроблення та реалізацією управлінських рішень, пов'язаних із установленням оптимальних параметрів його обсягу та структури, а також його залучення з різних джерел та в різноманітних формах для здійснення господарської діяльності підприємства.

Завдання управління активами підприємства можна поділити на завдання управління оборотними і необоротними активами. При управлінні оборотними активами необхідно комплексно оцінювати їх позитивні та негативні сторони порівняно з необоротними активами.

Основне завдання управління необоротними активами полягає у забезпеченні своєчасного оновлення основних виробничих фондів та високої ефективності їх використання. Можливості оперативного управління необоротними активами незначні.

І, навпаки, політика управління оборотними активами відзначається значною маневреністю, можливістю активного впливу на їх розмір, склад, структуру, оборотність, ліквідність та прибутковість.

До основних завдань управління оборотними активами належать :

1. Забезпечення безперервності виробничого процесу. Для реалізації цього завдання необхідно сформулювати окремі види активів відповідно до обсягів.
2. Прискорення оборотності загальної суми оборотних активів. Це завдання управління оборотними активами реалізується шляхом збільшення частки активів з високою оборотністю і зменшення частки активів, що обертаються повільно.
3. Забезпечення ліквідності оборотних активів, достатньої для підтримки платоспроможності підприємства за поточними фінансовими зобов'язаннями. Це управлінське завдання реалізується за допомогою постійного контролю за розміром оборотних активів у грошовій, абсолютно ліквідній формі, а також шляхом забезпечення відповідної частини високоліквідних активів у вигляді поточних фінансових інвестицій та інших активів, які за необхідності можуть швидко трансформуватися у грошові кошти.
4. Забезпечення підвищення рентабельності оборотних активів. Реалізувати це управлінське завдання можна шляхом своєчасного використання тимчасово вільних залишків грошових активів для формування ефективного портфеля поточних фінансових інвестицій, що можуть принести підприємству прямий дохід у формі процентів або дивідендів, розміщення коштів на депозит, відкриття контокорентних рахунків у банку. З метою максимізації прибутковості оборотних активів необхідно оптимально поєднувати активи, що дають прямий дохід, і ті активи, які такого доходу не приносять.
5. Мінімізація ризиків і втрат, пов'язаних з формуванням і використанням оборотних активів. Усі види оборотних активів тією чи іншою мірою пов'язані з ризиком втрати. Так, грошовим активам, в основному, властивий ризик інфляційних втрат; поточним фінансовим інвестиціям – ризик втрати частини доходу у зв'язку з несприятливою кон'юктурою фінансового ринку, а також ризик інфляційних втрат; дебіторській заборгованості – ризик неповернення або несвоєчасного повернення, а також ризик інфляційних втрат; запасам товарно-матеріальних цінностей – ризик втрати від форс-мажору і природного убутку та ін.

Стратегія управління капіталом (пасивами) підприємства спрямована на вирішення таких основних завдань:

1. Формування достатнього обсягу капіталу, що забезпечить необхідні темпи економічного розвитку підприємства.
2. Оптимізація розподілу сформованого капіталу за видами діяльності та напрямками використання.
3. Забезпечення умов досягнення максимальної доходності капіталу за запланованого рівня фінансового ризику.
4. Забезпечення мінімізації фінансового ризику, пов'язаного з використанням капіталу, при запланованому рівні його доходності.
5. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства у процесі його розвитку.
6. Забезпечення належного рівня фінансового контролю над підприємством з боку його засновників.
7. Забезпечення належної фінансової гнучкості підприємства.
8. Оптимізація обігу капіталу.
9. Забезпечення своєчасного реінвестування капіталу.

Управління капіталом підприємства, як і весь процес управління, охоплює стратегію і тактику управління. Під стратегією розуміють загальний напрямок і спосіб використання засобів для досягнення поставленої мети. Встановлюючи визначені правила й обмеження, стратегія дає змогу сконцентрувати зусилля на тих варіантах рішень, що не суперечать обраному напрямку управлінської діяльності. Тактика управління – це конкретні методи і прийоми досягнення поставленої мети у визначеній ситуації й у визначений момент часу. Завдання тактики управління – вибір найбільш оптимального рішення і способів його втілення в ситуації, яка склалася.

Існують такі базові стратегії управління капіталом:

- консервативна, метою якої є отримання доходності вище, ніж по банківських депозитах за значно менших ризиків, ніж на ринку акцій;

- збалансована, де очікується отримання доходності, що порівнюється з середньоринковою за найбільш ліквідними акціями, але з меншим ризиком;
- ризикова, де метою є отримання максимального приросту активів;
- індексна призначена для інвесторів, які мають за мету отримання інвестиційного доходу з портфеля цінних паперів, сформованого на основі індексу.

### **Контрольні питання**

1. Які основні завдання вирішує управління пасивами підприємства?
2. У чому полягають основні завдання управління активами підприємства?
3. Що являють собою стратегія та тактика управління капіталом підприємства?
4. У чому полягає взаємозв'язок між вибором стратегії управління капіталом та зміною вартості підприємства?

## **5. УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ ПІДПРИЄМСТВА**

- 5.1. Інформаційно-методичне забезпечення управління прибутком.
- 5.2. Цінова політика підприємства та її вплив на формування доходів.
- 5.3. Управління витратами підприємства.
- 5.4. Дивідендна політика підприємства та її вплив на його вартість.

### **5.1. Інформаційно-методичне забезпечення управління прибутком**

Функціонально-організаційна модель управління фінансами суб'єкта господарювання спрямована на забезпечення стабільності його фінансово-господарської діяльності та підтримання конкурентоспроможності у короткостроковій та довгостроковій перспективах. Цього можливо досягти, перш

за все, за рахунок забезпечення прийняттого та стабільного рівня самофінансування потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності. Тому, зважаючи на той факт, що основним джерелом самофінансування підприємств є прибуток, важливим напрямком управління вартістю підприємства залишається управління прибутком. У свою чергу, ефективність та результативність моделі управління прибутком суб'єкта господарювання в ринковому середовищі безпосередньо залежить від рівня адекватності інформаційно-методологічного забезпечення такої моделі, під яким необхідно розуміти сукупність інформаційних каналів отримання, первинного зведення, увільнення та обробки фінансової інформації з метою покриття потреб планування та контролінгу процесу формування, розподілу та споживання прибутку суб'єкта господарювання як інтегрального показника ефективності його підприємницької діяльності.

Під моделлю управління прибутком суб'єкта господарювання необхідно розуміти сукупність фінансово-правових та організаційно-технічних механізмів та прийомів прогнозування, планування та контролю витрат та доходів підприємства з метою забезпечення підтримання прийняттого рівня рентабельності діяльності суб'єкта господарювання у довгостроковій перспективі, а також досягнення інших цілей, визначених корпоративною стратегією.

Визначаючи поняття управління прибутком, необхідно чітко усвідомлювати, що прибуток не є безпосереднім об'єктом управління, оскільки його абсолютна величина являється результуючим показником і безпосередньо залежить від зміни абсолютних величини інших фінансових показників господарської діяльності суб'єкта господарювання – доходів та витрат суб'єкта

Хоча перед кожним із визначених блоків стоять власні завдання, їх реалізація спрямована на досягнення загальних спільних цілей, що стоять перед моделлю управління прибутком суб'єкта господарювання. Так, виходячи із функціонально-організаційних особливостей та базових характеристик моделі управління прибутком як складового блоку фінансового менеджменту, можна

виділити сукупність відособлених, цілісних та логічно взаємоузгоджених цілей, зокрема:

- 1) максимізація добробуту власників;
- 2) максимізація ринкової вартості підприємства;
- 3) підтримання конкурентоспроможності у довгостроковому періоді;
- 4) забезпечення ліквідності підприємства та його платоспроможності;
- 5) підтримання прийнятного рівня самофінансування суб'єкта

господарювання;

- б) підтримання інвестиційної привабливості підприємства

та інші цілі відповідно до визначених цілей, досягнення яких ставлять перед моделлю управління прибутком суб'єкта господарювання, формулюються завдання управління прибутком як форми поточної конкретизації цілей такого управління.

Подальша конкретизація завдань управління прибутком здійснюється на рівні функціонально-організаційних блоків моделі управління прибутком суб'єкта господарювання, основні з яких були визначені вище.

Зважаючи на важливість інформаційного забезпечення в управлінні вартістю підприємства, а також об'єктивну необхідність публічного звітування суб'єкта господарювання перед іншими економічними агентами через оприлюднення публічної фінансової звітності, доцільно більш детально зупинитися та розглянути особливості формування фінансової звітної, її впливу на модель управління прибутком суб'єкта господарювання та провести співвідношення між фінансовим та управлінським обліком.

До фінансової звітності суб'єктів господарювання відносять (1) баланс, (2) звіт про фінансові результати, (3) звіт про рух грошових коштів, (4) звіт про власний капітал та (5) примітки до фінансової звітності. Для потреб моделі управління прибутком суб'єкта господарювання основне значення має Звіт про фінансові результати, у якому відображаються основні параметри формування прибутку суб'єкта господарювання за звітний період, а також баланс та примітки до фінансової звітності. Слід відмітити, що фінансова звітність має двояке



значення для моделі управління прибутком суб'єкта господарювання, що наведено нижче:

По-перше, інформація фінансових звітів є основою для проведення ретроспективного аналізу фінансових результатів діяльності суб'єкта господарювання та фінансово-математичного обґрунтування тенденцій та трендів, а також прогнозування та планування основних фінансових показників господарської діяльності суб'єкта господарювання.

По-друге, фінансова інформація є доступною для зовнішніх осіб і може використовуватися ними для оцінки результатів діяльності суб'єкта господарювання, що висуває проблему інформаційної прозорості діяльності суб'єкта господарювання (далеко не завжди підприємство радо йде на оприлюднення окремих фінансових даних щодо господарської діяльності), у тому числі, використання дозволених методів управління інформацією, що підлягає оприлюдненню у публічній фінансовій звітності.

Визначення проблеми інформаційної прозорості господарської діяльності підприємства взагалі та моделі управління прибутком зокрема визначає форму узгодження та співставлення фінансового та управлінського обліку на підприємства, при цьому, як правило, на підприємстві провадиться як фінансових, так і управлінський облік, що є об'єктивною необхідністю та у жодному випадку не може розглядатися як порушення правових норм. Загалом, і фінансовий, і управлінський облік використовується підприємством для вирішення різних завдань та цілей, хоча і базується при цьому на єдиній інформаційній базі та спільних методах та технологіях. Так, у загальному випадку, управлінський облік спрямований на інформаційне забезпечення (у тому числі, моделі управління прибутком) достовірними, повними та оперативними фінансовими даними щодо основних параметрів фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання, фінансовий – вирішує питання зведення, обробки, оптимізації та підготовки фінансової інформації щодо господарської діяльності суб'єкта господарювання для оприлюднення через публічну фінансову звітність.

При цьому, використання тих чи інших форм управління визначається специфікою господарської діяльності підприємства та його фінансовою стратегією, відповідно, модель управління прибутком для різних підприємств однозначно буде відрізнятися, що дозволяє говорити про існування різних стратегій управління. Однак, усю сукупність таких моделей можна згрупувати та виділити таку їх типологію:

агресивна (наступальна) стратегія – забезпечення максимізації рівня реалізації через стимулювання збуту з метою збільшення прибутку суб'єкта;

захисна стратегія – забезпечення контролю витрат з метою збільшення прибутку суб'єкта господарювання як різниці між абсолютною величиною доходів та витрат, стратегія є ефективною у довгостроковій перспективі;

диверсифікована стратегія – поєднує у собі виважений компроміс між агресивною та захисною стратегіями, що дозволяє взаємоузгодити переваги та недоліки обох варіантів стратегій управління прибутком суб'єкта господарювання.

Модель управління прибутком суб'єкта господарювання – це взаємопов'язані функціонально-організаційні блоки, що пов'язані із вирішенням конкретних завдань, а також сукупність фінансово-математичних методів, які формують методологічну основу узгодження окремих блоків моделі. У свою чергу, метод управління прибутком підприємства можна визначити таким чином: метод управління прибутком суб'єкта господарювання – сукупність конкретних методик, технологій, способів та прийомів обґрунтування управлінських фінансових рішень формування витрат та доходів підприємства, а також форм їх виконання з метою забезпечення прийнятного рівня рентабельності фінансово-господарської діяльності такого суб'єкта господарювання.

У моделі управління прибутком суб'єкта господарювання можна визначити ряд особливостей, у тому числі:

1) об'єктом управління в моделі являється не факторний, а результуючий показник – прибуток як результат взаємодії витрат суб'єкта господарювання та його доходів;

2) модель управління прибутком цілісно інтегрує функціонально-організаційні блоки інших моделей (наприклад, бюджетування, управління дебіторською заборгованістю та інші);

3) модель управління прибутком взаємоузгоджується із потребами управління фінансуванням суб'єкта господарювання за рахунок власного капіталу;

4) управління прибутком суб'єкта господарювання ґрунтуються, переважно, на методах фінансового контролінгу (наприклад, ABC-аналіз та інші) тощо.

Важливим елементом моделі управління прибутком підприємства є правове поле реалізації згаданої моделі, під яким слід розуміти сукупність кодексів та законів України, Указів Президента України, постанов Кабінету Міністрів, нормативних актів органів державного регулювання, що у межах своїх повноважень провадять державне регулювання підприємницької діяльності, а також сукупність внутрішньогосподарських документів. Звичайно, таке законодавче поле не існує відокремлено і є органічною складовою фінансового права.

Загалом, правове поле антикризового фінансового менеджменту проявляється двояко. По-перше, це сукупність нормативно-правових актів, які регулюють фінансово-економічні та організаційно-правові аспекти реалізації моделі управління прибутком суб'єкта господарювання. Серед таких нормативно-правових актів, які безпосередньо чи опосередковано регулюють фінансові відносини на підприємстві, що пов'язані із планування, контролем, формуванням, розподілом, перерозподілом та споживанням прибутку суб'єкта господарювання, можна виділити такі групи: (1) законодавчі акти; (2) підзаконні нормативні акти; (3) внутрішньогосподарські документи. По-друге, це сукупність державних органів, які здійснюють реалізацію певних функцій по державному регулюванню фінансів суб'єктів господарювання взагалі та управління прибутком підприємством зокрема, а також об'єктивно сформовані та відтворювані форми та методи участі держави у системі економічних відносин щодо підприємницької

діяльності в ринковому середовищі України підприємств шляхом вироблення відповідних фінансових та економіко-правових норм та правил.

Для ефективної реалізації моделі управління прибутком суб'єкта господарювання підприємство має право приймати внутрішньогосподарські нормативні документи, спрямовані на вирішення таких питань: (1) конкретизація положень законодавчих та підзаконних актів, а також визначення порядку їх виконання на підприємстві; (2) врегулювання питань, які віднесено до компетенції підприємства; (3) визначення питань, які не врегульовані законодавчими та підзаконними актами тощо. Слід відмітити, що прийняття внутрішньогосподарських документів можливе виключно у межах компетенції відповідного органу управління підприємством, при цьому, звичайно, такі документи не повинні суперечити чинному законодавству України.

### **Контрольні питання**

1. Поясніть роль управління прибутком в управлінні вартістю підприємства.
2. Назвіть основні цілі управління прибутком підприємства.
3. Які документи фінансової звітності служать інформаційною базою для управління прибутком?
4. Охарактеризуйте основні стратегії управління прибутком підприємства.
5. Назвіть особливості моделі управління прибутком.
6. На вирішення яких питань спрямована розробка внутрішньогосподарських нормативних документів?

### **5.2. Цінова політика підприємства та її вплив на формування доходів**

Цінова політика суб'єкта господарювання являється невід'ємним елементом моделі управління прибутком суб'єкта господарювання, визначаючи

функціонально-організаційні основи формування доходів такого підприємства. А зважаючи на той факт, що основу доходів суб'єкта господарювання (і, відповідно, прибутку) формує виручка від реалізації товарів (надання послуг чи виконання робіт), ключовим завданням управління вартістю підприємства є саме забезпечення формування необхідної величини доходів із стабільним розподілом у просторі та часі. У свою чергу, ефективність та результативність формування доходів суб'єкта господарювання як складової моделі управління його прибутком безпосередньо залежить від адекватності фінансового забезпечення цінової політики суб'єкта господарювання, у тому числі, методологічного забезпечення.

Важливим елементом цінової політики підприємства в моделі управління прибутком є визначення ціни продукції суб'єкта господарювання, її видів, а також структури. Для потреб управління прибутком прийнято виділяти сукупність фінансових показників, що характеризують та визначають абсолютну величину ціни продукції суб'єкта господарювання, у тому числі: (1) собівартість одиниці продукції (у тому числі, величина умовно-змінних витрат на одиницю продукції та величини умовно-постійних витрат на одиницю продукції); (2) прибуток на одиницю продукції; (3) оптова ціна одиниці продукції; (4) відпускна ціна одиниці продукції тощо.

Виокремлення ряду фінансових показників, що характеризують структуру ціни продукції підприємства здійснюється з метою інформаційного забезпечення аналізу та прийняття управлінських рішень. Оптова ціна продукції підприємства є джерелом формування фінансових ресурсів підприємства, оскільки це грошовий потік, що надходить у повне розпорядження суб'єкта господарювання на основі якого формується два основні фонди собівартість продукції та прибуток:

$$Ц_{\text{опт}} = \text{собівартість} + \text{прибуток}. \quad (45)$$

Відпускна ціна продукції суб'єкта господарювання відповідає величині грошових коштів, що їх сплачує покупець за визначену кількість товару при її купівлі. При цьому вона включає у себе сукупність платежів, щодо яких суб'єкт

господарювання виступає у якості номінального платника, - непрямі податки (акциз та податок на додану вартість):

$$\text{Цвїд} = \text{Цопт} + \text{акциз} + \text{ПДВ}. \quad (46)$$

Формування прибутку суб'єкта господарювання як винагороди за підприємницький ризик неможливе без відповідної реалізації створеної доданої вартості на товарному ринку за грошові кошти, це, у свою чергу, визначає об'єктивну необхідність дослідження фінансових процесів, що пов'язані із реалізацією продукції суб'єкта господарювання на ринку. Визначаючи цінову політику підприємства як вираження функціонально організаційного блоку управління доходами суб'єкта господарювання від операційної діяльності, необхідно розуміти, що в її рамках вирішується проблема стимулювання збуту, у тому числі і обґрунтування фінансових механізмів такого стимулювання.

Під фінансовими механізмами стимулювання збуту продукції суб'єкта господарювання необхідно розуміти сукупність методів та технологій формування фінансово сприятливих умов для отримання покупцем відповідної продукції, перш за все, строків відвантаження продукції та її оплати, відповідно, можна визначити сукупність фінансових умов реалізації продукції, що визначають прийнятність форми її реалізації суб'єктом господарювання для споживача з фінансової точки зору.

Серед такої сукупності можна виділити такі основні напрямки впливу на формування та реалізацію фінансових відносин між суб'єктом господарювання та його покупцем: (1) рівень базової ціни одиниці продукції; (2) форма грошових розрахунків; (3) термін передплати (післяплати) реалізованої продукції; (4) рівень знижки від базової ціни залежно від обсягів закупки продукції; (5) рівень знижки від базової ціни залежно від категорії покупця; (6) надання відстрочки оплати відвантаженої продукції із відповідною націнкою на базову ціну одиниці такої продукції; (7) рівень знижки від базової ціни при оплаті відвантаженої продукції раніше базового терміну оплати; (8) формування мережі реселлерів та дилерів із

відповідним рівнем відпускної ціни для таких покупців; (9) диференціація націнок та знижок від базового рівня цін відповідно до регулярності ділових контактів із таким підприємством-партнером тощо.

Важливим елементом цінової політики являється обґрунтування параметрів грошових розрахунків, а також їх взаємоузгодження з іншими елементами фінансової політики підприємства, які безпосередньо впливають на порядок, строки та абсолютні величини формування доходів суб'єкта господарювання. Серед таких параметрів ми виділимо (1) фінансовий цикл, (2) ціноутворення; (3) управління дебіторською заборгованістю.

*Фінансовий цикл.* Поняття фінансового циклу при прийнятті управлінських рішень визначає часові характеристики руху товарно-матеріальних цінностей, незавершеного виробництва та готової продукції із корегуванням на особливості грошових розрахунків із контрагентами-постачальниками та покупцями. При цьому, визначення тривалості фінансового циклу (як правило, у днях) дозволяє охарактеризувати порядок проходження грошових коштів від моменту їх вкладання у виробництво (оплата за сировину та матеріали, погашення кредиторської заборгованості) до вивільнення в результаті реалізації готової продукції (оплата рахунків покупцями, інкасація дебіторської заборгованості).

