

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

**ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ СЕМЕНА КУЗНЕЦЯ**

О. П. Полтініна

**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ
ПІДПРИЄМСТВА**

Навчальний посібник

**Харків
ХНЕУ ім. С. Кузнеця
2017**

УДК 658.15(075.034)

П52

Рецензенти: заступник директора Навчально-наукового інституту економіки та менеджменту Національного авіаційного університету, д-р екон. наук, професор *О. В. Ареф'єва*; директор Навчально-наукового інституту бізнес-технологій «УАБС» Сумського державного університету, д-р екон. наук, професор *І. І. Д'яконова*.

Рекомендовано до видання рішенням вченої ради Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця.

Протокол № 8 від 22.05.2017 р.

Самостійне електронне текстове мережеве видання

Полтініна О. П.

П52 Управління вартістю підприємства : навчальний посібник [Електронний ресурс] / О. П. Полтініна. – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – 140 с.

ISBN 978-966-676-714-4

Визначено й узагальнено основні проблемні аспекти управління вартістю підприємства в сучасних умовах розвитку вітчизняної економіки, ґрунтовно розкрито методичні підходи до оцінювання та максимізації ринкової вартості підприємства. Як літературні джерела використано нормативно-правові акти, наукову та практичну літературу з оцінювання та управління вартістю підприємства.

Рекомендовано для студентів вищих економічних навчальних закладів.

УДК 658.15(075.034)

ISBN 978-966-676-714-4

© О. П. Полтініна, 2017

© Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця, 2017

Вступ

«Управління вартістю підприємства» – навчальна дисципліна, що вивчає підходи до формування ефективних заходів з максимізації ринкової вартості підприємства на основі визначення основних складових вартісного аналізу та вартісно-орієнтованого управління.

Проблеми функціонування вітчизняних підприємств обумовлюють необхідність пошуку дієвих інструментів управління ними. Одним із базових напрямів загального процесу вдосконалення діяльності та розвитку вітчизняних та зарубіжних підприємств сьогодні є управління їх вартістю, оскільки саме збільшення ринкової вартості підприємства є пріоритетною метою власників. Вартісно-орієнтоване управління базується на класичних підходах до оцінювання вартості бізнесу та сучасних інструментах максимізації ринкової вартості підприємства. Актуальність управління вартістю підприємства зростає через посилення конкурентної боротьби організацій за капітал інвесторів та акціонерів. Окрім того, необхідність управління вартістю підприємства продиктована сучасними вимогами до ведення бізнесу, які висуваються до топ-менеджерів підприємств. У цьому контексті особливої ваги набуває концепція в рамках нової управлінської парадигми, яка отримала назву «вартісно-орієнтоване управління» – VBM (Value Based Management). Саме такий підхід дозволяє фінансовим менеджерам здійснювати планування, моніторинг та управління діяльністю підприємств, забезпечуючи підвищення акціонерної вартості.

Проблеми оцінювання й управління вартістю підприємства знайшли відображення в роботах вітчизняних і зарубіжних вчених, серед яких окремо слід виділити таких, як: А. А. Аскарров, І. А. Астраханцева, Т. А. Афанасьєва, Н. В. Васюк, В. Вишневський, В. Є. Єсіпов, Т. Коллер, Т. Коупленд, О. Г. Мендрул, Дж. Мурин, Ж. К. Нестеренко, М. Скотт, М. В. Стецько, О. О. Терещенко, К. Уолш.

У межах вивчення навчальної дисципліни «Управління вартістю підприємства» у студентів формується перелік компетентностей, які дозволять у подальшій практичній діяльності здійснювати вибір оптимального підходу до оцінювання ринкової вартості підприємства, проводити безпосереднє оцінювання ринкової вартості підприємства, а також формувати комплексний перелік заходів, спрямованих на підвищення ринкової вартості підприємства.

Зокрема слід акцентувати увагу на формуванні у студентів таких **базових компетентностей**, що формуються в процесі вивчення цієї навчальної дисципліни:

здатність до конкретизації предмета управління вартістю підприємства;

здатність шукати, систематизувати й обробляти інформацію, необхідну для оцінної діяльності;

здатність оцінювати вартість підприємства з використанням дохідного, витратного та порівняльного підходів;

здатність визначати вплив позицій підприємства на фондовому ринку на його вартість;

здатність здійснювати оптимізацію структури капіталу з метою максимізації ринкової вартості підприємства;

здатність простежувати взаємозалежність між грошовим потоком від інвестиційної діяльності та ринковою вартістю підприємства.

Метою викладання даної навчальної дисципліни є формування компетентностей з управління вартістю підприємства в умовах нестабільного зовнішнього середовища.