Абсолютний показник тривалості фінансового циклу (у днях) використовується для кількісної та якісної оцінки наступних основних параметрів фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання: (1) визначення абсолютної величини оборотних коштів, (2) планування величини абсолютної дебіторської заборгованості, (3) планування величини абсолютної кредиторської заборгованості, (4) обґрунтування використання форм грошових розрахунків із контрагентами, (5) розрахунок абсолютної величини потреби підприємства у капіталі для фінансування оборотного капіталу, (6) обґрунтування оптимального варіанту структури фінансування потреби у капіталі виходячи із строків мобілізації фінансових ресурсів та їх обліку у межах фінансового циклу тощо. У свою чергу, усі ці елементи тісно пов'язані із цільовим планування величини прибутку суб'єкта господарювання.

Для загального випадку тривалість фінансового циклу буде визначатися таким чином:

$$\bar{\Delta} \text{ запасів} + \bar{\Delta} \text{ незав. вир-ва} \pm \bar{\Delta} \text{ передплата постачальникам} \pm \bar{\Delta} \text{ передплата покупців} \quad (47)$$

Слід звернути увагу на той факт, що особливості розрахунків із постачальниками та покупцями мають різну направленість впливу на тривалість фінансового циклу, що пояснюється формою та порядком виникнення грошових зобов'язань між такими контрагентами. Так, відстрочка оплати рахунків постачальників скорочує тривалість фінансового циклу (і, відповідно, зменшує потребу суб'єкта господарювання у капіталі), відстрочка оплати покупцями рахунків за відвантажену продукцію збільшує тривалість фінансового циклу (що обумовлює іммобілізацію частини оборотних коштів і збільшує потребу суб'єкта господарювання у капіталі для фінансування обігових коштів).

*Ціноутворення.* Формування та обґрунтування ціни на продукцію підприємства є важливим етапом цільового планування прибутку суб'єкта господарювання, при цьому мають вирішуватися такі проблемні питання, зокрема: (1) визначення абсолютного рівня ціни за одиницю виміру продукції (наприклад, за штуку, за тону і т.д.); (2) обґрунтування масштабів та абсолютних величини знижок для різних категорій покупців залежно від їх категорії; (3) обґрунтування зміни базової ціни одиниці продукції залежно від зміни базових умов грошових розрахунків, у тому числі: (4) обґрунтування надбавки до базової ціни при наданні відстрочки (від базового терміну) в оплаті відвантаженої продукції; (5) визначення рівня знижки від базової ціни при забезпеченні покупцем оплати відвантаженої продукції у більш ранні строки (від базового терміну).

Метою формування такої системи цін є: (1) прискорення оборотності вкладеного капіталу суб'єкта господарювання, (2) компенсація втрат за рахунок мобілізації додаткових фінансових ресурсів для покриття іммобілізації обігових



коштів; (3) економія на витратах обігу за рахунок прискорення інкасації рахунків покупців та деякі інші. При цьому, основними факторами, що визначають відхилення від базового рівня ціни являються (1) конкурентна позиція підприємства на цільовому ринку, (2) наявність мережі збуту продукції підприємства, (3) відсоток за короткостроковими кредитами банків, (4) можливості залучення суб'єктом господарювання додаткових фінансових ресурсів тощо.

*Управління дебіторською заборгованістю суб'єкта господарювання.* Як уже відзначалося, формування та обіг дебіторської заборгованості суб'єкта господарювання безпосередньо позначається на тривалості фінансового циклу, а, отже, і на абсолютній потребі підприємства у капіталі та величині витрат обігу, що, у свою чергу, визначає формування прибутку суб'єкта господарювання. Таким чином, цільове планування прибутку передбачає визначення основних параметрів дебіторської заборгованості як складового елемента його цінової політики. Управління дебіторською заборгованістю використовує сукупність принципів та технологій, що характерні як для цінової політики підприємства, так і для управління грошовими розрахунками суб'єкта господарювання. Таке твердження дозволяє виокремити управління дебіторською заборгованістю як цілісний та завершений функціонально-організаційний блок, що передбачає використання сукупності фінансово-математичних методів, інших методик, технологій, способів та прийомів обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо зміни абсолютної величини або оптимізації структури дебіторської заборгованості, а також форм їх виконання.

Використання моделі управління дебіторською заборгованістю для потреб цільового планування передбачає здійснення таких взаємоузгоджених ітерацій: (1) комплексний аналіз фінансової інформації щодо дебіторської заборгованості суб'єкта господарювання, інтерпретація значень основних фінансових показників та коефіцієнтів, що використовуються для такого аналізу; (2) формування основних параметрів динаміки (тренда) розвитку ситуації із оплатою контрагентами рахунків за відвантажену продукції та інкасації дебіторської

заборгованості; (3) визначення та оцінка рівня впливу дебіторської заборгованості на формування абсолютної величини прибутку підприємства та обґрунтування можливостей контролю з боку суб'єкта господарювання за таким впливом; (4) обґрунтування оптимального терміну надання відстрочки оплати рахунків покупцями та визначення відносного рівня необхідної націнки на базову ціну одиниці продукції; (5) визначення можливості та доцільності мобілізації фінансових ресурсів шляхом рефінансування дебіторської заборгованості (наприклад, використання обліку векселів, факторингу та форфейтингу боргових вимог підприємства до третіх осіб); (6) попередження формування та контроль простроченої та безнадійної дебіторської заборгованості тощо.

### **Контрольні питання**

1. Поясніть взаємозв'язок цінової політики та управління прибутком підприємства.
2. Яким чином формуються оптові та відпускні ціни?
3. Охарактеризуйте параметри грошових розрахунків, що впливають на формування доходів підприємства.
4. Що розуміється під фінансовими механізмами стимулювання збуту продукції?

### **5.3. Управління витратами підприємства**

Рівень та абсолютна величина витрат суб'єкта господарювання безпосередньо впливає на формування його прибутку як результату підприємницької діяльності. Зважаючи на той факт, що формуванню прибутку суб'єкта господарювання об'єктивно передують фінансування та покриття всіх витрат за рахунок доходів такого суб'єкта господарювання від реалізації товарів (надання послуг чи виконання робіт), то ключовим завданням управління

вартістю на підприємстві є саме контроль за рівнем формування витрат, у тому числі їх мінімізації та забезпечення стабільності розподілу у просторі та часі. При цьому, ефективність та результативність управління витратами як складової моделі управління його прибутком безпосередньо залежить від адекватності фінансового забезпечення таких взаємопов'язаних фінансово-управлінських ітерацій: (1) планування та прогнозування рівня витрат; (2) контроль за формування витрат; (3) виявлення відхилень від планових показників та ідентифікація причин таких відхилень, їх нейтралізація або врахування; (4) пошук та кількісна оцінка резервів зменшення витрат суб'єкта господарювання, визначення та обґрунтування механізмів їх мобілізації та деякі інші.

Важливим елементом реалізації завдань та досягнення цілей управління витратами, від якого залежить її загальна ефективність, є методологічне забезпечення (перш за все, інструментарію) організації такого управління. Відповідно, під методологічним забезпеченням необхідно розуміти сукупність форм та методів фінансування та організаційного наповнення інформаційних каналів, первинного зведення, узагальнення та обробки фінансової інформації з метою обґрунтування та оптимізації параметрів формування витрат суб'єкта господарювання (наприклад, О/Р - аналіз, вартісний аналіз тощо).

Прийняття управлінських рішень у сфері управління витратами суб'єкта господарювання передбачає чітке розмежування всієї сукупності витрат на певні групи та види, при цьому досягаються такі цілі, зокрема: (1) узагальнення та початкова обробка первинної фінансової інформації, (2) визначення сукупності однорідних витрат, (3) обґрунтування центрів витрат та їх структурування тощо. Так, відповідно до класифікаційних ознак прийнято виділяти такі види витрат суб'єктів господарювання:

- виходячи із зміни абсолютної величини витрат суб'єкта господарювання при зміні обсягів випуску продукції розрізняють умовно-постійні (не залежать від зміни обсягів виробництва) та умовно-змінні (змінюються паралельно зміні обсягів виробництва) витрати;

- ідентифікуючи порядок та спосіб перенесення витрат на продукцію підприємства розрізняють прямі витрати (безпосередньо пов'язані із виготовленням продукції, наданням послуг чи виконанням робіт) та непрямі витрати (пов'язані із фінансування додаткових чи обслуговуючих процесів);
- визначаючи періодичність виникнення та часові характеристики розрізняють постійні (витрати, що регулярно виникають при здійсненні суб'єктом господарювання фінансово-господарської діяльності, наприклад: заробітна плата, податки) та одноразові витрати (що мають нерегулярний характер, наприклад: купівля ліцензій);
- відповідно до співвідношення витрат суб'єкта із потребами виробничого процесу розрізняють виробничі витрати (витрати, що обумовлені технічними, організаційними та іншими особливостями виробничого процесу) та невиробничі витрати (витрати, що мають другорядний характер);
- для потреб контролінгу витрат у системі цільового планування прибутку суб'єкта господарювання виділяють групи витрат відповідно до центрів їх виникнення, або ж до цільового їх призначення (наприклад, витрати по окремих структурних підрозділах або витрати на виробництво окремих видів продукції).

Структурування витрат суб'єкта господарювання тісно пов'язано з порядком визнання витрат суб'єктом господарювання, що безпосередньо визначає приналежність визначеним витратам тих чи інших класифікаційних ознак. Слід звернути увагу на той факт, що дата визнання витрат визначає формування абсолютної величини валових витрат такого суб'єкта господарювання за звітний період у податковому обліку і, відповідно, оподатковуваний прибуток та податкові зобов'язання суб'єкта господарювання з податку на прибуток підприємств. Так, на основі цього можна стверджувати, що відстрочення моменту визнання витрат суб'єктом господарювання призводить до фінансових витрат останнім за рахунок завищення величини поточних податкових зобов'язань, а

також викривлення інформації у публічній фінансовій звітності суб'єкта господарювання (завищення абсолютної величини прибутку).

У структурі блоку управління витратами суб'єкта господарювання важливе місце відводиться оптимізації процесу формування витрат, що реалізується шляхом використання сукупності різноманітних фінансово-математичних методів та моделей обґрунтування як абсолютної та відносної величини, так і структури витрат. Управління витратами суб'єкта господарювання із використанням методів оптимізації передбачає реалізацію сукупності взаємоузгоджених ітерацій, що є спільними для всіх методів і можуть несуттєво відрізнятися у функціонально-організаційному наповненні.

Оптимізація витрат підприємства спрямована на вирішення таких питань: (1) оцінку обґрунтованості абсолютної величини витрат, (2) її відповідність плановим величинам, (3) оцінку факторів формування величини та структури витрат, (4) своєчасне виявлення резервів зменшення витрат та (5) виявлення та обґрунтування механізмів мобілізації таких резервів, відповідно, оптимізація витрат суб'єкта господарювання є одним із сукупності технологій цільового планування прибутку, що визначає параметри моделі управління прибутком суб'єкта господарювання. При цьому, під методом оптимізації абсолютної величини витрат підприємства може розумітися органічна сукупність фінансових, математичних та статистичних прийомів цільового моделювання фінансових процесів та показників, що дозволяють із прийнятним рівнем статистичної достовірності обґрунтовувати управлінські рішення щодо визначення абсолютної величини чи структури витрат суб'єкта господарювання. Слід відзначити, що серед таких методів оптимізації абсолютної величини витрат суб'єкта господарювання заслуговують на увагу такі: (1) АВС-аналіз; (2) ХУZ-аналіз; (3) вартісний аналіз.

АВС-аналіз являє собою технологію обґрунтування та прийняття управлінських рішень щодо цільової локалізації витрат суб'єкта господарювання для потреб моделі управління його прибутком. Основою АВС-аналізу є поняття „центру витрат" - відокремленого функціонально організаційного процесу або

явища (технологічна операція, угода і т.д.), що пов'язаний із формування однорідної сукупності витрат підприємства. Центр витрат може розглядатися як у масштабах усього підприємства, окремого структурного підрозділу, або ж іншого об'єкта аналізу. Типова сукупність центрів витрат підприємства може включати (1) обслуговування обладнання, (2) поставка сировини та матеріалів, (3) доставка продукції покупцям, (4) науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи, (5) та інші.

Виходячи з визначеного вище, можна обґрунтувати безпосередньо порядок та процедуру реалізації ABC-аналізу, при цьому слід відмітити, що групування витрат суб'єкта господарювання у межах ABC-аналізу реалізується у два етапи - (1) ідентифікація витрат із визначеними базовими показниками (критеріями ідентифікації) та (2) групування ідентифікованих витрат відповідно до центрів витрат, так, загальна структура реалізації ABC-аналізу включає такі складові елементи:

- аналіз техніко-організаційних та фінансових особливостей процесу виробництва продукції (надання послуг чи виконання робіт);
- обґрунтування та визначення центрів витрат суб'єкта господарювання. При цьому рекомендується (на основі досвіду західних підприємств) використовувати 4-х ступінчасту модель аналізу центрів витрат – виготовлення одиниці продукції, виготовлення партії продукції, виготовлення окремого виду продукції, діяльність загального характеру;
- відслідковування розподілу сукупності витрат відповідно до визначених вище центрів витрат;
- оцінка кількісних та структурних параметрів центрів витрат та обґрунтування відповідних управлінських рішень.

Однак, ABC-аналіз має також певні недоліки, зокрема: суб'єктивність обґрунтування та вибору базових параметрів ABC-аналізу; трудомісткість та витратність інформаційного забезпечення, організації та проведення ABC-аналізу.

XYZ-аналіз являє собою технологію обґрунтування управлінських рішень щодо оптимізації абсолютної величини витрат підприємства шляхом виявлення та

ідентифікації резервів їх зменшення, а також визначення методів мобілізації таких резервів. Організація та проведення XYZ-аналізу ґрунтується на таких основних припущеннях, як (1) величина економії витрат підприємства має корегувати із величиною зусиль на виявлення резервів економії та їх мобілізації; (2) співрозмірна економія підприємства на витратах може досягатися, перш за все, шляхом скорочення фінансування тих статей витрат, що складають суттєву частку у структурі сукупних витрат суб'єкта господарювання.

Виходячи з визначеного вище, можна обґрунтувати безпосередньо порядок та процедуру оптимізації абсолютної величини витрат суб'єкта господарювання на основі XYZ-аналізу, при цьому слід відзначити, що групування витрат підприємства у межах XYZ-аналізу реалізується як сукупність послідовних взаємопов'язаних ітерацій - (1) кількісна оцінка абсолютної величини окремої статті витрат та ідентифікацію її відносної частки у сукупних витратах суб'єкта господарювання, (2) ранжування статей витрат відповідно до скорочення відносної частки статті витрат у сукупних витратах суб'єкта господарювання (від статті з найбільшою відносною часткою до найменшої) і, нарешті, (3) групування статей витрат відповідно до їх відносної частки у сукупних витратах. При цьому формується такі три укрупнені групи витрат підприємства:

1. X-витрати: перші найбільші статті витрат, частка яких складає не менше 50 відсотків сукупних витрат суб'єкта господарювання;
2. Y-витрати: наступні статті витрат, частка яких складає не менше 25 відсотків сукупних витрат суб'єкта господарювання;
3. Z-витрати: решта статей витрат, частка яких, відповідно, складатиме не більше 25 відсотків сукупних витрат суб'єкта господарювання.

Зрозуміло, що найбільша увага при виявленні резервів скорочення витрат суб'єкта господарювання або ж оптимізації їх структури зосереджується на групі X-витрат, які спроможні забезпечити максимальну віддачу, у той час як навіть суттєве скорочення статті витрат, що включена до групи Z-витрат, у масштабах підприємства забезпечить несуттєву (а, інколи, і невиправдану) економію, крім того, реалізація XYZ-аналізу передбачає його інтеграцію із іншими фінансово-

математичними методами, оскільки XYZ-аналіз є лише методологічною основою, що дозволяє прискорити прийняття обґрунтованих управлінських рішень, а також скоротити витрати (як фінансові витрати, так і витрати часу) на їх прийняття.

Якщо попередні форми та методи оптимізації абсолютної величини витрат підприємства були зорієнтовані виключно на пошук та мобілізацію резервів скорочення витрат, то вартісний аналіз передбачає дослідження процесу формування витрат суб'єкта господарювання у співвідношенні із їх доцільністю - співставлення (визначення кореляції) абсолютної величини статті витрат на виготовлення продукції із її впливом на рівень якості такої продукції, відповідно, метою аналізу є (1) пошук резервів скорочення витрат суб'єкта господарювання, мобілізація яких не матиме негативного впливу на якість продукції (або інші цільові характеристики, визначені менеджментом підприємства у якості критеріїв оптимізації) або забезпечення напрямків покращення цільових характеристик виробничого процесу та продукції за наявного рівня витрат.

Реалізація моделі вартісного аналізу передбачає, як правило, співвідношення таких послідовних ітерацій - (1) визначення об'єкта аналізу та формування цільової функції (як у масштабах підприємства в цілому, так і його окремих структурних підрозділів, виробництв чи технологічних процесів); (2) формування інформаційної бази аналізу, у тому числі оцінка наявного рівня витрат (в абсолютних та відносних величинах) та функціональних характеристик виробничого процесу та/або продукції; (3) співставлення рівня поточних витрат із відповідним результатом (якістю продукції) та оцінка їх обґрунтованості; (4) формування альтернативних сценаріїв розвитку та обґрунтування оптимального управлінського фінансового рішення; (5) прийняття, виконання та контроль за виконанням такого управлінського рішення.



## Контрольні питання

1. Поясніть взаємозв'язок управління витратами і управлінням прибутком підприємства.
2. Наведіть класифікацію витрат підприємства. Які цілі такого групування?
3. Яка мета оптимізації витрат?
4. У чому полягає ABC-аналіз?
5. Яка послідовність проведення XYZ-аналізу?
6. Що являє собою модель вартісного аналізу?

### 5.4. Дивідендна політика підприємства та її вплив на його вартість

Управління прибутком підприємства нерозривно пов'язане із іншими функціонально-організаційними блоками управління вартістю підприємства, забезпечуючи методологічну основу прийняття управлінських рішень, при цьому, основу таких рішень складають проблеми фінансування потреби підприємства у капіталі, що безпосередньо пов'язано із необхідністю ідентифікації джерела фінансових ресурсів для її покриття та забезпечення їх мобілізації. Зважаючи, що ефективно функціонуючий суб'єкт господарювання орієнтується на покриття потреби у капіталі на операційну діяльність за рахунок грошових потоків, які генеруються в результаті її здійснення, виникає об'єктивна необхідність узгодження абсолютної величини потреби підприємства у капіталі із параметрами та фінансовими показниками цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання як основного джерела її покриття.

При цьому, використання прибутку як джерела покриття потреби підприємства у капіталі (самофінансування суб'єкта господарювання) здійснюється за такими основними напрямками, відповідно до яких і формуються основні елементи системи розподілу прибутку:

- 1) забезпечення погашення податкових зобов'язань суб'єкта господарювання з податку на прибуток підприємств,
- 2) обслуговування залученого у попередніх періодах власного капіталу суб'єкта господарювання,
- 3) формування фондів - коштів та резервів для використання у наступних періодах.

При цьому, важливим завданням цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання на даному етапі є базове узгодження абсолютних величин фінансових ресурсів, необхідних для фінансування зазначених напрямків розподілу та перерозподілу прибутку, та цільової абсолютної величини прибутку підприємства у плановому періоді, досягнення такого узгодження, а також дотримання інших критеріїв та обмежень моделі цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання, що визначає її підсумкову ефективність, являється форма інтеграції та взаємоузгодження із іншими функціональними блоками моделі управління прибутком та методологічне забезпечення як сукупності фінансово-математичного інструментарію обґрунтування управлінських рішень.

Загалом, фінансову проблематику функціонально-організаційного наповнення системи самофінансування суб'єкта господарювання за рахунок прибутку можна розподілити за такими напрямками (проблемними питаннями): (1) податкове планування; (2) формування резервного капіталу; (3) виплата грошових дивідендів; (4) тезаврація прибутку; (5) фінансовий леверидж.

Податкове планування використовується для формування, організації та інформаційно-методологічного забезпечення контролю за затратами підприємства на сплату податків та інших обов'язкових платежів суб'єкта господарювання до державного та місцевого бюджетів, інших централізованих цільових фондів, відповідно. Під податковим плануванням у структурі управління прибутком підприємства необхідно розуміти сукупність фінансово-математичних форм та методів організації інформаційних каналів, первинного зведення, узагальнення та обробки фінансової інформації з метою обґрунтування та оптимізації

управлінських рішень щодо основних параметрів структурування розподілу прибутку суб'єкта господарювання у частині фінансових відносин із державою, а також форм інтеграції та взаємоузгодження із іншими функціональними блоками моделі управління прибутком суб'єкта господарювання (перш за все, управління затратами).

Незважаючи на той факт, що рішення щодо виплати дивідендів відноситься до компетенції загальних зборів акціонерів (власників), порядку обґрунтування управлінських рішень щодо формування маси дивідендів та виплата власникам суб'єкта господарювання грошових дивідендів має відповідати окремий блок у системі цільового планування та прогнозування прибутку (зокрема, при його розподілі та використанні), слід відмітити, що виплата грошових дивідендів є однією із операцій емітента з цінними паперами власної емісії – операцією з виплати доходу за власними цінними паперами. Слід відмітити, що дивіденди за корпоративними правами підприємства є, з одного боку (для суб'єкта господарювання), ціною за право використання капіталу, який він залучив через цінні папери, а з іншого (для власника), - доходом на інвестиції. Слід відмітити, що дохід власника корпоративних прав (акцій) формується з двох джерел: (1) отриманих грошових дивідендів від емітента та (2) приросту ринкової вартості корпоративних прав як окремого об'єкта власності.

Так, відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» власнику акцій акціонерного товариства серед сукупності інших прав, що витікають із акції, гарантується право на участь у прибутках акціонерного товариства через механізм виплати дивідендів: "акція ... дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду...". Визначення ж поняття "дивіденд" подається у Податковому кодексі: дивіденди – платіж, який провадиться юридичною особою на користь власників (довірених осіб власника) корпоративних прав, емітованих такою юридичною особою, у зв'язку з розподілом частини її прибутку.

Реалізація права власників акцій товариства на дивіденди відбувається шляхом формування частини прибутку акціонерним товариством і виплати її у

вигляді дивідендів. Механізм, через який акціонерним товариством відбувається формування частини прибутку та виплата її у вигляді дивідендів, формує дивідендну політику акціонерного товариства, приймаючи до уваги той факт, що джерелом формування дивідендів є чистий прибуток, отриманий суб'єктом господарювання, можна визначити, що дивідендна політика і, відповідно, сукупність фінансово-правових методів обґрунтування управлінських рішень щодо її формування та реалізації є функціонально-організаційним блоком у структурі управління прибутком, зокрема, використання чистого прибутку, при цьому можуть використовуватися ряд теоретичних моделей обґрунтування управлінських рішень щодо виплати грошових дивідендів, зокрема:

- теорія іррелевантності Модільяні-Міллера;
- модель Міллера;
- теорія Гордона Лінтнера або теорія «синиці в руках» ;
- теорія податкових переваг.

Слід відзначити, що, на противагу основним припущенням теорій та моделей, запропонованих західними фінансистами, затвердження управлінських рішень щодо визначення та реалізації дивідендної політики українських підприємств віднесено до компетенції загальних зборів акціонерів (учасників товариства), а менеджмент має лише дорадчий голос.

Проводячи розрахунок ціни капіталу, варто відзначити, що чим нижче величина дивідендів, що виплачуються власникам звичайних акцій, тим нижче середньозважена вартість капіталу, а виходить, вище фінансова ефективність бізнесу і більше обсяг нерозподіленого прибутку.

Це одна з вагомих причин, за яких дивідендна політика підприємства є важливим елементом управління вартістю підприємства.

Друга причина в тому, що грамотна дивідендна політика дозволяє максимізувати ринкову вартість фірми.

Дивідендна політика в широкому розумінні – це зобов'язання компанії за інших рівних умов направляти на користь акціонерів певну частину чистого прибутку.

Закріплення у внутрішніх документах акціонерного товариства порядку розрахунку, затвердження та виплати дивідендів служить цілям інформування акціонерів та зацікавлених осіб про принципи реалізації майнових прав за звичайними і привілейованими акціями.

Дивідендна політика як один із напрямів фінансового менеджменту – рішення, які компанія приймає в залежності від типу, періодичності та розміру виплат власникам звичайних акцій.

Практика розробки дивідендної політики підприємства базується на таких основних теоріях:

- Теорія незалежності ціни капіталу від дивідендної політики:
  - Теорія іррелевантності (або безвідносності) дивідендів будується на тому, що вартість фірми визначається виключно прибутковістю її активів та її інвестиційною політикою і що пропорції розподілу доходу між дивідендами і реінвестованим прибутком не впливають на сукупне багатство акціонерів, а також, і на ринкову вартість компанії;
- Теорії впливу дивідендної політики на ціну капіталу:
  - Теорія переваги дивідендів доводить, що, виходячи з прагнення уникнути ризику, акціонери завжди віддадуть перевагу дивідендним виплатам сьогодні, чим потенційно можливого доходу в майбутньому, у тому числі і приросту вартості капіталу. Оскільки виплата дивідендів свідчить про стабільність діяльності даної компанії, акціонерів задовольняє менша норма прибутку на інвестований капітал, що призводить до зростання ринкової вартості компанії. Навпаки, відмова від виплати дивідендів збільшує ризик інвестування і викликає збільшення ставки необхідної прибутковості, що веде до зниження ринкової вартості капіталу;
  - теорія зацікавлених осіб передбачає, що компанія повинна здійснювати таку дивідендну політику, яка відповідає очікуванням більшості акціонерів. Та частина акціонерів, яка незгодна з бажанням більшості, реінвестує свій капітал в акції інших підприємств, у результаті чого склад клієнтури стане більш однорідним;

- сигнальна теорія дивідендів побудована на тому, що в основу оцінки ринкової вартості акцій закладений розмір виплачуваних по них дивідендів. Отже, зростання рівня дивідендних виплат викликає зростання ринкової вартості акцій, що при їх реалізації приносить акціонерам додатковий дохід. Крім того, виплата високих дивідендів сигналізує про те, що компанія знаходиться на підйомі й очікує зростання прибутку в майбутньому періоді.

У реальних умовах господарювання прийняття фінансових рішень, пов'язаних з дивідендними виплатами, безперечно, впливає на вартість капіталу і його ринкову ціну.

Вирішальне значення при виборі дивідендної політики на практиці має стратегія розвитку фірми. Одним з ключових питань дивідендної політики є необхідність вибору між двома пріоритетами – інвестувати більшу частину чистого прибутку в цілях майбутнього зростання вартості фірми шляхом нарощування капіталізованої вартості, обмежуючи виплату дивідендів, або вибрати політику високого значення дивідендного виходу, що призводить до зростання ціни акції, щоправда, найчастіше, у короткостроковому періоді. Адже слід ураховувати, що на ціну акції впливає і прогнозований темп приросту. Якщо компанія буде інвестувати незначні кошти в активи, то можливості зростання будуть невеликі і ціна акції впаде.

З точки зору перспектив розвитку фірми, безперечно, майбутнє зростання дивідендів та зростання ціни в майбутньому є для менеджменту фірми кращими. Але не можна скидати з рахунків і інтереси акціонерів-власників фірми. Адже не всі інвестори готові вкладати капітал у фірму з більш високим потенційним зростанням і, отже, отримувати менші дивіденди. Інші воліють отримувати поточний дохід і готові вкладати капітал тільки в компанії з високими коефіцієнтами виплати. Не отримавши очікуваної прибутковості на вкладений капітал, такі акціонери можуть почати продавати свої акції, що загрожує не тільки падінням їхньої ринкової ціни, але і загрозою зосередження в руках стороннього інвестора контрольного або блокуючого пакета акцій і, можливо, зміщення діючого менеджменту компанії.

Формування дивідендної політики включає чотири основні етапи:

- 1) оцінку основних факторів, що визначають формування та реалізацію дивідендної політики;
- 2) визначення типу дивідендної політики та виду дивідендних виплат;
- 3) розробку механізму розподілу прибутку відповідно до обраного типу дивідендної політики;
- 4) оцінку ефективності проведеної дивідендної політики.

Факторами, від яких залежить вибір дивідендної політики фірми, є:

- стратегія розвитку бізнесу;
- розміри отриманого прибутку;
- вимога підтримки достатнього рівня ліквідності;
- наявні обмеження, пов'язані з використанням позикового капіталу;
- можлива диференціація груп акціонерів;
- доступ фірми на ринки капіталу;
- правове регулювання дивідендних виплат та інші.

Дивідендна політика, залежно від підходу до її формування, може бути трьох типів:

1. Консервативна дивідендна політика передбачає, що виплату дивідендів слід проводити в пропорціях, які дозволяють задовольняти потреби виробничого розвитку і більш високими темпами нарощувати вартість чистих активів, а отже і ринкову вартість акцій.

2. Помірна політика нарахування дивідендів полягає в пошуку балансу інтересів акціонерів, які потребують виплати дивідендів, і потреб підприємства в нарощуванні капіталу.

3. Агресивна дивідендна політика передбачає нарахування максимально можливого розміру дивідендів.

При прийнятті конкретних рішень щодо виплати дивідендів компанія вибирає певний вид дивідендної політики:

- залишкова дивідендна політика, яка будується на першочерговому обліку інвестиційних можливостей компанії, обмеженості зовнішніх джерел фінансування або їх високої вартості;
- політика фіксованого дивідендного виходу, при якій компанія встановлює оптимальне значення дивідендного виходу і дотримується його. Але оскільки величина чистого прибутку варіюється по роках, то грошовий вираз дивідендних виплат теж буде різний;
- політика незнижуваних дивідендів (фіксованих дивідендних виплат) на акцію і залишкового підходу до нерозподіленого прибутку, суть якої – ніколи не знижувати щорічний розмір дивіденду на акцію. Перевагою даної методики виплати дивідендів є впевненість акціонерів у незмінності розміру поточного доходу, можливість підтримки постійного курсу вартості акцій на фондовому ринку, недоліком – слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності компанії;
- політика виплати дивідендів акціями, яка може проводитися як при неблагополучному фінансовому стані, так і при тимчасовому недоліку фінансових коштів для реалізації інвестиційних програм при загальній фінансовій стійкості;
- політика викупу власних акцій, яка може розглядатися як дивідендна політика, альтернативна грошовим виплатам дивідендів, оскільки викуп власних акцій означає використання чистого прибутку на виплати власникам капіталу;
- політика автоматичного реінвестування дивідендів, при якій акціонер має право вибору між отриманням дивіденду в грошовій формі і покупкою на вказану суму додаткової кількості акцій;
- політика низької дивідендної прибутковості і непрямих виплат окремим акціонерам, яка має основною метою утримання контролю над компанією і полягає в непрямих високих виплатах з чистого прибутку окремим групам акціонерів (наприклад, під обґрунтуванням необхідності матеріальної допомоги колишнім працівникам, а нині акціонерам компанії).



Якщо в питанні вибору типу та виду дивідендної політики компанії є повністю самостійними, то порядок і процедура дивідендних виплат регламентуються чинним законодавством. Джерелами коштів для виплати дивідендів відповідно до законодавства є:

- за простими акціями – чистий прибуток товариства та / або нерозподілений прибуток;
- за привілейованими акціями – чистий прибуток та / або нерозподілений прибуток, резервний капітал, а також спеціальний фонд.

Для оцінки ефективності проведеної компанією дивідендної політики використовується безліч показників. Розглянемо основні з них.

Коефіцієнт дивідендного виходу – основний аналітичний показник, що характеризує політику фіксованого дивідендного виходу. Цей коефіцієнт показує, яка частина чистого прибутку компанії спрямовується на виплату дивідендів за звичайними акціями.

$$\text{Коефіцієнт дивідендного виходу} = \frac{\text{Дивіденд на одну звичайну акцію}}{\text{Прибуток, що припадає на одну звичайну акцію}} \quad (48)$$

Показник дивідендного доходу, що розраховується як відношення суми дивіденду, виплаченого на одну звичайну акцію, до ринкової ціни цієї акції, є мірою поточного доходу, тобто доходу акціонера без обліку приросту вартості капіталу компанії. Підвищення дивідендного доходу може бути викликано не тільки збільшенням дивідендних виплат на акцію, а й зниженням ринкової ціни акції.

Коефіцієнт співвідношення ринкової ціни і прибутку на одну звичайну акцію показує ціну, яку акціонери платять за одиницю доходу даної компанії.

Рівень дивідендних виплат на одну звичайну акцію визначається як відношення різниці між загальною сумою фонду дивідендних виплат і сумою фонду дивідендних виплат за привілейованими акціями до кількості звичайних акцій, емітованих акціонерним товариством.

Окремим важливим напрямком у структурі цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання у частині його розподілу та використання являється фінансовий механізм тезаврації прибутку, під яким слід розуміти сукупність фінансово-правових операцій щодо спрямування частини чистого прибутку суб'єкта господарювання на формування (збільшення абсолютної величини) власного капіталу підприємства з метою забезпечення покриття потреби суб'єкта господарювання у капіталі для фінансування інвестиційної та операційної діяльності. Кількісно величина тезаврації прибутку відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився в розпорядження підприємства після сплати податку на прибуток, покриття інших платежів, що здійснюються за рахунок прибутку, формування резервного капіталу, а також обслуговування власного капіталу (нарахування та виплата грошових дивідендів).

Тезаврації прибутку суб'єкта господарювання здійснюється як формування нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) і може використовуватися для фінансування окремих напрямків фінансово- господарської діяльності суб'єкта господарювання шляхом здійснення однієї із наступних господарських операцій:

- додаткове поповнення резервного капіталу суб'єкта господарювання;
- покриття непокритих збитків минулих періодів;
- покриття збитків від переоцінки оборотних та необоротних активів;
- збільшення статутного капіталу суб'єкта господарювання;
- проведення корпоративних операцій із цінними паперами власної емісії (зокрема, викуп акції);
- накопичення резервів у формі нерозподіленого прибутку.

### **Контрольні питання**

1. Наведіть основні напрями, відповідно до яких формуються елементи системи розподілу прибутку.
2. Розкрийте сутність податкового планування.
3. Що представляє собою дивідендна політика підприємства?

4. Які теорії доводять, що дивідендна політика не впливає на вартість підприємства?
5. Охарактеризуйте фактори вибору дивідендної політики підприємства.
6. Перелічіть основні етапи формування дивідендної політики підприємства.
7. Охарактеризуйте типи дивідендної політики підприємства.
8. Наведіть основні показники ефективності дивідендної політики.
9. Що розуміється під тезаврацією прибутку?

## **6. УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА**

- 6.1. Загальна характеристика та основні відмінності між власним та позичковим капіталом підприємства.
- 6.2. Визначення вартості власного та позикового капіталу підприємства.
- 6.3. Теорії, за якими структура капіталу підприємства впливає на його вартість.
- 6.4. Фінансовий леверидж. Ефект фінансового важеля (левериджа).

### **6.1. Загальна характеристика та основні відмінності між власним та позичковим капіталом підприємства**

Формування капіталу є основною початковою умовою створення підприємства.

Термін "капітал" походить від латинського слова "capitalis", що у буквальному перекладі означає "основний, головний". Капітал є однією з фундаментальних економічних категорій, сутність якого розглядали економічна школа фізіократів, представники класичної політекономії А. Сміт та Д. Рікардо, неокласична економічна школа, К. Маркс та інші видатні економісти. Проте досі

не існує універсального визначення капіталу. Виходячи з характеристик капіталу, що складають його сутність в економічній літературі, капітал розглядають як:

1. Об'єкт економічного управління.
2. Накопичену цінність.
3. Виробничий ресурс (фактор виробництва).
4. Інвестиційний ресурс.
5. Джерело доходів.
6. Об'єкт тимчасового надання переваги.
7. Об'єкт купівлі-продажу.
8. Об'єкт власності та розпорядження.
9. Носій фактора ризику.
10. Як носій фактора ліквідності.

Ураховуючи вищенаведене, будемо дотримуватись такого визначення капіталу:

Капітал - накопичений шляхом заощадження запас економічних благ у формі грошових коштів і реальних капітальних товарів, залучений його власниками в економічний процес як інвестиційний ресурс і фактор виробництва з метою отримання доходів, функціонування яких в економічній системі базується на ринкових принципах і пов'язане з факторами часу, ризику і ліквідності.

Є такі основні класифікації капіталу:

1. За належністю підприємству:

- власний капітал;
- позиковий капітал.

2. За цілями використання:

- виробничий капітал (засоби підприємства, які інвестовані в його операційні активи для здійснення виробничо-збутової діяльності);
- позиковий капітал (використовується у процесі інвестування в грошові інструменти (короткострокові та довгострокові депозитні вклади в комерційних

банках), а також боргові фондові інструменти (облігації, депозитні сертифікати, векселі тощо));

- спекулятивний капітал (використовується у процесі здійснення спекулятивних фінансових операцій, що базуються на різниці в цінах).

3. За формами інвестування:

- капітал у фінансовій формі;

- капітал у матеріальній формі;

- капітал у нематеріальній формі.

4. За об'єктом інвестування:

- основний капітал (характеризує ту частину капіталу, яка інвестована в усі види його необоротних активів);

- оборотний капітал (характеризує ту його частину, яка інвестована в усі види його оборотних активів).

5. За формами знаходження у процесі кругообігу:

- капітал у грошовій формі;

- капітал у виробничій формі;

- капітал у товарній формі.

6. За формами власності:

- приватний капітал;

- державний капітал.

7. За організаційно-правовими формами діяльності:

- акціонерний капітал (капітал підприємств, створених у формі акціонерних товариств);

- пайовий капітал (капітал підприємств, створених у формі товариств з обмеженою відповідальністю, командитних товариств, повних товариств, товариств з додатковою відповідальністю тощо);

- індивідуальний капітал (капітал приватних підприємств).

8. За характером використання в господарському процесі:

- виробничий капітал (характеризує ту його частину, яка бере безпосередню участь у формуванні доходів і забезпеченні операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства);

- невиробничий капітал (характеризує ту його частину, яка інвестована в активи, що не беруть безпосередньої участі в здійсненні господарської діяльності підприємства і формуванні його доходів).

9. За характером використання власниками:

- споживчий капітал;

- накопичуваний (капіталізований) капітал.

У процесі формування капіталу необхідно враховувати вартість його залучення з різних джерел. Розглянемо складові власного і позикового капіталу в бухгалтерському балансі підприємства.

Бухгалтерський баланс - це звіт про фінансовий стан підприємства, який відображає на певну дату його активи, зобов'язання та власний капітал. За формою баланс є таблицею з двох частин: ліва (Актив) показує склад, розміщення та використання господарських засобів і складається з трьох розділів; права (Пасив) відображає джерела утворення та цільове використання господарських засобів і складається з чотирьох розділів. Підсумок Активу балансу завжди повинен бути рівним підсумку Пасиву.

Під впливом господарських операцій, які відбуваються на підприємстві, склад засобів та їхніх джерел безперервно змінюється. У бухгалтерському обліку ці зміни відображаються у вигляді збільшення або зменшення відповідних статей Активу і Пасиву балансу.

Але всі ці зміни рівність балансу не порушують. Якщо підсумок Активу і Пасиву балансу не є рівними - баланс складено неправильно, у бухгалтерському обліку допущено помилку.