Для досягнення мети поставлені такі **основні завдання**:

засвоєння основних принципів обґрунтованого вибору оптимального методичного підходу до оцінювання ринкової вартості підприємства;

оволодіння навичками самостійного здійснення аналізу, ідентифікації та оцінювання чинників, що впливають на ринкову вартість підприємства;

оволодіння навичками розроблення комплексу заходів із управління вартістю підприємства з використанням сучасних фінансових інструментів (зокрема враховуючи позиціонування підприємства на фондовому ринку).

Структура навчального посібника «Управління вартістю підприємства» передбачає конкретизацію мети, компетентностей, теоретичного матеріалу, запитань і завдань для самоконтролю, використаної літератури за кожною темою.

Навчальна дисципліна «Управління вартістю підприємства» є варіативною навчальною дисципліною. Навчальний посібник рекомендовано для студентів усіх економічних спеціальностей.

Розділ 1. Предмет і змістовність управління вартістю підприємства

Мета – визначити та узагальнити предмет і змістовність управління вартістю підприємства, конкретизувати сутність вартісно-орієнтованого управління в системі загального управління підприємством у сучасних умовах господарювання в Україні.

Основні питання

- 1.1. Економічна змістовність вартості підприємства.
- 1.2. Сутність вартісно-орієнтованого управління підприємством.
- 1.3. Значення управління вартістю в системі менеджменту підприємства.

Компетентності, що формуються за темою:

знання: поняття оцінки ринкової вартості та сфера її застосування в сучасній економіці; об'єкти та суб'єкти вартісно-орієнтованого менеджменту; основні цілі, принципи та бази оцінювання; види вартості, які використовуються для оцінювання; види вартості, що можуть виступати об'єктом управління;

уміння: володіти основними положеннями концепцій управління вартістю підприємства, систематизувати набір елементів процесу управління вартістю підприємства, розуміти сутність і змістовність управлінської вартості в контексті вартості підприємства;

комунікації: здатність до розмежування підходів до визначення поняття ринкової бази та цілей оцінювання. Здатність до систематизації підходів та інструментів управління вартістю підприємства;

автономність і відповідальність: визначення порядку та сфери застосування оцінних процедур, визначення системних ознак бази для управління вартістю підприємства, вибір оптимальних підходів до визначення ринкової вартості підприємства та подальшого управління нею.

Ключові терміни: вартість підприємства, управління вартістю підприємства, вартісно-орієнтований менеджмент, ринкова вартість, додана вартість, принципи управління вартістю підприємства.

1.1. Економічна змістовність вартості підприємства

Умови функціонування вітчизняної ринкової економіки диктують потребу у розробленні дієвих механізмів ефективного фінансового управління підприємством. Базовим критерієм результативності такого управління стає вартість підприємства, яка відображає сукупну характеристику фінансових показників діяльності підприємства, враховуючи інтереси різних учасників ринкових відносин. Величина ринкової вартості підприємства сьогодні дає змогу оцінити ефективність його функціонування та визначити потенційні ризики та втрати для інвесторів, які готові вкладати кошти в суб'єкт господарювання. Вартість підприємства відображає дві **базові властивості суб'єкта господарювання**: здатність приносити корисність для власників, для держави, для інвесторів тощо; витрати, що несе підприємство для формування цієї корисності.

В умовах прояву кризових явищ в економіці України та світової економіки в цілому, що функціонують в умовах невизначеності, базовим критерієм для визначення ефективності функціонування підприємства стає його здатність до підвищення добробуту власників через максимізацію ринкової вартості. У результаті цього складається ситуація, коли головною метою функціонування вітчизняних підприємств стає не отримання прибутку, а підвищення добробуту власників через максимізацію ринкової вартості підприємства.

Першочерговим завданням для українських підприємств у найближчі роки є модернізація основних фондів, упровадження ресурсощадних технологій, забезпечення мотивації персоналу з метою зростання продуктивності праці, підвищення конкурентоспроможності вітчизняного виробника на зовнішніх ринках. Реалізація окреслених завдань залежить від інвестицій, які власники й інвестори готові вкладати у розвиток суб'єктів господарювання. У цьому контексті одним з основних факторів привабливості виступає вартість підприємства. Таким чином, управління вартістю є одним з найважливіших аспектів підвищення інвестиційної привабливості підприємства.

Ураховуючи викладене, управління вартістю підприємства стає невід'ємним елементом комплексного фінансового менеджменту. Застосування системи управління вартістю підприємства на вітчизняних суб'єктах господарювання дозволить вирішувати цілу низку нагальних завдань, зокрема:

- залучення інвестиційних ресурсів;
- залучення капіталу суб'єктами господарювання;

визначення бази для оподаткування;
здійснення операцій з майном;
купівля/продаж акцій підприємства або частини в його статутному капіталі;
інтеграція бізнес-структур у процесі злиття або поглинання;
проведення заставних операцій;
реорганізація бізнесу;
страхування майна.