**Приклад:**

## Баланс (форма № 1)

Пасив	Код рядка	На початок звітнього періоду	На кінець звітнього періоду
1	2	3	4
I. Власний капітал			
Зареєстрований (пайовий) капітал	1400	300	300
Капітал у дооцінках	1405		
Додатковий капітал	1410		
Резервний капітал	1415		
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420		20
Неоплачений капітал	1425	( )	( )
Вилучений капітал	1430	( )	( )
Усього за розділом I	1495	300	320

Власний капітал характеризує загальну вартість засобів підприємства, що належать йому на праві власності та які воно використовує для формування визначеної частини активу. Частина активу, сформована за рахунок інвестованого в підприємство власного капіталу, - чисті активи підприємства. Власний капітал містить у собі різні за економічним змістом, принципами формування і використання джерела фінансових ресурсів: пайовий, додатковий, резервний капітал тощо (табл. 1):

Таблиця 1

## Характеристика складових власного капіталу

Пасив	Код рядка	Коментар до статті
1	2	3
I. Власний капітал		Власний капітал складає статутний капітал, додатковий капітал, нерозподілений прибуток тощо
Зареєстрований (пайовий) капітал	1400	Наводиться зафіксована в установчих документах сума статутного капіталу, іншого зареєстрованого капіталу, а також пайовий капітал у сумі, яка формується відповідно до законодавства
Капітал у дооцінках	1405	У статті наводять суму дооцінки необоротних активів і фінансових інструментів

## Продовження таблиці 1

Додатковий вкладений капітал	1410	Акціонерні товариства показують суму, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їхню номінальну вартість
Резервний капітал	1415	Відображають суму резервів, створених відповідно до статутних документів та чинного законодавства за рахунок нерозподіленого прибутку
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	Відображають суму нерозподіленого прибутку або непокритого збитку. Суму непокритого збитку наводять у дужках, що означає від'ємне значення
Неоплачений капітал	1425	Відображають суму заборгованості учасників товариства за внесками до статутного капіталу. Суму відображають у дужках і при обчисленні підсумку розділу беруть з від'ємним значенням
Вилучений капітал	1430	Відображають вартість акцій власної емісії, викуплених товариством в учасників. Суму відображають у дужках і при обчисленні підсумку розділу беруть з від'ємним значенням
Усього за розділом I	1495	I (1400+1405+1410+1415+1435+ /- 1420-1425-1430)

Також до власного капіталу підприємства відносять безоплатні надходження й урядові субсидії, які відображають у другому розділі пасиву балансу.

Власний капітал характеризують такі основні позитивні особливості:

- простота залучення, оскільки рішення, пов'язані зі збільшенням власного капіталу (особливо за рахунок внутрішніх джерел його формування), приймають власники і менеджери підприємства без необхідності отримання згоди інших господарюючих суб'єктів;

- вища здатність отримання прибутку в усіх сферах діяльності, оскільки при його використанні непотрібна сплата позикового відсотка в усіх його формах;

- забезпечення фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності у довгостроковому періоді, а відповідно, і зниження ризику банкрутства.

Разом із тим, йому властиві недоліки:



- обмеженість обсягу залучення, а, отже, і можливостей істотного розширення діяльності підприємства в періоди сприятливої кон'юнктури ринку;
- висока вартість порівняно з альтернативними позиковими джерелами формування капіталу.

Таким чином, підприємство, що використовує тільки власний капітал, має найвищу фінансову стійкість, але обмежує темпи свого розвитку.

Позиковий капітал товариства характеризує залучені для фінансування розвитку підприємства на поворотній основі кошти чи інші майнові цінності.

Джерела позикового капіталу можна розділити на дві групи - довгострокові (відображають у другому розділі пасиву балансу) і короткострокові (відображають у третьому розділі пасиву балансу). До довгострокового належать ті позикові джерела, термін погашення яких перевищує дванадцять місяців. До короткострокового позикового капіталу можна віднести кредити, позики, а також вексельні зобов'язання з терміном погашення менш одного року та кредиторську заборгованість.

Необхідність залучення позикових коштів як джерела фінансування підприємств визначається характером кругообігу основних і оборотних коштів.

Як правило, за рахунок власних оборотних коштів підприємства створюють мінімальні запаси товарно-матеріальних цінностей. Але потреба в коштах для створення запасів упродовж року коливається, особливо у підприємств із сезонним характером виробництва.

З позиції ефективності використання фінансових ресурсів підприємству раціонально вкладати в оборотні кошти мінімум власних фінансових ресурсів у розмірах, достатніх для створення лише мінімальних запасів товарно-матеріальних цінностей і витрат виробництва; а всі інші потреби в оборотних коштах доцільно задовольняти за рахунок позикових ресурсів.

Позиковий капітал характеризують такі позитивні особливості:

- досить широкі можливості залучення;

- забезпечення зростання фінансового потенціалу підприємства при необхідності суттєвого розширення його активів і зростання обсягу господарської діяльності;

- нижча вартість порівняно з власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту "податкового щита" (вилучення витрат з його обслуговування з бази оподаткування при сплаті податку на прибуток).

У той же час використання позикового капіталу має недоліки:

- використання цього капіталу створює найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства - ризик зниження фінансової стійкості й втрати платоспроможності. Рівень цих ризиків зростає пропорційно зростанню питомої ваги використання позикового капіталу;

- активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, дають меншу (при інших рівних умовах) норму прибутку, яка знижується на суму позикового відсотка, що виплачується;

- висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку;

- складність процедури залучення (особливо у великих розмірах), оскільки надання кредитних ресурсів залежить від рішення інших господарюючих суб'єктів (кредиторів), вимагає у деяких випадках відповідних сторонніх гарантій або застави (при цьому гарантії страхових компаній, банків чи інших суб'єктів господарювання надаються, як правило, на платній основі).

Таким чином, підприємство, що використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал свого розвитку (за рахунок формування додаткового обсягу активів) і можливості приросту фінансової рентабельності діяльності, однак, більшою мірою генерує фінансовий ризик і загрозу банкрутства (які зростають за збільшення питомої ваги позикових коштів у загальній сумі капіталу, що використовується).

Структура капіталу - співвідношення власних і позикових коштів, що використовує підприємство в процесі своєї господарської діяльності. Управління структурою капіталу на підприємстві зводиться до двох основних напрямів:

1) встановлення оптимальних для цього підприємства пропорцій використання власного і позикового капіталу;

2) забезпечення залучення на підприємство необхідних видів і обсягів капіталу для досягнення розрахункових показників його структури.

### **Контрольні питання**

1. Охарактеризуйте поняття «капітал».
2. Наведіть класифікацію капіталу підприємства.
3. Як капітал відображається в бухгалтерському балансі підприємства?
4. Назвіть позитивні риси та недоліки, які характеризують власний капітал підприємства.
5. Назвіть позитивні риси та недоліки, які характеризують позиковий капітал підприємства.
6. Що є джерелом позикового капіталу підприємства?
7. Що представляє собою структура капіталу підприємства?

### **6.2. Визначення вартості власного та позикового капіталу підприємства**

У процесі своєї фінансово-господарської діяльності підприємство використовує як власні, так і залучені кошти. Значна частина залучених коштів отримана підприємством на визначений строк і за користування нею необхідно сплачувати плату у вигляді процента.

Власні кошти перебувають у розпорядженні підприємства протягом усього періоду функціонування і складаються з початково внесених засновниками до статутного капіталу та тих, що накопичуються в результаті успішної діяльності підприємства.

З одного боку, власні кошти підприємства можуть без обмежень використовуватись підприємством у господарській діяльності, а з другого — це кошти, інвестовані засновниками та учасниками підприємства з метою отримання прибутку у вигляді дивіденду. Тобто це кошти, за користування якими також потрібно платити, тільки у вигляді дивіденду. Звичайно, дивіденди можуть не сплачуватись, якщо діяльність підприємства є збитковою. Однак у багатьох випадках, коли підприємство отримує прибутки та успішно функціонує, дивіденди мають регулярний характер і в процентному відношенні перевищують плату за користування позиковими коштами.

Отже, за користуванням як залученими, так і власними фінансовими ресурсами підприємство має сплачувати власникам та кредиторам певну плату. Загальну суму коштів, яку підприємство сплачує за користування визначеним обсягом фінансових ресурсів, називають вартістю капіталу. Як правило, вартість капіталу виражають у процентах до загального обсягу залучених ресурсів. З економічного погляду вартість капіталу відображає суму, яку необхідно сплатити за залучення одиниці капіталу з даного джерела.

З одного боку, вартість капіталу визначає рівень витрат підприємства щодо залучення власного або позикового капіталу, а з другого — визначає рівень доходу кредиторів, які надали позики підприємству, чи акціонерів, які вклали кошти в акції цього підприємства. Величина, яка визначає рівень доходу інвестора — власника облігацій або акцій підприємства, одночасно визначає і вартість відповідного типу капіталу (власного чи позикового). Тому механізм визначення вартості акціонерного та позикового капіталу має багато спільного з механізмом оцінки акцій та облігацій.

Визначимо вартість окремих складових власного та позикового капіталу. Це дасть можливість розрахувати середню вартість усіх фінансових ресурсів підприємства — показник, який відіграє велику роль при проведенні аналізу ефективності використання майна підприємства, у процесі оцінки доцільності капіталовкладень та при прийнятті управлінських рішень щодо формування оптимальної структури капіталу.

Важливим елементом оцінки вартості підприємства є визначення вартості капіталу, який є в його розпорядженні. Це поняття характеризує ціну залучення підприємством фінансових ресурсів. Інакше кажучи, це винагорода, за яку капіталодавці погоджуються вкласти кошти в дане підприємство. Згідно із сучасними тенденціями в теорії і практиці фінансової діяльності вартість капіталу підприємства рекомендується розраховувати на основі використання так званої моделі *середньозваженої вартості капіталу* (*Weighted Average Cost of Capital = WACC*):

$$WACC = K_{вк} \times BK / K + K_{пк} \times ПК / K, \quad (49)$$

де  $K_{вк}$  — очікувана ставка вартості власного капіталу;

$K_{пк}$  — очікувана ставка вартості позичкового капіталу;

$K$  — сума капіталу підприємства;

$BK$  — сума власного капіталу;

$ПК$  — сума позичкового капіталу.

Середньозважена вартість капіталу показує середню доходність, яку очікують (вимагають) капіталодавці (власники та кредитори), вкладаючи кошти в підприємство. Вона залежить від структури капіталу, а також ціни залучення капіталу від власників і кредиторів. Зазначену модель можна деталізувати, виокремивши власний і позичковий капітал. Зокрема, вартість власного капіталу можна розраховувати в розрізі капіталу, залученого в результаті емісії простих і привілейованих акцій, реінвестованого прибутку тощо. Позичковий капітал можна поділити на короткострокові та довгострокові банківські позички, комерційні позички, облігаційні позички та ін.

### ***Приклад***

Розрахуємо середньозважену вартість капіталу підприємства, скориставшись даними про структуру капіталу і вартість окремих його складових:

Параметри Форми капіталу	Частка в структурі капіталу, %	Ціна залучення, %	Вартість капіталу, %, ((гр. 2) × (гр. 3) /100)
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
Статутний капітал	20	20	4,00
Нерозподілений прибуток	15	19	2,85
Банківські позики	25	15	3,75
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	40	25	10,00
WACC	20,6		

Очікувана *ставка вартості позичкового капіталу* визначається на основі аналізу фінансових відносин підприємства з його кредиторами і включає всі витрати, пов'язані із залученням позичкового капіталу, у т. ч. процентні платежі, дизажію, різного роду збори тощо. Ця ставка може відповідати кредитній ставці, за якою підприємство залучає (чи може залучити) кредити. За наявності відповідних розрахункових даних ставка вартості позичкового капіталу може обчислюватися за методом внутрішньої норми прибутковості (IRR).

Перед фінансистами досить часто постає питання, як розрахувати вартість позичкового капіталу в частині забезпечення наступних витрат і платежів, поточних зобов'язань за розрахунками тощо, на які *не нараховуються проценти* (та інші платежі) за їх користування. Можливі два варіанти вирішення цієї проблеми:

- 1) згадані складові позичкового капіталу не враховуються при визначенні WACC, тобто в процесі розрахунків загальна сума капіталу зменшується на ці позиції;
- 2) урахування зазначених позицій на рівні з іншими фінансовими зобов'язаннями, при цьому застосовується нульова ставка залучення цієї частини капіталу.

Заслуговує на увагу той факт, що в англосаксонській практиці фінансової діяльності домінує перший підхід, тобто при розрахунку середньозваженої

вартості капіталу здебільшого враховуються власний капітал та фінансова заборгованість. На практиці при розрахунку вартості залучення позичкового капіталу слід враховувати *податковий фактор*. Якщо  $T$  — податковий мультиплікатор (коефіцієнт, який характеризує ставку податку на прибуток), а проценти за користування позичками відносяться на валові витрати підприємства, то модель визначення середньозваженої вартості капіталу можна уявити в такому вигляді:

$$WACC_T = K_{вк} \times BK / K + (1-T) \times K_{пк} \times ПК / K, \quad (50)$$

де ПК — сума позичкового капіталу.

Головна проблема, з якою стикаються фінансисти при застосуванні моделі WACC, полягає у визначенні *ціни залучення власного капіталу*, зокрема значення очікуваної ставки вартості власного капіталу. Це питання досі не знайшло свого повного вирішення ні в теорії, ні в практиці. Серед можливих способів розрахунку очікуваної ставки вартості власного капіталу можна розглядати такі:

- модель оцінки капітальних активів (CAPM), за якої слід скористатися інформацією щодо значення  $\beta$ -коефіцієнта, безризикової процентної ставки та середньої доходності на ринку (див. розд. 1);
- суб'єктивна оцінка: проценти за довгостроковими облігаціями або депозитними вкладками плюс надбавка за специфічні ризики, характерні для даного підприємства (галузі);
- використання показника, оберненого до відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (*price earnings ratio, PER*) (наприклад, якщо  $PER = 5/1$ , то  $K_{вк} = 1/PER = 1/5 = 0,2$ , або 20 %);
- модель приросту дивідендів (модель Гордона), згідно з якою ціна залучення власного капіталу визначається як відношення прогнозованої суми дивідендів на наступний рік ( $D_1$ ) до курсу акцій (КА), скоригованого на величину приросту дивідендів ( $g$ ):  $K_{вк} = D_1/КА + g$ .

У процесі оцінки вартості власного капіталу слід чітко виокремлювати очікувану ціну, за яку інвестори будуть згодні вкладати кошти в підприємство, та очікувану рентабельність власного капіталу. Різниця полягає в тому, що останній показник розраховується з використанням балансової вартості власного капіталу. Натомість ціна залучення власного капіталу визначається на основі ринкових оцінок вартості капіталу підприємства та його доходів.

Наголосимо, що в контексті оцінки вартості підприємства особливе значення показника середньозваженої вартості капіталу (WACC) полягає в тому, що він може використовуватися як ставка дисконтування для приведення майбутніх доходів до теперішньої вартості.

### **Контрольні питання**

1. Що визначає вартість капіталу підприємства?
2. Як визначається вартість власного капіталу підприємства?
3. Як визначається вартість позикового капіталу?
4. Який вплив має податковий фактор на вартість позикового капіталу?

### **6.3. Теорії, за якими структура капіталу підприємства впливає на його вартість**

Під структурою капіталу розуміють співвідношення власних та позикових засобів, що використовуються підприємством у процесі господарської діяльності.

При вивченні структури інвестованих у підприємство матеріальних цінностей та грошових коштів необхідно розрізняти два поняття:

- структура фінансових джерел, тобто частка в загальній величині пасивів власного капіталу, довгострокових і короткострокових зобов'язань;
- структура капіталу — співвідношення між власним і позиковим капіталом, до якого відносять лише довгострокові зобов'язання.



Від структури капіталу значною мірою залежать умови формування таких фінансових результатів підприємства, як рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, рівень фінансової стійкості та платоспроможності, рівень фінансових ризиків і в кінцевому підсумку ефективність управління вартістю підприємства в цілому. Саме тому структура капіталу є об'єктом дослідження багатьох учених-економістів.

Теорія Міллера — Модільяні (модель М-М). Поштовхом для розвитку теорії структури капіталу стала гіпотеза, висунута в 1958 р. американськими економістами Ф. Модільяні і М. Міллером, згідно з якою структура капіталу *не впливає* на ринкову вартість підприємства. За допомогою математичних викладок ці вчені доводили, що у випадку, коли за рахунок фінансового левериджу зростає ринкова вартість боргу, то відповідно на таку саму суму зменшується вартість оплаченого власниками капіталу (капіталізованого прибутку), а загальна ринкова вартість фірми не змінюється. Схематично основний зміст моделі М-М відображено на рис.1.

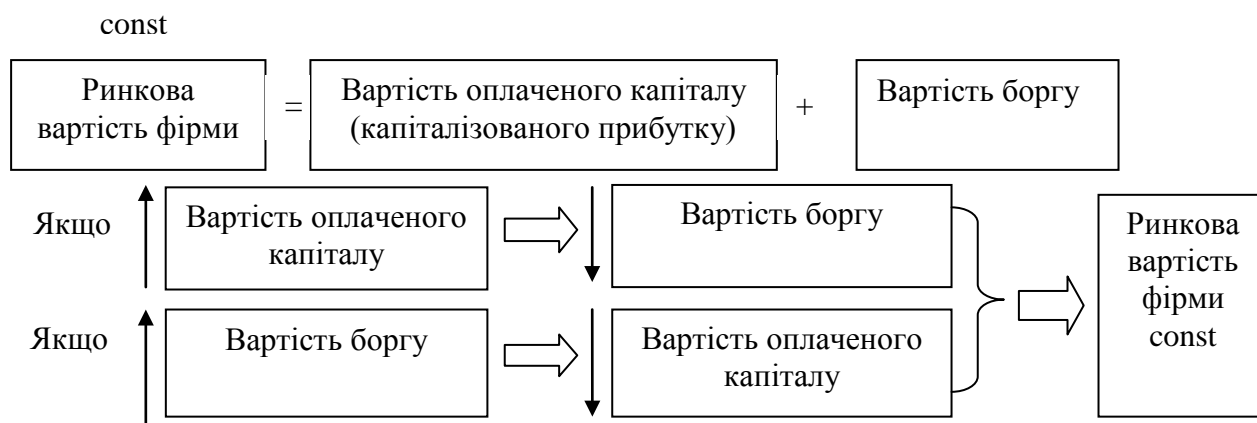


Рис. 1. Модель Міллера — Модільяні (М-М)

Недоліки моделі М-М (Міллера — Модільяні) полягають у тому, що вона не враховує підвищений ризик при збільшенні позикових коштів у структурі

капіталу, неоднакові умови оподаткування фірм, а також додаткові витрати на вихід із кризового стану в періоди спаду фінансової активності.

Наступні теорії структури капіталу внесли деякі поправки до моделі М-М. Найбільш відомими з цих теорій є теорії "статичного компромісу", "субординації джерел фінансування" та "асиметричної інформації".

Теорія статичного компромісу. Ця теорія враховує витрати фірми на вихід із кризового становища в результаті фінансового спаду. Суть її полягає у зменшенні вартості фірми при значному збільшенні плеча фінансового левериджа. Чим більша заборгованість фірми, тим більша імовірність фінансових потрясінь, оскільки при несплаті боргів у строк втрачається ліквідність, і фірмі набагато важче отримати нову позику для покращення свого фінансового стану. Тобто, чим більше позикового капіталу використовує підприємство, тим вищі фінансові витрати на залучення позикових коштів і тим менші можливості капіталізації прибутку. Водночас зростає імовірність кризового стану і виникнення значних витрат на його подолання, що суттєво зменшує поточну ринкову вартість фірми.

Теорія субординації джерел фінансування (теорія Г. Дональдсона). На початку 60-х років ХХ ст. Гордон Дональдсон розробив ряд положень, якими й досі керуються фінансові менеджери фірм при обґрунтуванні структури капіталу. Наведемо їх зміст:

- щоб зменшити рівень залежності фірми від зовнішніх джерел необхідно в першу чергу використовувати внутрішні джерела фінансування: прибуток (після оплати фінансових зобов'язань) і амортизацію;
- розробляючи дивідендну політику, потрібно враховувати майбутні інвестиційні потреби та грошові потоки підприємства і таким чином розподіляти прибуток між акціонерами, щоб забезпечити фінансування інвестицій переважно за рахунок внутрішніх джерел (прибутку й амортизації);
- якщо виникає потреба у зовнішніх джерелах фінансування, то доцільно дотримуватися такої послідовності: банківські кредити, випуск конвертаційних облігацій і тільки в останню чергу випуск нових акцій.

Запропонована Г. Дональдсоном субординація джерел фінансування зображена на рис. 2.

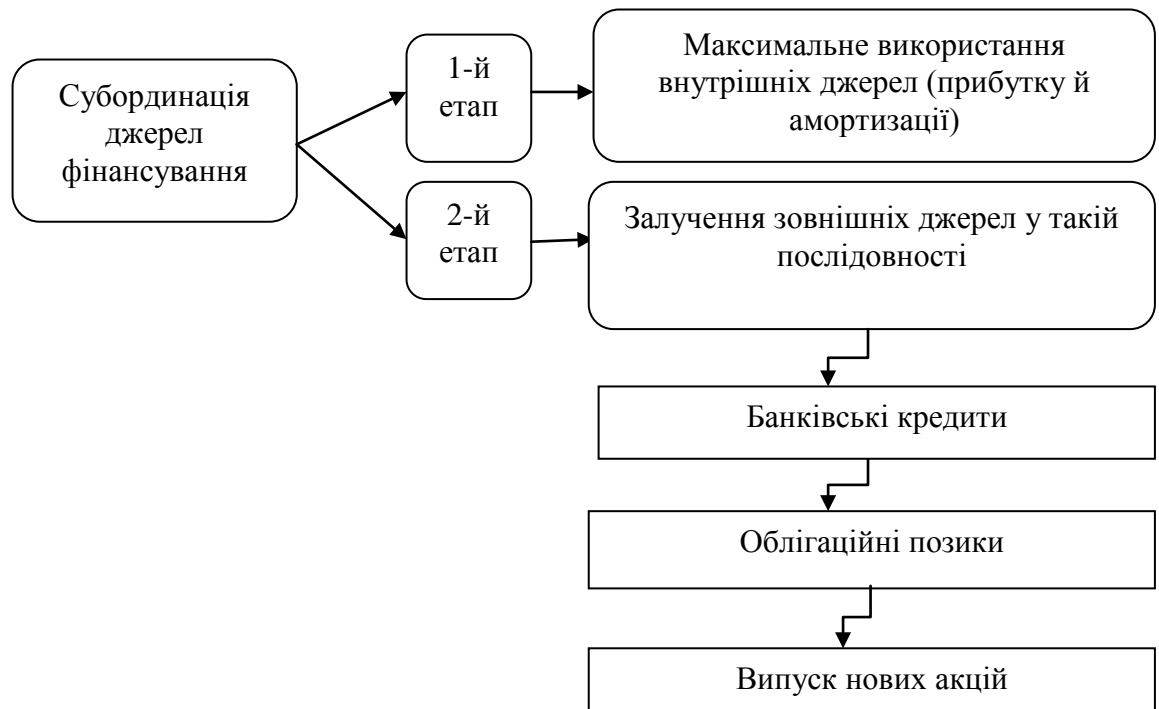


Рис. 2 Субординація джерел фінансування

Вартість і оптимізація структури капіталу. Теорія асиметричної інформації (сигнальна теорія С. Манера). Ця теорія виникла на базі зіставлення теорій Міллера — Модільяні та Г. Дональдсона. Її зміст полягає в тому, що фінансові менеджери своїми рішеннями інформують акціонерів і потенційних інвесторів про стан справ і можуть активно впливати на ринкову ціну акцій фірми (рис. 3).

Так, якщо фірма випускає нові акції, збільшує обсяг інвестицій, підвищує дивіденди, ціна її акцій на ринку цінних паперів зростатиме. І навпаки, коли фірма зменшує розмір дивідендів, припиняє інвестування грошових коштів у виробничий розвиток, залучає додаткові зовнішні джерела фінансування, ціна її акцій на ринку цінних паперів неодмінно падатиме.

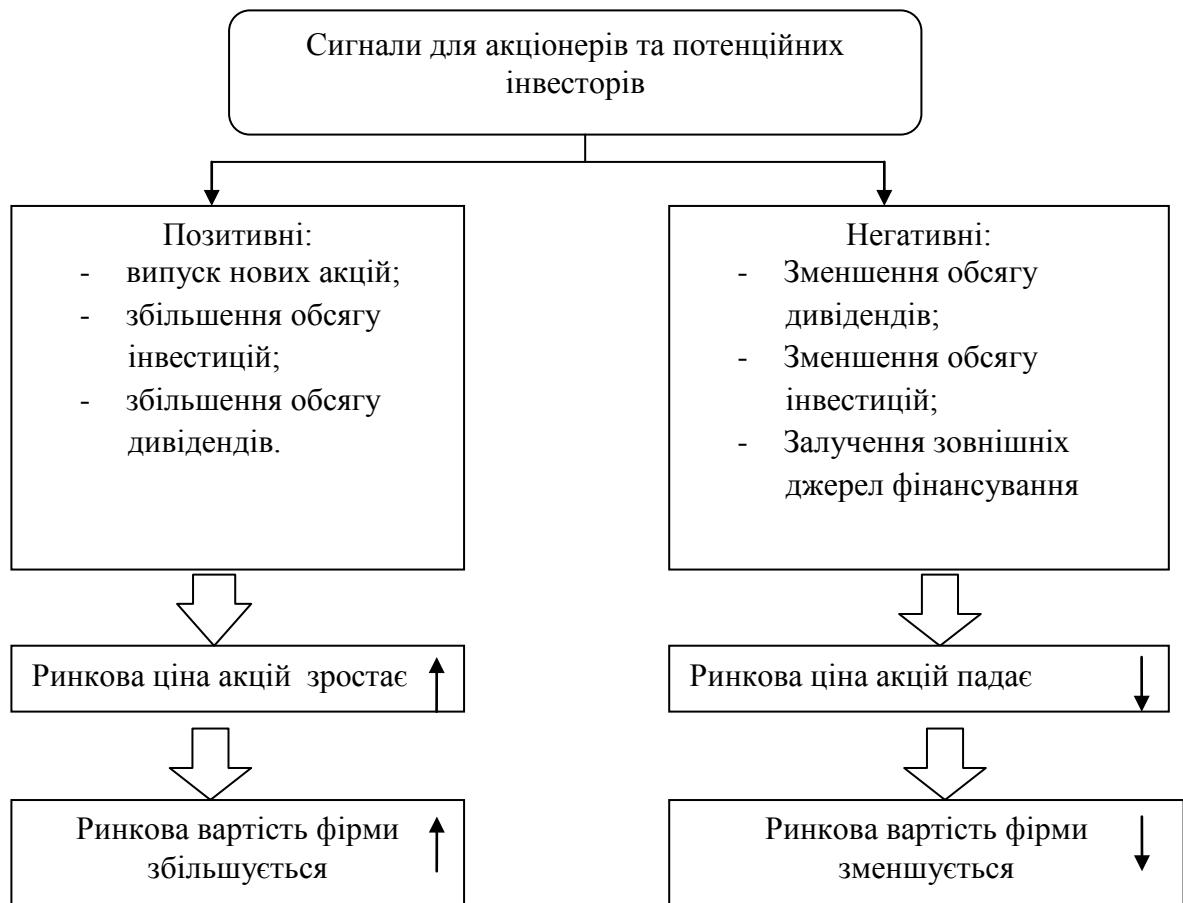


Рис. 3. Теорія асиметричної інформації (сигнальна теорія С. Манера)

Крім згаданих вище концепцій існують і інші теорії. Але незважаючи на такий високий інтерес учених до проблеми структури капіталу, на практиці встановлено, що немає єдиного оптимального рішення щодо співвідношення власного і позикового капіталу не тільки для однотипних підприємств, а й для одного підприємства на різних стадіях його розвитку та при різній кон'юктурі товарного і фінансового ринків.

Є лише низка факторів, які потрібно обов'язково враховувати при формуванні цільової структури капіталу підприємства з метою забезпечення найбільш ефективної пріоритетності між рівнем рентабельності власного капіталу і коефіцієнтом автономії. Основні фактори, що впливають на фінансову структуру капіталу, систематизовано в табл. 2.

## Фактори, що впливають на структуру капіталу підприємства

Фактори	Характер впливу на структуру капіталу
Галузеві особливості діяльності підприємства	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Чим більша фондомісткість галузі, тим нижчий кредитний рейтинг і більше потрібно розраховувати на власний капітал.</li> <li>• Чим менша тривалість операційного циклу в галузі, тим більша можливість залучати позиковий капітал</li> </ul>
Стадія життєвого циклу підприємства та темпи його розвитку	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу і мають конкурентоспроможну продукцію, можуть залучати для фінансування активів більшу частку позикового капіталу.</li> <li>• Підприємства, які знаходяться в стадії зрілості, повинні більшою мірою використовувати власний капітал</li> </ul>
Структура витрат і рівень операційного левериджу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• За високої частки постійних витрат не рекомендується мати високу частку позикового капіталу.</li> <li>• Підприємства, у яких сила дії операційного важеля незначна, а обсяги реалізації постійно зростають, можуть збільшувати частку позикового капіталу</li> </ul>
Рівень рентабельності діяльності	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Чим вищий рівень рентабельності, тим вищий кредитний рейтинг і збільшуються можливості нарощення позикового капіталу.</li> <li>• З'являється можливість більшу частину прибутку реінвестувати у виробничий розвиток і зменшити потребу в позиковому капіталі</li> </ul>
Рівень оподаткування прибутку підприємства	<ul style="list-style-type: none"> <li>• В умовах низьких ставок податку на прибуток або використання підприємством податкових пільг зменшується податкова економія і різниця у вартості позикового та власного капіталу із зовнішніх джерел є не настільки істотною. У цих умовах вигідніше здійснювати емісію акцій.</li> <li>• За високої ставки оподаткування прибутку збільшується ефект від залучення позикових коштів</li> </ul>
Необхідність забезпечення позикової місткості	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Чим більша майбутня потреба підприємства в кредитах, тим менша можливість нарощення позикового капіталу в цей момент</li> </ul>

Кон'юнктура товарного ринку	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Чим стабільніша кон'юнктура товарного ринку, тим стабільніший попит на продукцію і безпечніше використання позикового капіталу</li> </ul>
Кон'юнктура фінансового ринку	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Залежно від стану цієї кон'юнктури зростає або знижується вартість позикового капіталу, що визначає ефективність його залучення.</li> <li>• У випадку, коли кредитні ресурси дорогі, вигідніше збільшувати частку власного капіталу, і навпаки</li> </ul>
Ставлення кредиторів до підприємства	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Підприємство може мати негативний імідж серед кредиторів навіть за високої частки власного капіталу, що зменшує можливості нарощення позикового капіталу</li> </ul>
Рівень концентрації власного капіталу	<ul style="list-style-type: none"> <li>• У випадку, коли власники бажають зберегти фінансовий контроль за управлінням підприємством, додатковий капітал доцільно формувати на основі позикових коштів</li> </ul>
Фінансовий менталітет власників і фінансових менеджерів підприємства	<ul style="list-style-type: none"> <li>• У випадку, коли керівництво має на меті збільшення прибутку, частка позикового капіталу буде зростати.</li> <li>• У випадку, коли керівництво ставить за мету мінімізацію ризиків, частка позикового капіталу буде зменшуватися</li> </ul>
Асиметричність інформації	<ul style="list-style-type: none"> <li>• У разі ринкової недооцінки фірми, коли інвестори не мають інформації про очікування зростання прибутку, можна тимчасово збільшити частку позикового капіталу</li> </ul>

З урахуванням перелічених факторів управління структурою капіталу на підприємстві потрібно здійснювати у двох напрямках:

- обґрунтування оптимальних пропорцій використання власного і позикового капіталу;
- залучення необхідних обсягів власного і позикового капіталу для досягнення цільової структури.

Оптимальна структура капіталу — це таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого одночасно забезпечується висока фінансова рентабельність і не втрачається фінансова стійкість підприємства. Зрозуміло, що чим більша частка позикового капіталу, тим за більшої різниці між

рентабельністю інвестованого капіталу та середньою ставкою відсотка за позиковими коштами після сплати податків буде більшим ефект фінансового важеля (тобто нарощення рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикових коштів). Разом із тим, фінансовий леверидж може бути вигідним до певної міри, адже забагато боргів у структурі капіталу означає, що підприємство буде неспроможне виконати свої фіксовані фінансові зобов'язання. З іншого боку, надмірний випуск простих акцій може призвести до втрати контролю власників над підприємством.

Таким чином, крайнощі в управлінні структурою капіталу досить небезпечні і можуть мати руйнівні наслідки. Щоб їх уникнути, менеджери повинні вивчити досвід найуспішніших у своїй галузі підприємств і намагатися підтримувати баланс між позиковим і власним капіталом. Потрібно будь-що уникати такого розміру боргів, за якого виплати за фіксованими зобов'язаннями перевищують розумну межу. Для цього необхідно кожного разу, приймаючи рішення про залучення додаткових позикових коштів, прораховувати найгіршу ситуацію (спад ділової активності, різке падіння попиту або цін на продукцію, подорожчання кредитів тощо) і з'ясувати, чи зможе підприємство виконувати свої фіксовані фінансові зобов'язання за несприятливих умов діяльності.

Отже, мета управління вартістю полягає у забезпеченні виваженої структури капіталу, яка б відповідала цільовим настановам підприємства і забезпечувала мінімальний фінансовий ризик за достатньо високої ринкової вартості (але необов'язково найвищої).

Методи обґрунтування фінансових рішень про зміну величини і структури капіталу залежать від обраних критеріїв оцінювання. Критеріями оптимізації структури капіталу можуть бути:

- мінімізація середньозваженої вартості капіталу;
- максимізація рентабельності власного капіталу при одночасній мінімізації ризику;
- максимізація чистого прибутку на одну акцію.

Якщо за критерій оцінювання взяти мінімізацію середньозваженої вартості капіталу, то оптимальним вважається такий варіант структури капіталу, який забезпечує найменшу середньозважену вартість капіталу або найменшу його граничну вартість у випадку додаткового залучення коштів.

За критерієм максимізації рентабельності власного капіталу оптимальним вважається таке поєднання власного і позикового капіталу, за якого забезпечується найбільше нарощення рентабельності власного капіталу за рахунок ефекту фінансового важеля і при цьому диференціал плеча не перетворюється на від'ємну величину.

Критерій максимізації чистого прибутку на одну акцію найчастіше використовується у випадку, коли необхідно вибрати альтернативне джерело фінансування активів підприємства: випуск акцій чи випуск облігацій. Обсяг чистого прибутку на одну акцію можна визначити за формулою:

$$\text{ЧПа} = (\text{ОП} - \text{ФВ}) \times (1 - \text{Коп}) / \text{Ка}, \quad (51)$$

де ЧПа — чистий прибуток на одну акцію;

ОП — операційний прибуток;

ФВ — сумарні фінансові витрати на залучення позикових коштів;

Коп — коефіцієнт оподаткування прибутку;

Ка — кількість акцій підприємства в обігу.

Є спосіб визначення граничного значення операційного прибутку, нижче якого вигідніше випускати акції, а вище — облігації. Для цього розв'язується рівняння:

$$(\text{ОПгр} - \text{ФВа}) \times (1 - \text{Коп}) / \text{Ка} (a) = (\text{ОПгр} - \text{ФВо}) \times (1 - \text{Коп}) / \text{Ка} (o), \quad (52)$$

де ОПгр — граничне значення операційного прибутку;

ФВа, ФВо — загальні фінансові витрати на залучення позикових коштів при фінансуванні за рахунок випуску акцій і облігацій;



$Ka(a)$ ,  $Ka(o)$  — загальна кількість акцій підприємства, що перебуває в обороті при додатковому випуску акцій і облігацій.

Для більш точних розрахунків потрібно враховувати постійний рух акцій і використовувати їх середньозважену кількість. При цьому беруться до уваги всі зміни кількості простих акцій в обігу, включаючи сплату дивідендів простими акціями, поділення акцій, консолідацію акцій, випуск пільгових акцій для існуючих акціонерів тощо.

Скоригований чистий прибуток на одну акцію (або так званий розбавлений прибуток на одну акцію) обчислюється з урахуванням впливу:

- простих акцій;
- облігацій, які можуть бути конвертовані у звичайні акції;
- привілейованих акцій, які можуть бути конвертовані у звичайні акції;
- варантів на акції;
- опціонів на акції;
- акцій, які можна продати за спеціальними програмами для працівників підприємства;
- контрактів, учасники яких мають право на отримання звичайних акцій підприємства залежно від виконання вимог, передбачених контрактами.

### **Контрольні питання**

1. У чому полягають відмінності моделі М-М?
2. Назвіть основні теоретичні підходи Т Дональдсона щодо структури капіталу.
3. Що таке теорія асиметричної інформації?
4. Що представляє собою оптимальна структура капіталу?

### **6.4. Фінансовий леверидж. Ефект фінансового важелю (левериджа)**

Структура капіталу підприємства пов'язана з так званим фінансовим левериджем. Взагалі в практиці фінансового менеджменту леверидж розглядається як важіль, що дає змогу за рахунок незначних зусиль суттєво змінювати результати фінансово-господарської діяльності підприємства. При цьому розмежовується сфера впливу фінансового та операційного важелів. Сферу дії кожного з них проілюстровано на рис. 3.

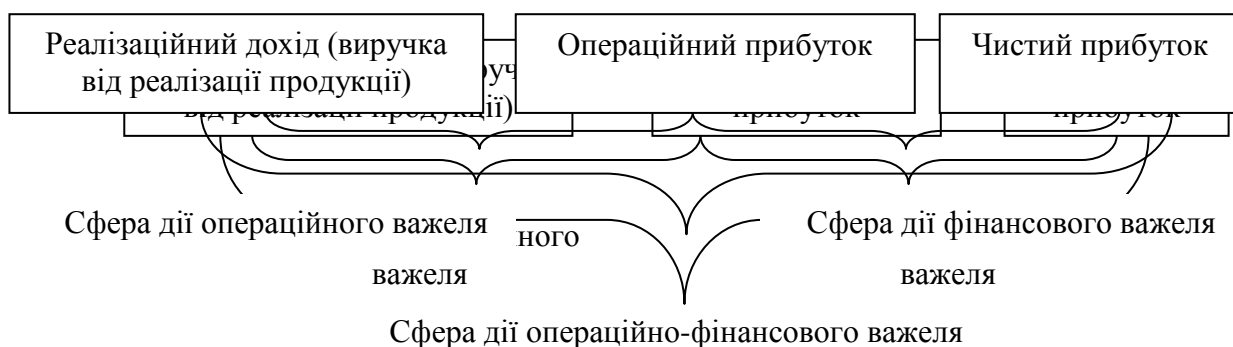


Рис. 3. Розмежування впливу фінансового та операційного важелів та фінансові результати підприємства

Операційний важіль (леверидж) полягає у потенційній можливості підприємства впливати на темпи зміни операційного прибутку шляхом зміни обсягів і структури операційних витрат (постійних і змінних).

Вплив операційного важеля на фінансові результати підприємства можна виразити за допомогою формули:

$$t_{\text{ОП}} = t_{\text{ВР}} \times \text{СДОВ}, \quad (53)$$

де  $t_{\text{ОП}}$  — темп зміни операційного прибутку;  $t_{\text{ВР}}$  — темп зміни виручки від реалізації; СДОВ — сила дії операційного важеля.

$$\begin{aligned} &\text{Сила дії операційного важеля (рівень операційного левериджу)} = \\ &= (\text{Виручка від реалізації} - \text{Змінні витрати}) / \text{Операційний прибуток} \quad (54) \end{aligned}$$

Тобто, сила дії операційного важеля показує, на скільки відсотків зміниться операційний прибуток при зміні виручки від реалізації на 1 %.

Фінансовий важіль (леверидж) полягає у потенційній можливості підприємства впливати на темпи зміни чистого прибутку шляхом зміни обсягів та структури власного і позикового капіталу. У формалізованому вигляді вплив фінансового важеля на фінансові результати підприємства можна представити таким чином:

$$t_{\text{ЧП}} = t_{\text{ОП}} \times \text{СДФВ}, \quad (55)$$

де  $t_{\text{ЧП}}$  — темп зміни чистого прибутку;  $t_{\text{ОП}}$  — темп зміни операційного прибутку; СДФВ — сила дії фінансового важеля.

$$\begin{aligned} & \text{Сила дії фінансового важеля (рівень фінансового левериджу)} = \\ & = \text{Операційний прибуток} / (\text{Операційний прибуток} - \text{Фінансові витрати}) \quad (56) \end{aligned}$$

Отже, сила дії фінансового важеля показує, у скільки разів темпи зміни чистого прибутку підприємства перевищують темпи приросту його операційного прибутку. Таке перевищення забезпечується за рахунок так званого ефекту фінансового важеля.

Ефект фінансового важеля показує, на скільки відсотків підвищується рентабельність власного капіталу підприємства за рахунок залучення в господарський оборот позикового капіталу, незважаючи на його платний характер. Нарощення фінансової рентабельності (тобто рентабельності власного капіталу) може мати місце лише у випадку, коли економічна рентабельність використання всього інвестованого капіталу більша від середнього рівня фінансових витрат, пов'язаних із залученням позикових коштів.

Для визначення ефекту фінансового важеля використовується формула:

$$\text{ЕФВ} = (1 - K_{\text{ОП}})(E_{\text{P}_a} - \text{СП})\text{ПК/ВК}, \quad (57)$$

де ЕФВ — ефект фінансового важеля (тобто нарощення рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикового капіталу);

$K_{оп}$  — коефіцієнт оподаткування прибутку;

$EP_a$  — економічна рентабельність активів (розраховується шляхом відношення операційного прибутку до загального обсягу капіталу, інвестованого в активи підприємства);

СП — середня ставка відсотка за позиковими коштами (або рівень фінансових витрат);

ПК — позиковий капітал;

ВК — власний капітал.

Ефект фінансового важеля складається з двох компонентів:

- Диференціала  $(1 - K_{оп})(EP_a - СП)$  — різниці між рентабельністю інвестованого капіталу і середньою ставкою відсотка за позиковими коштами після сплати податків;
- Плеча ПК/ВК — співвідношення позикового і власного капіталу.

Плече фінансового важеля є мультиплікатором зміни диференціала, тобто посилює його дію як у позитивному, так і негативному напрямках. Так, якщо диференціал має додатне значення, вигідно нарощувати частку позикового капіталу і тим самим збільшувати рентабельність власного капіталу. І, навпаки, якщо значення диференціала від'ємне, у результаті збільшення плеча фінансового важеля відбувається "проїдання" власного капіталу, і наслідки для підприємства можуть бути руйнівними.

Зі збільшенням частки позикового капіталу відбувається збільшення сили дії фінансового важеля, що призводить до підвищення ризику неповернення коштів, зменшення дивідендів та падіння курсу акцій для інвесторів.

Рентабельність власного капіталу значною мірою залежить від умілого маневрування величиною ефекту фінансового важеля. До певного моменту підвищити ефект фінансового важеля можна екстенсивно за рахунок збільшення його плеча. Але при цьому потрібно враховувати такі правила:

1. Не можна надмірно збільшувати частку позикових коштів у структурі капіталу, оскільки при цьому значно підвищується ризик втрати фінансової стійкості, і будь-які затримки у виробничому процесі або несприятливі зміни ринкової кон'юнктури (на ринках кредитних ресурсів, готової продукції, сировини тощо) можуть призвести до значного від'ємного значення ефекту фінансового важеля.
2. Регулювати величину плеча важеля можна лише залежно від значення диференціала. Більші можливості для нарощення позикового капіталу мають ті підприємства, у яких значний запас диференціала. Але при цьому потрібно пам'ятати, що зміна плеча фінансового важеля в свою чергу впливає і на величину диференціала. Чим більше плече, тим дорожче будуть коштувати для підприємства позикові фінансові ресурси за рахунок включення до їх вартості премії за ризик.
3. Підприємство завжди повинно залишати певний резерв позикової місткості, щоб у разі необхідності мати змогу покрити потребу у фінансових ресурсах за рахунок нового кредиту і при цьому не змінити знак диференціала з "+" на "-". Досвідчені менеджери намагаються маневрувати у межах оптимального діапазону частки позикових коштів у структурі капіталу (від 30 до 50 %). Як свідчить досвід високорозвинутих країн, найкраще підтримувати частку позикового капіталу на рівні 40 % (що відповідає значенню плеча важеля 0,67), оскільки у цьому випадку ринок цінних паперів найкраще оцінює акції підприємства.

Показник сили дії фінансового важеля характеризує фінансовий ризик, пов'язаний зі структурою капіталу. Чим більше значення цього показника, тим більший ризик неповернення кредитів з процентами для банкірів та ризик невиплати дивідендів для акціонерів. Ситуація ще більше ускладнюється, коли одночасно підвищується комерційний ризик, тобто ризик недоотримання операційного прибутку від основної діяльності підприємства.

Виділення у складі загального ризику власників капіталу комерційного та фінансового ризиків має принципове значення при обґрунтуванні оптимальної структури капіталу. В цьому випадку комерційний ризик розглядається як ризик

негарантованості фінансового результату (операційного прибутку) при 100-відсотковому фінансуванні за рахунок власного капіталу.

Якщо позиковий капітал відсутній – загальний ризик власників збігається з комерційним ризиком. Відповідно, фінансовий ризик розглядається як додатковий ризик власників капіталу в результаті залучення позикового капіталу. Якщо залучається позиковий капітал, загальний ризик складається з комерційного і фінансового ризиків.

Сукупний вплив комерційного та фінансового ризиків на чистий прибуток підприємства оцінюється за допомогою операційно-фінансового важеля:

$$t_{\text{чП}} = t_{\text{ВР}} \times \text{СДОФВ}, \quad (58)$$

де  $t_{\text{чП}}$  — темп зміни чистого прибутку;  $t_{\text{ВР}}$  — темп зміни виручки від реалізації; СДОФВ — сила дії операційно-фінансового важеля.

Сила дії операційно-фінансового важеля = Сила дії операційного важеля  $\times$  Сила дії фінансового важеля = (Виручка від реалізації – Змінні витрати) / (Операційний прибуток – Фінансові витрати).

Таким чином, операційно-фінансовий важіль показує, наскільки відсотків змінюється чистий прибуток підприємства, що користується позиковим капіталом, при зміні виручки від реалізації на 1 %.

Розрахунок сили дії операційно-фінансового важеля дає змогу виявити вплив змін комерційних умов виробництва (зміну попиту, ціни тощо) на розмір чистого прибутку і рентабельність власного капіталу при різних варіантах співвідношення позикового і власного капіталу.

При виборі оптимального поєднання операційного і фінансового важеля необхідно враховувати, що одне й те саме значення сили дії операційно-фінансового важеля можна отримати шляхом різних комбінацій:

- слабкої дії операційного важеля і сильної дії фінансового важеля;
- сильної дії операційного важеля і слабкої дії фінансового важеля;
- помірної дії обох важелів.

## **Контрольні питання**

1. Охарактеризуйте поняття фінансового левериджа.
2. У чому полягає зв'язок фінансового та операційного левериджа.
3. У чому полягає ефект фінансового левериджа?
4. Яке граничне значення показника фінансового левериджа?
5. Яким чином значення фінансового левериджа свідчить про фінансовий ризик на підприємстві?

## **7. ВПЛИВ СТРАТЕГІЧНИХ АЛЬТЕРНАТИВ РОЗВИТКУ НА ВАРТІСТЬ БІЗНЕСУ**

7.1. Стратегія і життєвий цикл компанії.

7.2. Публічне розміщення акцій (IPO) як інструмент підвищення капіталізації бізнесу.

7.3. Оцінка і стратегії управління вартістю компанії в процесі реорганізації.

7.4. Викупи з борговим фінансуванням: зміст і оцінка ефективності.

### **7.1. Стратегія і життєвий цикл компанії**

Вивчення життєвого циклу компанії дозволяє спрогнозувати появу проблем, що виникають протягом усього періоду розвитку і виявити успішні напрями її діяльності. Особливості фінансової діяльності підприємства, що перебуває на різних стадіях свого життєвого циклу полягають у різних рівнях інвестиційних потреб (а, отже, і різних темпах приросту загального обсягу фінансових ресурсів); різних можливостях залучення позикових коштів; рівні диверсифікації фінансових операцій; рівні фінансового ризику. Використання концепції

життєвого циклу підприємства дозволяє ранжувати цілі та завдання, виходячи з тих проблем, які виникають на тій чи іншій стадії розвитку.

У період народження компанія, головним чином, стикається з проблемами виживання: є необхідність у коштах не тільки безпосередньо на покриття господарських витрат, але і на здійснення необхідних для майбутнього розвитку інвестицій.

У період росту прибуток, що отримується, дозволяє вирішувати проблеми з грошовими коштами, відбувається зміщення цілі з рентабельності на економічне зростання.

Якщо на стадії народження компанія потребує короткострокових коштів на фінансування, то на стадії росту компанії необхідні середньострокові і довгострокові джерела, які дозволять підтримати зростання за допомогою інвестування.

На стадії зрілості компанія прагне витягувати максимум прибутку.

Враховуючи старіння своєї продукції, виникає потреба в нових можливостях розвитку шляхом здійснення реального інвестування або фінансової участі.

На стадії економічного спаду основною метою є виживання, а фінансовою задачею - досягнення фінансової рівноваги. Залежно від того, на якій стадії життєвого циклу знаходиться компанія, вона використовує різні стратегії максимізації віддачі на вкладені кошти.

Можна виділити три крайні стратегії залежно від життєвого циклу компанії:

- стратегія зростання;
- стратегія утримання позицій;
- стратегія «збору врожаю».

Стратегія зростання. Зростання - це стадія, яку підприємство проходить на самому початку свого життєвого циклу. Продукти та послуги на даному етапі мають суттєвий потенціал зростання. Для того, щоб капіталізувати цей потенціал, необхідно залучити значні ресурси з метою розвитку та просування нових продуктів і послуг; побудувати і розширити виробничі потужності; інвестувати в



системи, інфраструктуру і розподільну мережу; створити і розвивати клієнтську базу.

На цьому етапі розвитку грошовий потік може мати негативне значення, а рентабельність інвестицій - бути низькою (кошти або йдуть на інвестування в нематеріальні активи, або капіталізуються для внутрішніх цілей). Інвестиції в майбутній розвиток можуть перевищувати доходи, які бізнес отримує від поки обмеженої бази існуючих продуктів, послуг і клієнтів. Загальна фінансова мета на цій стадії розвитку бізнесу полягає в процентному зростанні доходу і обсягів продажів в цільових сегментах.

Стратегія утримання позицій застосовується, коли високі темпи зростання ринку змінилися помірними, а компанія зуміла зайняти на ньому певну нішу. В цьому випадку підвищити рентабельність свого бізнесу компанія може як за рахунок поліпшення роботи з клієнтами, так і за рахунок оптимізації бізнес-процесів. Інвестиційні проекти, на відміну від довгострокових вкладень на першій стадії розвитку бізнесу, здебільшого спрямовані на ліквідацію «вузьких місць», розширення потужностей і постійне вдосконалення бізнесу. Тому більшість компаній на даному етапі розвитку ставлять перед собою фінансові цілі, пов'язані з прибутковістю бізнесу, такі як досягнення рентабельності компанії, продуктів і каналів просування.

При настанні стадії стабілізації або стагнації ринку компанія насамперед зацікавлена або в продажу свого бізнесу, або в отриманні максимальної віддачі від нього. Останній варіант називається стратегією «збору врожаю». В цьому випадку для підтримки прийнятних показників рентабельності керівництво компанії має знизити витрати настільки, наскільки можливо. Ключовими показниками є питомі, прямі і загальні витрати, а також період окупності нових капіталовкладень, який повинен бути найліпшим.

Основною стратегічною метою реструктуризації, незалежно від того, хто виступає ініціатором реструктуризації, є підвищення ефективності діяльності та збільшення ринкової вартості компанії за рахунок ефективного використання ресурсів. При цьому корпоративне реструктурування передбачає під собою зміни

в структурі капіталу або власності, непов'язані з операційним (діловим) циклом компанії та засновані на використанні факторів зовнішнього зростання капіталу.

Головне ж, що приваблює ініціатора реструктуризації, - звичайно ж, отримання контролю над більш високими сумами грошових потоків. Базовою моделлю розрахунку вартості організації в цілях реструктурування застосовується метод дисконтування грошових потоків, оскільки даний метод є єдиним, що дозволяє враховувати майбутні зміни в грошових потоках підприємства.

При оцінці передбачуваного плану реструктурування необхідно скласти прогноз чистих грошових потоків після сплати податків, пов'язаних з поточною діяльністю компанії, без урахування фінансових витрат реорганізації. Тобто реструктуризацію можна трактувати як особливого роду капіталовкладення з початковими витратами і очікуваним в майбутньому прибутком.

При цьому управління вартістю компанії при реструктуризації фактично зосереджується на тому, як виділити ту частину обґрунтованої ринкової вартості, яка необхідна для здійснення запланованої діяльності, а решта ресурсів, які не є необхідними для виконання основних завдань нової компанії, звернути в грошовий потік.

Для цього необхідно:

- встановити вартість окремих частин розглянутої компанії;
- проаналізувати всі підприємницькі одиниці і належні їй активи суттєвого розміру;
- визначити напрямки, що дозволяють не тільки поліпшити характеристику грошових потоків від виробничої діяльності, а й визначити ринкову вартість тих ресурсів, від яких можна позбутися.

Таким чином, сама можливість реструктуризації та реорганізації криється в існуванні вартісного розриву компанії. Вартісний розрив - це різниця між поточною дисконтованою вартістю прогнозованих грошових потоків при збереженні існуючих умов і поточною дисконтованою вартістю грошових потоків при реструктуризації та реорганізації компанії.

Вартісний розрив розраховується таким чином:

$$NPV_c = [\Delta(PN)n + (EE)n - (I)n + (T)n]r, \quad (59)$$

де  $NPV_c$ - чиста поточна вартість ефекту реструктурування;

$\Delta(PN)n$ - додатковий прибуток від реструктурування;

$n$  - період часу після реструктурування;

$(EE)n$ - економія виробничих витрат і додатковий прибуток за рахунок диверсифікації виробництва;

$(I)n$ - додаткові інвестиції на реструктурування;

$(T)n$ - приріст / економія податкових платежів;

$r$ - коефіцієнт поточної вартості.

Якщо при вартісній оцінці компанії з'ясовується, що між вартістю, яку фактично створює компанія, і потенційною вартістю, яка досяжна при зміні ряду обставин, існує вартісний розрив, то це вже означає наявність можливості реструктуризації і реорганізації. Можна говорити про передбачувану кризу, якщо простежується тенденція зниження вартості компанії, якщо, звичайно вона не обумовлена зовнішніми чинниками, і не носить прогнозований тимчасовий характер (циклічні сезонні коливання).

### **Контрольні питання**

1. У чому полягає операційна стратегія розвитку бізнесу?
2. Назвіть основні вартісні чинники в рамках інвестиційної та фінансової стратегії.
3. Що таке «вартісний розрив».
4. Які особливості вітчизняної практики в області стратегій зростання компаній?
5. Який економічний зміст викупу борговим фінансуванням?
6. Назвіть основні ознаки LBO.
7. Назвіть основні характеристики компаній - потенційних претендентів на викуп.

8. Наведіть приклад джерел створення вартості у викупі борговим фінансуванням.
9. У чому полягає ефективність оцінки методом реальних опціонів?

## **7.2. Публічне розміщення акцій (ІРО) як інструмент підвищення капіталізації бізнесу**

Проведення ІРО не є обов'язковим моментом у житті кожної компанії. Актуальність проведення первинної публічної пропозиції визначається менеджментом кожної окремої компанії з урахуванням стратегії її розвитку. У світлі теорії життєвого циклу кожне підприємство проходить декілька стадій: народження, зростання, зрілість і банкрутство.

На будь-якій стадії життєвого циклу компанія повинна володіти фінансовою гнучкістю, тобто здатністю залучати грошові кошти з різних джерел, регулювати рівень платоспроможності та напрямки діяльності відповідно до змінених умов.

Саме на стадії зрілості корпорації найбільше потребують ІРО для їх подальшого зростання і розвитку. Первинна публічна пропозиція стає своєрідним мультиплікатором фінансових та інших можливостей корпорації в умовах сукупного постійного науково-технічного та економічного розвитку середовища, в якій знаходиться підприємство, з одного боку, і його досить стійкого і конкурентоспроможного становища, з іншого боку. Перебування в статусі публічної вже само по собі може створювати додаткову додану вартість. Крім того, це також підвищує рівень довіри до компанії з боку інших інвесторів, клієнтів, кредиторів і постачальників.

Вихід на публічний ринок пов'язаний з витратами по організації ІРО і оплаті послуг консультантів, андеррайтерів, юристів і т.д., а також з витратами щодо розкриття інформації, цінність якої при цьому знижується. Тому в компанії воліють приймати рішення про ІРО в той момент, коли потенційні вигоди (такі як підвищення вартості компанії, ліквідності акцій, збільшення суб'єктивної оцінки

акцій) перевищують ці витрати, що зазвичай відбувається на досить зрілому етапі їх функціонування (життєвого циклу).

Прихильники теорій «життєвого циклу» виділяють, додатково до названих, також інші важливі спонукальні причини рішення про перетворення компанії в публічну:

- для потенційного інвестора значно легше виділити перспективну, на його погляд, компанію, якщо вона є публічною;
- акції публічної компанії продаються за ціною вищою, ніж ціна, пропонована в ході прямого продажу;
- висока ціна на акції компаній на публічному ринку може приводити до зростання конкурентоспроможності продукції цієї компанії.

Враховуючи, що мета діяльності будь-якої комерційної організації полягає в максимальному збільшенні ринкової вартості, проведення IPO доцільно на заключному етапі такої стратегії розвитку, при якій послідовно підвищується вартість бізнесу.

Перший і другий етапи розуміють під собою створення стійкого бізнесу, який задовольняє певним вимогам інвесторів та міжнародним стандартам.

Третій етап формує кредитний імідж позичальника. Випуски, що розміщуються в даний час, суттєво різняться між собою за цілями запозичення і ефектом, що надається на кредитну історію і репутацію емітента.

Вихід на нові ринки запозичень не завжди веде до зміцнення репутації позичальника. Реальне просування вперед завжди пов'язано не стільки з обсягами позики, зусиллями андеррайтера або масштабами рекламної кампанії, скільки з наявністю чіткої і ясної інвестиційної програми. Найбільшу перевагу мають позичальники, які нададуть інвесторам інформацію про те, на що саме будуть витрачатися їх кошти. В цьому випадку і репутаційний ефект буде максимальним.

Проведені подібним чином облігаційні позики стають першим кроком для підготовки до IPO. Починаючи з невеликих обсягів позикових коштів, що спрямовуються на реалізацію конкретних інвестиційних проектів, компанії повинні поступово створювати свою кредитну історію, ім'я, репутацію.

Надалі це дозволить звернутися не тільки до боргового, але і пайового фінансування на набагато більш вигідних умовах. Представлений варіант розвитку компанії не є універсальним для всіх корпорацій. Деякі складові етапів можуть бути не використані. Іноді емітенти вдаються до досить складних форм залучення капіталу, які, по суті, є першими кроками, спрямованими на підвищення капіталізації підприємства.

У цілому, реалізація даної довгострокової стратегії розвитку дозволяє послідовно і максимально збільшити вартість бізнесу.

Реалізація подібної стратегії на практиці означає, що в той період часу, коли закрита або приватна компанія потребує довгострокових фінансових коштів, а всі можливості використання позикових коштів вичерпані і їх подальше залучення призведе до критичного співвідношення власних і позикових коштів у структурі капіталу, компанія емітує і продає акції на організованому ринку.

### **Контрольні питання**

1. Що є стратегічною і тактичною метою виходу на відкриті ринки капіталу?
2. Які особливості вітчизняної практики в області стратегій зростання компаній?
3. Які витрати несе акціонерне товариство при проведенні IPO?
4. Назвіть основні етапи організації відкритої підписки.
5. Які ризики несе акціонерне товариство при проведенні IPO? Як можна добитися їх зниження?

## **7.3. Оцінка і стратегії управління вартістю компанії в процесі реорганізації**

### **7.3.1. Способи реорганізації юридичних осіб**

В умовах активного розвитку економіки, всі дії компаній націлені на розширення своєї сфери діяльності. При цьому, стратегія, спрямована на

розширення, полягає не тільки в задоволенні попиту на свою продукцію, відкритті нових виробництв, освоєнні нових областей послуг, використанні нових, перспективних можливостей на освоєних і нових ринках, з існуючими та новими видами продукції, але і в зміні організаційної структури компанії.

У рамках суттєвих перетворень, спрямованих на перебудову бізнесу, виділяють два основних напрямки такі, як:

- реструктуризація з фінансової позиції: пристосування структури ресурсів до нових цін і умов обмеженості, а також зміна структури виробництва відповідно до конкурентних переваг і попиту. Вона може також включати організаційні зміни фірм, що виражаються в їх поділі на більш дрібні одиниці або у створенні нових комбінацій;

- організаційна реструктуризація підприємства - процес реорганізації та оптимізації елементів або всієї системи фінансово-господарської діяльності з метою підвищення ефективності.

Зовнішній розвиток підприємства заснований на купівлі-продажу активів, підрозділів, злиттях і поглинаннях, а також видів діяльності зі збереження корпоративного контролю.

Причини, що обумовлюють необхідність реструктуризації такі:

- 1) наявність вартісного розриву;
- 2) отримання конкурентних переваг за рахунок реорганізації;
- 3) підвищення інвестиційної привабливості.

У загальному вигляді напрямки реструктуризації бізнесу можна представити таким чином.

При стратегічному напрямку метою розширення є збільшення вартості акціонерного капіталу в результаті таких дій:

- придбання діючих підприємств (створення нової компанії більш тривале і трудомістке заняття, ніж придбання контролю над уже діючою);

- отримання управлінських, виробничих і технологічних вигод у разі об'єднання різних компаній («ефект доповнення», в разі, якщо система заповнює відсутні елементи);

- можливість диверсифікувати і знизити сукупний ризик при об'єднанні компаній різного профілю діяльності;
- реалізація конкурентних переваг у результаті зміцнення позиції об'єднаної компанії на ринку;
- отримання синергетичного ефекту, який виникає в тому випадку, якщо властивості системи в цілому перевершують просту суму властивостей окремих її елементів.

Існують певні відмінності в тлумаченні поняття «злиття компаній» в зарубіжній теорії та практиці і в українському законодавстві.

Загальне законодавство не містить визначення поняття злиття. Цивільний кодекс України (далі – ЦКУ) оперує цим поняттям, розглядаючи способи припинення юридичної особи. Так, ч. 1. ст. 104 ЦКУ встановлює, що юридична особа припиняється в результаті передання всього свого майна, прав та обов'язків іншим юридичним особам – правонаступникам (злиття, приєднання, поділу, перетворення), або в результаті ліквідації. Далі ЦКУ, не описуючи особливостей кожного із зазначених способів, лише концентрується на регулюванні загальних принципів злиття, приєднання, поділу та перетворення юридичної особи. Зазначимо, що попередній Цивільний кодекс УРСР, також не даючи визначення, містив коротку характеристику ознак злиття та приєднання. Ч. 2 статті 37 ЦК УРСР зазначала, що при злитті юридичних осіб майно (права та обов'язки) переходить до новостворених юридичних осіб, а при приєднанні юридичної особи до іншої майно (права та обов'язки) переходить до останньої.

Отже, необхідною умовою оформлення угоди злиття компаній є поява нової юридичної особи, при цьому нова компанія утворюється на основі двох або декількох колишніх фірм, що втрачають повністю своє самостійне існування. Нова компанія бере під свій контроль і управління всі активи і зобов'язання перед клієнтами компаній - своїх складових частин, після чого останні розпускаються. Наприклад, якщо компанія А об'єднується з компаніями В і С, то в результаті на ринку може з'явитися нова компанія D ( $D = A + B + C$ ), а всі інші ліквідуються.



Відповідно до загальноприйнятих за кордоном підходів під злиттям мається на увазі будь-яке об'єднання господарюючих суб'єктів, у результаті якого утворюється єдина економічна одиниця з двох або більше раніше існуючих структур.

У зарубіжній практиці під злиттям може розумітися і об'єднання декількох фірм, у результаті якого одна з них виживає, а інші втрачають свою самостійність і припиняють існування. В українському законодавстві цей випадок потрапляє під термін «приєднання», що припускає, що відбувається припинення діяльності одної або декількох юридичних осіб з передачею всіх їх прав і обов'язків товариству, до якого вони приєднуються ( $A = A + B + C$ ).

За кордоном поняття «злиття» і «поглинання» не мають такого чіткого розмежування, як у нашому законодавстві. Навіть самі англійські аналоги розглянутих понять мають неоднозначне значення:

Merger - поглинання (шляхом придбання цінних паперів або основного капіталу), злиття (компаній);

Acquisition - придбання (наприклад, акцій), поглинання (компанії);

Merger and acquisitions- злиття і поглинання компаній.

Поглинання компанії можна визначити як узяття однією компанією іншої під свій контроль, управління нею з придбанням абсолютного або часткового права власності на неї. Поглинання компанії найчастіше здійснюється шляхом скупки всіх акцій підприємства на біржі, що означає придбання цього підприємства.

В Україні приєднанням товариства визнається припинення діяльності одного або декількох товариств з передачею йому всіх прав і обов'язків іншому товариству.

Особливу увагу хотілося б приділити вимогам антимонопольного законодавства, відповідно до якого компанії повинні задовольняти таким умовам:

- в обміні з обох сторін беруть участь тільки звичайні акції;
- заборонені умовні платежі;

- компанія, що бере участь в угоді повинна мати досвід роботи, як самостійна організація не менше двох років;

- компанія, що поглинається, не повинна позбавлятися від значної частки активів протягом двох років;

- для прийняття фінансових рішень потрібна згода не менше 2/3 акціонерів.

Класифікація основних типів злиття та поглинань компаній наведена далі.

У сучасному корпоративному менеджменті можна виділити безліч різноманітних типів злиття та поглинання компаній. Вважаємо, що в якості найбільш важливих ознак класифікації цих процесів можна назвати:

- характер інтеграції компаній;
- національну приналежність поєднаних компаній;
- ставлення компаній до злиття;
- спосіб об'єднання потенціалу;
- умови злиття;
- механізм злиття.

Зупинимося на тих видах злиття компаній, що найбільш часто використовуються. Залежно від характеру інтеграції компаній доцільно виділяти такі види:

- горизонтальні злиття - об'єднання компаній однієї галузі, що виробляють один і той же виріб або здійснюють одні і ті ж стадії виробництва;

- вертикальні злиття - об'єднання компаній різних галузей, пов'язаних технологічним процесом виробництва готового продукту, тобто розширення компанією-покупцем своєї діяльності або на попередні виробничі стадії, аж до джерел сировини, або на наступні - до кінцевого споживача. Наприклад, злиття гірничодобувних, металургійних і машинобудівних компаній;

- родові злиття - об'єднання компаній, що випускають взаємозалежні товари. Наприклад, фірма, що виробляє фотоапарати, об'єднується з фірмою, що виробляє фотоплівку або хімреактиви для фотографування;

- конгломератні злиття - об'єднання компаній різних галузей без наявності виробничої спільності, тобто злиття такого типу – це злиття фірми однієї галузі з

фірмою іншої галузі, котра не є ні постачальником, ні споживачем, ні конкурентом. У рамках конгломерату компанії, що об'єднуються, не мають ні технологічної, ні цільової єдності з основною сферою діяльності фірми-інтегратора. Профільююче виробництво в такого виду об'єднаннях приймає розпливчасті обриси або зникає зовсім.

У свою чергу можна виділити три різновиди конгломератних злиттів:

Злиття з розширенням продуктової лінії (product line extension mergers), тобто з'єднання неконкуруючих продуктів, канали реалізації та процес виробництва яких схожі. Як приклад можна навести придбання компанією Procter & Gamble, провідним виробником миючих засобів, фірми Clorox - виробника відбілюючих речовин для білизни.

Злиття з розширенням ринку (market extension mergers), тобто придбання додаткових каналів реалізації продукції, наприклад, супермаркетів, у географічних районах, які раніше не обслуговувалися.

Чисті конгломератні злиття, що не припускають ніякої спільності.

Залежно від національної приналежності поєднуваних компаній можна виділити два види злиття компаній:

- Національні злиття - об'єднання підприємств, що знаходяться у рамках однієї держави;

- Транснаціональні злиття - злиття компаній, що знаходяться в різних країнах (transnational merger), придбання компаній в інших країнах (cross-border acquisition).

Враховуючи глобалізацію господарської діяльності, у сучасних умовах характерною рисою стає злиття та поглинання не тільки компаній різних країн, а й транснаціональних корпорацій.

Залежно від ставлення управлінського персоналу компаній до угоди зі злиття або поглинання компаній можна виділити:

- дружні злиття - злиття, при яких керівний склад і акціонери компаній, що купує і купується (цільової, обраної для покупки), підтримують дану угоду;

- ворожі злиття - злиття і поглинання, при яких керівний склад цільової компанії (компанії-мішені) незгодний з підготовлюваною угодою і здійснює ряд протизахватних заходів. У цьому випадку купуючій компанії доводиться вести на ринку цінних паперів дії проти цільової компанії з метою її поглинання.

Залежно від способу об'єднання потенціалу можна виділити такі типи злиття:

- корпоративні альянси - це об'єднання двох або декількох компаній, сконцентроване на конкретному окремому напрямку бізнесу, що забезпечує отримання синергетичного ефекту тільки в цьому напрямку, в інших же видах діяльності фірми діють самостійно. Компанії для цих цілей можуть створювати спільні структури, наприклад, спільні підприємства;

- корпорації - цей тип злиття має місце тоді, коли об'єднуються всі активи фірм, що втягуються в угоду.

У свою чергу, у залежності від того, який потенціал у ході злиття об'єднується, можна виділити:

виробничі злиття - це злиття, при яких об'єднуються виробничі потужності двох або декількох компаній з метою отримання синергетичного ефекту за рахунок збільшення масштабів діяльності;

чисто фінансові злиття - це злиття, при яких об'єднані компанії не діють як єдине ціле, при цьому не очікується суттєвої виробничої економії, але має місце централізація фінансової політики, яка сприяє посиленню позицій на ринку цінних паперів, у фінансуванні інноваційних проектів.

Тип злиттів залежить від ситуації на ринку, а також від стратегії діяльності компаній і ресурсів, якими вона володіє.

Поділом акціонерного товариства визнається припинення товариства з передачею всіх його прав і обов'язків знову створюваним товариствам. Рада директорів товариства, що реорганізується у формі поділу, виносить на рішення загальних зборів акціонерів питання про реорганізацію у формі поділу, і в порядку конвертації акцій товариства, що реорганізується в цінні папери

новостворюваних. При поділі товариства його права і обов'язки переходять до двох або декількох знову створених товариств відповідно до розділового балансу.

Виділенням товариства визнається створення одного чи декількох товариств із передачею їм частини прав і обов'язків товариства, що реорганізується без припинення останнього. Рада директорів товариства, що реорганізується у формі виділення, вносить на рішення загальних зборів акціонерів питання про реорганізацію товариства у формі виділення, про порядок і умови здійснення виділення, про створення нового товариства, можливості конвертації акцій товариства в акції і (або) інші цінні папери товариства, що виділяється, і про порядок такої конвертації, про затвердження розподільчого балансу.

При перетворенні товариства в товариство з обмеженою відповідальністю або у виробничий кооператив до юридичної особи, що знов виникла, переходять усі права та обов'язки реорганізованого товариства згідно з передавальним актом.

Перетворення публічної компанії в приватну може здійснюватися за рахунок скупки акцій, що означає зміну структури власності. Для цього використовується велика кількість інструментів.

Найбільш поширені: готівковий розрахунок з колишніми акціонерами, злиття компанії відкритого типу з приватною корпорацією. Крім цього, може здійснюватися приватизація, реалізована за допомогою викупу акцій за рахунок кредиту, тобто в угоді бере участь третя або навіть четверта сторона.

### **7.3.2. Фінансова ефективність при злиттях і поглинаннях**

У світовій економічній літературі існує ряд теорій, що ставлять на меті пояснити причини і мотивування злиттів і поглинань. Найбільшого поширення набула теорія підвищення доданої економічної вартості компанії або теорія синергії (Theory of Synergy).

Вперше, як сформована теорія, вона була сформульована в роботі Бредлі, Десаї і Кім у 1983 році. Суть теорії синергії полягає в тому, що компанії А і В підуть на злиття тільки в тому випадку, якщо компанія С, що утворилася в

результаті їх злиття, збільшить чистий добробут акціонерів, тобто зросте чистий прибуток і збільшиться вартість акцій підприємства.

Згідно з теорією синергії компанія, що утворилася в результаті злиття або поглинання, може використовувати широкий спектр переваг, які виникають внаслідок об'єднання ресурсів компаній, що зливаються, а саме - прагне домогтися економії на масштабах, зниження адміністративних, маркетингових та інших витрат за рахунок централізації функцій, розширення продуктового ряду, збільшення частки ринку, географічної диверсифікації свого бізнесу, підвищення ефективності управління та інших вигод.

Ще однією теорією, висунутою для пояснення мотивації при злитті, є Теорія гордині (Hubris Theory), яка була запропонована в 1986 році Річардом Роллом.

Використовуючи дані і висновки, що містяться більш ніж у сорока роботах, Ролл дійшов висновку, що злиття і поглинання не породжують ефекту синергії, а якщо він і присутній, то вплив цього ефекту, як правило, виявляється переоціненим.

Припущення про відсутність синергетичного ефекту в процесі злиттів дозволило Роллу висунути теорію про те, що злиття – це результат індивідуального рішення менеджменту компанії-покупця, який вважає, що саме його оцінка вартості компанії-цілі правильна, а ринкова оцінка вартості в повному обсязі відбиває потенціал його розвитку. Інакше кажучи, рішення про злиття може бути викликане лише ірраціональною гординою менеджерів компанії-покупця з приводу того, що тільки вони можуть повністю визначити і розпізнати неіснуючу синергію.

Ще одна теорія мотивації злиттів і поглинань - Теорія агентських витрат вільних потоків грошових коштів (Agency Theory of Free Cash Flow), була сформульована в 1986 році Майклом Дженсенем. У рамках даної теорії менеджери є агентами акціонерів, а подібні агентські взаємовідносини завжди чреваті конфліктом інтересів. Джерело конфліктних ситуацій - це виплата грошових коштів акціонерам, що є однією з ключових проблем, яка довгий час недооцінювалася практикуючими економістами та науковцями.

Так, менеджери можуть уже не діяти найкраще в інтересах своїх акціонерів. Їх основним спонукальним мотивом є власні інтереси, які зовсім не обов'язково повинні співпадати з інтересами акціонерів. У результаті конфлікту інтересів виникають агентські витрати у вигляді зловживань менеджерів і використання корпоративного майна в особистих цілях (невиправдані відрядження, завищені представницькі витрати та ін.).

Розглянуті концепції є найпоширенішими теоріями, що пояснюють якісну і кількісну сторону мотивацій при здійсненні злиттів і поглинань.

Українська практика перерозподілу власності у багатьох створила відчуття, що поглинання - відносно простий, дешевий і чи не єдиний спосіб значно збільшити бізнес. Проте досвід розвинених економік свідчить, що це далеко не так. Компанії, як правило, купуються з великою премією до їх ринкової ціни (за добровільну відмову від контролю власники зазвичай вимагають 30-40% надбавки до ринкової ціни акцій, а при спробі скупити значний пакет акцій на відкритому ринку їх курс негайно виростає).

У такій ситуації акціонери поглинаючої компанії можуть вважати угоду успішною, тільки якщо в її результаті створюється додаткова вартість, що дозволяє покрити премію, тобто підвищується сумарна прибутковість активів і, відповідно, їх акціонерна вартість. При цьому частка невдалих угод, у результаті яких вартість не створюється, а руйнується, досягає 70%. Компанії роблять помилки і прорахунки на всіх основних етапах злиття або поглинання: у виборі об'єкта, у проведенні угоди і в управлінні інтеграцією.

Оцінка вартості компанії при злиттях і поглинаннях передбачає під собою, в першу чергу, визначення сумісності компаній. Для цього необхідно виконати:

- аналіз сильних і слабких сторін учасників угоди;
- прогнозування ймовірності банкрутства;
- аналіз виробничого (операційного) і фінансових ризиків;
- оцінку потенціалу зміни чистих грошових потоків;
- попередню оцінку вартості організації, що реорганізується;
- визначення можливостей для створення синергій;

- визначення можливостей для створення вартості за рахунок реструктуризації компанії.

Успіх угоди багато в чому залежить від здатності реально оцінити можливості створення вартості в результаті інтеграції збутових, виробничих, дослідницьких та інших потужностей, посилення ринкових позицій, зменшення штату, трансферу технологій тощо.

Визначаючи можливості для реструктуризації, покупці часто порівнюють компанію, що поглинається, з лідерами галузі. Важливо пам'ятати, що злиття або поглинання завжди означає зміни в обох компаніях - як поглиненої, так і тої, що поглинається, - і їх можна з вигодою використовувати для проведення перетворень. Починати операцію можна тільки в тому випадку, якщо за результатами аналізу з'ясовується, що вартість, яку вдасться створити в результаті злиття або поглинання, значно покриє витрачені кошти.

У даному випадку витрати на реорганізацію можна розглядати як варіант капіталовкладень: маються стартові витрати і в майбутньому очікується прибуток. У кожному разі менеджмент компанії повинен домагатися оптимального розподілу капіталу і забезпечувати в довгостроковому періоді добробут акціонерів.

Першочерговим завданням при оцінці передбачуваного проекту є складання прогнозу майбутніх грошових потоків з урахуванням усіх синергетичних ефектів.

Синергетичний ефект - придбання додаткових економічних вигод у результаті успішного об'єднання компаній (при злитті і поглинанні) і перевищення їх вартості. Дані економічні вигоди утворюються внаслідок більш раціонального використання їх загального фінансового потенціалу, взаємодоповнення технологій та продуктів, що випускаються, можливості зниження поточних витрат виробництва та інших аналогічних чинників об'єднаних компаній.

Синергетичний ефект може проявлятися у двох напрямках: пряма і непряма вигода.



Пряма вигода - це відчутне збільшення грошових потоків, тобто зниження витрат у результаті об'єднання і скорочення устаткування, площ і чисельності персоналу, і більш висока величина контрибуції через зміцнення позиції на ринку і збільшення розмірів території, що обслуговується. Конкретну величину приросту грошових потоків можна обчислити в процесі планування придбання або злиття компаній. Звичайно ж, якість таких оцінок залежатиме від того, наскільки кількісно вимірні можливості для поліпшення діяльності. Швидше за все, у цьому випадку вплинуть і податкові пільги, і ефект важеля. Аналіз прямої вигоди включає в себе такі етапи. Назвемо їх:

- оцінка вартості реорганізації до реорганізації на основі прогнозованих грошових потоків;
- оцінка вартості об'єднаної компанії на основі грошових потоків після реорганізації;
- розрахунок доданої вартості на основі моделі дисконтування грошових потоків, що формується за рахунок управлінської, операційної та фінансової синергії.

Операційний синергетичний ефект - економія на операційних витратах за рахунок об'єднання служб маркетингу, обліку, збуту. Крім того, об'єднання може привести до зміцнення позиції компанії на ринку, отримання технологічного ноу-хау, торгової марки, що сприяє не тільки зниженню витрат, але і диференціації продукції, що випускається. Крім економії на витратах, диференціації продукції, що випускається, досягається економія за рахунок масштабу (можливість виконувати великий обсяг роботи на тих же виробничих потужностях, що, в підсумку, знижує середні витрати на одиницю продукції, що випускається).

Управлінська синергія – економія за рахунок створення нової системи управління. Об'єднання підприємств може здійснюватися шляхом горизонтальної та вертикальної інтеграцій, а також за допомогою створення конгломерату.

Метою об'єднання є створення більш ефективної системи управління. Часто об'єктом для приєднання служать більш погано керовані компанії з нереалізованим потенціалом вартості. В даному випадку компанія володіє такими

можливостями: створення нової управлінської структури або підвищення якості управління без реорганізації.

Фінансова синергія - економія за рахунок зміни і диференціації джерел фінансування. Традиційно, факт об'єднання компаній викликає інформаційний ефект, після чого вартість цінних паперів компанії, і, зокрема акцій, зростає навіть в тому випадку, якщо реальних економічних перетворень не здійснювалося. Таким чином, злиття (приєднання) форсує зростання інвестиційної привабливості компанії з боку потенційних інвесторів, що сприяє припливу інвестицій, появи додаткових джерел фінансування, підвищенню надійності компанії в очах кредиторів.

У цілому, даний вид синергії сприяє зниженню ризику інвестування в компанію, чим забезпечує появу дешевших джерел фінансування. Крім цього, реорганізація дає деякі податкові переваги (фінансова звітність головної організації складена виключно для цілей оподаткування).

Непряма вигода полягає в тому, що акції об'єднаної компанії можуть стати більш привабливими для інвестора, а тому їх ринкова вартість, що відображає збільшення грошових потоків, зростає. Аналітики фондового ринку та інвестори зазвичай очікують, що злиття, які дають синергетичний ефект, не тільки зроблять компанію більш прибутковою, а й, можливо, прискорять її зростання, підсилять її позиції на ринку або зменшать коливання прибутку - адже циклічність діяльності одного підприємства компенсується циклічністю іншого.

З часом такий перегляд вартості може знизити премію за ризик компанії, зменшити витрати її капіталу, а також поліпшити очікуване значення співвідношення ціни і прибутку на акцію.

Процес злиття аналогічний придбанню іншої компанії, а також пов'язаний з інвестиціями засобів. Тому при оцінці можна застосовувати основні принципи прийняття рішень про довгострокові вкладення. Таку покупку слід проводити, якщо ця операція збільшить ринкову вартість реорганізованої компанії, і, в кінцевому підсумку, добробут акціонерів. Однак злиття часто насилу піддаються оцінці за такими причинами:

- необхідно ретельно визначити вигоди і витрати;
- покупка компанії суттєво складніше покупки нового обладнання, оскільки при злитті виникають особливі податкові, правові та бухгалтерські проблеми;
- треба брати до уваги тактичні прийоми наступу і захисту, які часто застосовуються при ворожих поглинаннях;
- необхідно аналізувати як причини злиття, так і його наслідки - хто з учасників найімовірніше витягне з нього прибутки, а хто понесе збитки.

На практиці найчастіше оцінку і аналіз злиття або поглинання починають з прогнозу майбутніх грошових потоків компанії, яку збираються приєднати. В прогноз включають будь-яке збільшення доходів або зниження витрат, обумовлене поглинанням, і потім дисконтують ці суми і порівнюють отриманий результат з ціною покупки.

При такому підході існує ймовірність похибки в оцінці вартості компанії при оцінці майбутніх грошових потоків компанії, яку належить приєднати. Вихідним кроком має стати аналіз і оцінка економічних вигод і витрат.

Збільшення прибутку, яке, можливо, вийде в результаті злиття компаній, можна побачити в тій мірі, в якій воно піддається виміру. Для цього аналітики використовують два прогнозних звіти про прибутки та збитки. В одному з них прогнозований чистий прибуток і грошові потоки показані для кожної компанії окремо, а в іншому - висвітлено діяльність об'єднаної компанії з усіма уявними поліпшеннями. Ці документи потім можуть стати основою для порівняльного аналізу, розрахунку вартості різними методами, включаючи аналіз поточної дисконтованої вартості, а також для виявлення розрахункової величини синергетичного ефекту за кожен рік - він відображений у другому з документів.

Іноді може бути корисно визначити окремо дисконтовану вартість усіх вигод від додаткових грошових потоків, викликаних синергетичним ефектом, які містяться в комбінованому прогнозному документі-звіті. Потім таку поточну вартість можна використовувати як грубий орієнтир при проведенні переговорів за угодою, оскільки вартість цих додаткових вигод, можливо, доведеться врахувати при встановленні надбавки, яку заплатить покупець.

Таким чином, інформаційний ефект від злиття в поєднанні з прямим видом синергії, підвищує ринкову вартість акцій або змінює мультиплікатор  $P / E$ .

Чим більше значення мультиплікатора  $P / E$  поглинаючої компанії в порівнянні з аналогічним показником тої, що поглинається, і відмінність в обсягах одержуваного прибутку, тим значніше збільшення мультиплікатора  $P / E$  поглинаючої компанії в результаті злиття.

Крім цього, якщо орієнтуватися на короткострокову перспективу, то багато угод по злиттю призводять до «розводнення» прибутку на акцію і можуть бути визнані неефективними. Подібне розводнення може бути компенсоване, якщо відмінність у темпах росту прибутку двох компаній значна, а ціна, виплачувана з урахуванням більшого значення мультиплікатора  $P / E$ , розглядається як інвестиції, розраховані на декілька років.

Економічні вигоди передбачуваного злиття виникнуть тільки за умови, що ринкова вартість компанії, створеної в результаті злиття, вище, ніж сума вартостей створюючих її фірм до їх об'єднання.

Припустимо, що компанія, яка утворилася після поглинання, має ринкову вартість  $PV_{аб}$ , а вартості компаній А і Б до їх об'єднання рівні  $PV_a$  і  $PV_b$  відповідно, тоді вигоду від злиття  $W_{аб}$  отримаємо з виразу:

$$W_{аб} = PV_{аб} - (PV_a + PV_b) . \quad (60)$$

Злиття економічно виправдано, якщо ця різниця позитивна.

Оцінка витрат передбачуваного злиття

Злиття може здійснюватися такими методами:

- на основі негайної оплати;
- на основі обміну акціями.

У разі негайної оплати: компанія А купує компанію Б з негайною оплатою. Витрати  $Z_{аб}$  придбання компанією А компанії Б можна визначити як різницю між сплаченими компанією А за неї грошовими коштами  $S_{аб}$  і вартістю компанії Б як окремої господарської одиниці  $PV_b$ :

$$Z_{a\bar{b}} = S_{a\bar{b}} - PV_{\bar{b}}. \quad (61)$$

Різниця між вигодами і витратами, це чиста приведена вартість  $NPV_{a\bar{b}}$  для власників компанії А, що виникає від поглинання компанії Б.

$$NPV_{a\bar{b}} = W_{a\bar{b}} - Z_{a\bar{b}} = PV_{a\bar{b}} - (PV_a + PV_{\bar{b}}) - S_{a\bar{b}} - PV_{\bar{b}} \quad (62)$$

Отже, якщо чиста приведена вартість має позитивне значення  $NPV_{a\bar{b}} > 0$ , то поглинання доцільно проводити.

Подібний критерій доцільності злиття враховує два важливих моменти. Перш за все, при оцінці переваги злиття або поглинання увагу сконцентровано на потенційно можливих вигодах. І друге, аналіз витрат поглинання допомагає зрозуміти спосіб розподілу цих вигод між компаніями, які беруть участь, що в свою чергу допомагає оцінювати можливу реакцію інвесторів. Тому починати оцінку необхідно з інформації про ринкову вартість  $PV_{\bar{b}}$  окремої компанії Б і тільки потім враховувати зміни в потоці грошових коштів, які будуть обумовлені злиттям, видається більш ефективним.

Витрати, що виникли в процесі злиття, являють собою премію (або надбавку), яку покупець платить за компанію понад її вартість як окремої економічної одиниці. Проблема визначення витрат у разі злиття з оплатою в грошовій формі вирішується просто.

Однак треба мати на увазі, що якщо інвестор має намір компанії А придбати компанію Б, то ринкова вартість акцій компанії Б не може служити адекватним заходом її вартості як незалежної господарської одиниці. Тому, враховуючи цю обставину, зручніше дещо змінити вище вказану формулу визначення витрат злиття:

$$Z = (S_{a\bar{b}} - PV_{\bar{b}}) - (PV_{\bar{b}} - PV_{\bar{b}}^n) = Z_{a\bar{b}} + PV_{\bar{b}}^n - PV_{\bar{b}}, \quad (63)$$

де  $Z_{a\bar{b}}^n$  – приведені витрати злиття компаній А і Б;

$S_{a\bar{b}}$  - грошові кошти, виплачені компанією А за придбання компанії Б;

$PV_{\bar{b}}$  - ринкова вартість компанії Б;

$PV_{\bar{b}}^n$  - приведена вартість компанії Б, тобто ринкова вартість компанії Б після її злиття з компанією А;

$Z_{a\bar{b}}$  - витрати злиття компаній А і Б (премія до ринкової вартості компанії Б).

Наведені вище формули знову свідчать про різницю між вартістю ринковою і внутрішньою.

### **Контрольні питання**

1. Перелічіть основні етапи процесу створення вартості компанії при реструктуризації.
2. Що таке «вартісний розрив»?
3. Назвіть основні чинники, що збільшують вартість компанії в процесі злиття і поглинання.
4. Яким чином оцінюються економічні вигоди передбачуваного злиття?
5. Назвіть основні теорії злиттів і приєднань, у чому полягає кожна з них?
6. Назвіть основні чинники, що збільшують вартість компанії в процесі злиття і поглинання.
7. Яким чином оцінюються економічні вигоди передбачуваного злиття?

#### **7.4. Викупи з борговим фінансуванням: зміст і оцінка ефективності**

Викупи борговим фінансуванням (LBO-leveraged buyout) - техніка фінансування, за допомогою якої відкрита корпорація (public corporation) перетворюється в закриту корпорацію (private corporation).

Група зовнішніх або внутрішніх (менеджери) інвесторів викупує всі акції корпорації, що знаходяться в обігу, причому викуп на 80-90% фінансується за рахунок емісії боргових зобов'язань (найчастіше сміттєві / високоприбуткові

облігації). По закінченні 3-6 років акції повертаються на відкритий ринок, хоча відомі випадки збереження закритої форми.

У викупу борговим фінансуванням є свої жорсткі правила як стосовно методу фінансування, так і корпорації-покупця. Основні ознаки угоди:

- корпорація-покупець є абсолютно новою компанією, компанією без будь-якої попередньої операційної діяльності, створюваної спеціально для проведення викупу борговим фінансуванням;

- висока леведжированість угоди - викуп проводиться на 90% за рахунок боргового фінансування.

При здійсненні угод LBO в ролі компанії продавця може виступати як окрема компанія, так і група зовнішніх інституціональних інвесторів (без створення нової компанії), яка фінансує викуп, і в подальшому повністю або частково контролює діяльність викупленої компанії. Якщо при викупі борговим фінансуванням в групу інституційних інвесторів входять менеджери корпорації, що викупується, то такий викуп називають управлінським викупом борговим фінансуванням [MBO- management buyout].

Для цілей викупу інвестиційний банк утворює нову компанію, від імені якої і буде проводитися викуп. Для початкового етапу фінансування операції (створення компанії та її капіталу) інвестиційний банк займає кошти від інституціональних інвесторів під проведення викупу, всі ці кошти надходять у спеціально створюваний фонд. Подібний фонд часто називають акціонерним фондом LBO [LBO equity fund], а його кошти є своєрідним статутним капіталом новоствореної компанії (як правило, об'єм подібного фонду рідко перевищує суму 1/10 загальної вартості викупу). Ці кошти у подальшому частково підуть на оплату викупу, а частково на вишукування джерел фінансування решти 9 / 10 вартості проведення викупу акцій на відкритому ринку.

Корпорація, що викупується, може являти собою як окрему компанію, так і дочірню компанію, що належить більш великій корпорації. Якщо компанія, що викупується, є підрозділом, філією або дочірньою компанією, то в цьому випадку угода називається дивізіонним викупом [divisional buyout]. В

дивізіонному викупі корпорація-засновник, що продає, іноді віддасть перевагу залишити за собою певну кількість акцій / облігацій свого підрозділу, що викупується.

Подібне рішення може бути продиктовано як бажанням корпорації-засновника сприяти якнайшвидшому завершенню викупу, так і зацікавленістю компанії в збереженні певного контролю над продаваною дочірньою компанією.

Найчастіше інвестиційний банк, який ініціює та проводить викуп, запрошує до участі в угоді менеджмент компанії, що купується. Йому пропонується придбати великий пакет її акцій. Таким чином, на практиці більшість викупів борговим фінансуванням є управлінськими викупам борговим фінансуванням.

Викуп борговим фінансуванням найчастіше носить дружній характер і здійснюється на переговорній основі, хоча бувають і винятки. Викуп борговим фінансуванням може бути застосований корпорацією-ціллю в якості захисту від жорсткого поглинання або потенційної загрози його проведення. В подібних випадках вже не інвестиційний банк, а менеджмент корпорації, що викупується, є ініціатором проведення викупу борговим фінансуванням, а перший лише запрошується до фінансування його проведення.

Частина коштів для викупу компанії практично завжди являє собою банківські позички, надані інвестиційним банком, решта - може залучатися за допомогою приватного розміщення боргових зобов'язань серед інституційних інвесторів (достатньо часто ними стають страхові компанії) або може бути отримана за допомогою проведення емісії сміттєвих облігацій і подальшого розміщення на відкритому фондовому ринку.

Таким чином, можна вважати викуп борговим фінансуванням як фінансову техніку поглинання. При цьому тільки певні компанії можуть бути кандидатами на викуп борговим фінансуванням.

Кожна інвестиційна компанія або інвестиційний банк, що спеціалізуються на проведенні викупів борговим фінансуванням, встановлюють свої критерії для відбору подібних компаній.

Необхідні характеристики кандидатів на викуп такі:



Фінансові характеристики:

- історія компанії повинна демонструвати тривалі періоди доброго прибутку і здатність підтримувати його стабільний рівень;
- потоки грошових коштів від операцій повинні мати стабільність, достатню для їх прогнозування;
- компанія-кандидат повинна мати на своєму балансі високоліквідні активи.

Ділові характеристики:

- висококваліфікована команда менеджерів;
- сильні маркетингові позиції на ринку;
- переваги по витратах у своїй галузі;
- висока рентабельність.

Середній коефіцієнт боргового навантаження (усі довгострокові зобов'язання корпорації у відсотках від її загального капіталу) для відкритих корпорацій становить 20-25%. Після проведення викупу цей коефіцієнт у середньому зростає до 85%. Подібна зміна скорочує наявність акціонерного капіталу в загальній структурі капіталу до мінімуму.

Новостворена структура капіталу дозволяє LBO-партнерству і дивізіонним менеджерам (якщо проводилося декілька дивізіонних викупів борговим фінансуванням) або загальному менеджменту (якщо корпорація була викуплена одноразово) отримати контроль над бізнесом без проведення величезних інвестицій в її звичайні акції, які вони були б нездатні провести, якщо б корпорація залишилася відкритою.

Більшість фондів викупу (множина, якщо проводиться декілька дивізіонних викупів, і однина - якщо один загальний) створюються у вигляді товариства з обмеженою відповідальністю, в якому члени LBO-партнерства визначаються як загальні партнери.

На відміну від джерел створення вартості, присутніх у класичному злитті (видалення неефективного менеджменту, отримання операційних і фінансових синергій у викупі борговим фінансуванням) подібні джерела відсутні, оскільки найчастіше ці викупи проходять за участю менеджменту корпорації, що

викупується, і фірма-покупець є знову створеною компанією без будь-якої попередньої виробничої історії.

Традиційно всі джерела створення вартості викупам борговим фінансуванням поділяються на три блоки:

- створення податкових щитів;
- посилення мотивації менеджерів з підвищення якості управління компанією;
- зниження агентських витрат вільних потоків грошових коштів.

Традиційний метод оцінки компанії-мішені - метод скоригованої приведеної вартості-APV (Adjusted Present Value method).

Вартість компанії з позиковими коштами розраховується таким чином:

$$W_L = W_{assets} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_n}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^t} + \sum_{i=1}^n \frac{Kd + Dt + tr}{(1+r_d)^t} + \frac{TV(G)_n}{(1+r_d)^t}, \quad (64)$$

де  $FCFO_n$ - середня величина грошового потоку від операційної діяльності,

$r$  - рівень очікуваних дивідендів (вартість грошей у часі),

$r_d$ - вартість боргу (відсотки),

$tr$  - корпоративна податкова ставка,

$Dt$  - сума боргу,

$TV$  - повна вартість,

$$TV = \frac{FCFO_n}{r-g}, \quad TV(G)_n = \frac{FCFO_n}{r_d-g}, \quad (65)$$

де  $r$  - рівень очікуваних дивідендів,

$g$  - темп приросту.

Таким чином, метод скоригованої приведеної вартості має дві важливі переваги:

1. Він надає нам не агреговану інформацію про фактори, які впливають на вартість компанії.

2. Дозволяє провести детальний аналіз вартості, що виникає при зміні структури капіталу (зміни співвідношення власних і позикових коштів).

### **Контрольні питання**

1. Який економічний зміст викупу борговим фінансуванням?

2. Назвіть основні ознаки LBO.

3. Наведіть приклад джерел створення вартості у викупі борговим фінансуванням.

4. Назвіть основні характеристики компаній - потенційних претендентів на викуп.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12 липня 2001 р., № 2658-III
2. Постанова Кабінету Міністрів України «Про експертну грошову оцінку земельних ділянок» від 11 жовтня 2002 р., №1531-2002-п.
3. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна та майнових прав» від 10 вересня 2003 р., № 1440.
4. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Методики оцінки майна» від 10 грудня 2003 р., № 1891.
5. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 2 «Оцінка нерухомого майна» від 28 жовтня 2004 р., № 1442.
6. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» від 29 листопада 2006 р., № 1655.
7. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності» від 3 жовтня 2007 р., № 1185.
8. Международные стандарты оценки (МСО 2005). 7-е изд. / Пер. с англ. И. Артеменкова, Н. Павлова. – М.: Российское общество оценщиков, 2005.
9. Бабій О.М. Потенціал і розвиток підприємства: Навчальний посібник / Сабадирьова А.Л., Бабій О.М., Куклінова Т.В., Салавеліс Д.Є. – Одеса: ОНЕУ, ротапринт, 2013. – 343 с.
10. Бочаров В.В. Управление стоимостью бизнеса: учебное пособие / Бочаров В.В., Самонова И.Н., Макарова В.А. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009. – 124 с.
11. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса; [учеб. – 2-е изд., перераб. и доп.] / С.В. Валдайцев. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. – 360 с.

12. Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании / Под ред. Э. Блека. – М. : Олимп-бизнес, 2009. – 400 с.
13. Гараникова, Л. Ф. Оценка стоимости предприятия [Текст]: учебное пособие / Л. Ф. Гараникова. Изд. 1-е. – Тверь: ТГТУ, 2007. – 140 с.
14. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – 2-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
15. Економічний аналіз і діагностика стану сучасного підприємства [Текст] / Костенко Т.Д., Підгора Є. О., Рижиков В. С., Панков В. А., Герасимов А.А., Ровенська В.В. – К. : ЦНЛ, 2005. – 400 с.
16. Коваленко Л.О. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. / Коваленко Л.О., Ремньова Л.М. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Знання, 2005. – 485 с.
17. Королькова І. Щодо управління вартістю підприємства на основі збалансованої системи показників на вітчизняних підприємствах / І. Королькова, О. Королькова // Економіка підприємства. – 2010. – № 9. – С. 49-51.
18. Костирко Р.О. Комплексна оцінка вартості підприємства:[Текст] Монографія / Костирко Р.О., Тертична Н.В., Шевчук В.О., За заг. ред. докт. екон. наук, академіка НАН України М.Г.Чумаченка.-2-ге вид. перероб. і доп.- Х.:Фактор,2008.-278с.
19. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Т.Коупленд, Т.Коллер, Дж.Муррин. 2-е изд., стер./ Пер с англ. – М.: ЗАО“Олимп-Бизнес”, 2002. – 576 с
20. Круш П.В. Поліщук С.В. Оцінка бізнесу: Навчальний посібник.- Київ: Центр навчальної літератури, 2004. - 264 с.
21. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: [Монографія] / О.Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
22. Мец В. О. Економічний аналіз фінансових результатів та фінансового стану підприємства: Навч. посібник. / В.О. Мец.— К.: КНЕУ, 1999. — 132 с.

- 23.Момот Т. Оцінка вартості бізнесу:сучасні технології. / Т.Момот. -Х.: Фактор,2007.-224с.
- 24.Островська Г. Управління вартістю: сучасні інструменти оцінки корпоративної ефективності / Г. Островська // Світ фінансів. – 2008. - № 3 (16). – с. 106 – 117.
- 25.Островська Г., Серединська І. Огляд теоретичних концепцій стратегічного управління на основі зростання вартості // Галицький економічний вісник. — 2009. — № 1. — С. 10-18.
- 26.Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 512 с.
- 27.Скотт М. Факторы стоимости : руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / М. Скотт / Пер. с англ. – М. : Альпина-бизнес, 2000. – 432 с.
- 28.Герещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.
- 29.Герещенко О.О., Стецько М.В. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту // Фінанси України. - 2007. - №3. - С. 91-99.
- 30.Тивончук І.О. Вимірювання синергічного ефекту злиття та поглинання підприємств / І.О. Тивончук, Г.Я. Глинська // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. – 2008. – Вип. 6. – С. 39-51.
31. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать, контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш; Пер. с англ. – М.: Дело, 2000. – 516 с.
- 32.Фінансовий менеджмент: Підручник / Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогін. – К.: КНЕУ, 2005. – 535с.
33. Шелудько В.М. Фінансовий менеджмент: Підручник / В.М. Шелудько; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. — 2-ге вид., стер. — К.: Знання, 2013. — 375 с.
- 34.Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Щербаков В.А., Щербакова Н.А. / 4-е изд.: перераб.и доп. – М.: Омега-Л, 2012. – 320 с.

35. Ярошевич Н. Б. Фінанси підприємств : навч. посіб. / Н. Б. Ярошевич. — К.: Знання, 2012. — 341 с.
36. Rappaport A. Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance. - New York: Free Press, 1996.

**Навчальне видання**

**БАБІЙ Олег Миколайович**  
**МАЛИШКО Валерій Семенович**  
**ПУДИЧЕВА Галина Олександрівна**

**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА**

Навчальний посібник

Коректор *А.О. Ковальова*