В останні десятиліття значно поширились процеси нестабільності й активізації кризових явищ у світовій економіці, зросли випадки банкрутства, поглинань і злиття підприємств. Тому дедалі більшу увагу в менеджменті стали приділяти такому економічному показнику, як *вартість підприємства*, що стає головним об'єктом управління. Першим етапом управління вартістю підприємства повинно стати її оцінювання.

Оцінка вартості підприємства – це розрахунок його реальної ринкової вартості. Оцінка вартості підприємства дозволяє визначити ефективність його діяльності, встановити перспективні грошові потоки, конкретизувати перспективи зростання доходів підприємства. Оцінка вартості підприємства визначає ринкову вартість з урахуванням вартості активів, зобов'язань і власного капіталу.

На сьогодні серед економістів не сформовано єдиного підходу до розуміння вартості підприємства, який міг бути основою системи управління вартістю підприємства. Найчастіше практики оперують поняттям вартості в таких аспектах:

ринкова вартість дозволяє визначити справедливую ціну оцінюваного об'єкта під час здійснення угоди;

інвестиційна вартість – вартість об'єктів власності для конкретного інвестора з певними цілями інвестування;

балансова вартість – вартість витрат на будівництво або придбання об'єкта власності;

вартість для цілей оподаткування – це вартість, величина якої визначається за встановленими державою методиками;

ліквідаційна вартість – грошова сума, яка реально може бути отримана від продажу власності в термін, недостатній для проведення адекватного маркетингу;

страхова вартість – вартість власності, що визначається положенням страхового контракту або поліса;

вартість заміщення – вартість близького аналога оцінюваного об'єкта;

вартість обміну – слугує для здійснення різних операцій з об'єктами власності.

Із зазначених видів власності можна встановити, що **вартість** – це економічний критерій, що відображає інтегральний ефект впливу прийнятих рішень на всі параметри, за якими оцінюється діяльність підприємства. Це дозволяє ранжувати варіанти у ситуації множинного вибору [19, с. 10].

Для управління вартістю підприємства необхідно звернути увагу на те, що в процесі визначення ринкової вартості слід урахувувати не тільки витрати на створення підприємства, а й чинники, що впливають на формування його майбутніх доходів.

Підприємство підлягає оцінюванню у випадках:

- його повного або часткового продажу;
- виходу одного або більше учасників з товариства;
- його реструктуризації (злиття, виділення, поглинання, ліквідації);
- необхідності здійснити внесок до статутного капіталу;
- необхідності отримати кредит під заставу активів підприємства;
- утілення в життя інвестиційних проектів;
- продажу частки майна;
- продажу на аукціоні під час банкрутства;
- визначення кредитоспроможності підприємства;
- оптимізації цінової структури майна;
- розроблення бізнес-плану;
- передання майнових прав.

Очевидно, що крім зазначених, існують і інші цілі оцінювання, які можуть варіюватися залежно від конкретної ситуації.

Суб'єктами, що зацікавлені в управлінні вартістю компанії можуть виступати як власники, так і її партнери, потенційні покупці, інвестори, держава.

У свою чергу, оцінка вартості підприємства набуває значущості, оскільки вона необхідна для прийняття управлінських і фінансових рішень з метою розвитку підприємства. Застосування вартісної оцінки підприємства, як правило, підвищує ефективність використання ресурсів і забезпечує належний рівень контролю та безпеки. Комплексний підхід

до процесу оцінювання полягає у встановленні ринкової вартості функціонуючого підприємства, тобто у визначенні оптимальної ціни, за яку його можна продати на конкурентному ринку. Об'єкти оцінювання подані на рис. 1.1.



Рис. 1.1. **Об'єкти оцінювання ринкової вартості**

Об'єктом управління вартістю підприємства може стати будь-яке підприємство: і невелика компанія, і об'єднання підприємств, і велика корпорація.

Слід акцентувати увагу на тому, що процес управління вартістю підприємства повинен бути підпорядкований певній меті, зокрема можна виділити такі цілі:

визначення готовності підприємства до впровадження нових технологій;

визначення перспектив розвитку підприємства з позиції грошового потоку чи доходів;

визначення готовності підприємства до впровадження інновацій;

формування напрямів стратегічного та тактичного розвитку підприємства, підпорядкованих вартісно-орієнтованому управлінню;

розроблення заходів щодо оптимізації вартості та структури капіталу підприємства та інші.

Таким чином, впровадження системи управління вартістю підприємства в господарську діяльність підприємства є ефективним інструментом підвищення рівня інвестиційної привабливості, покращення показників ефективності діяльності підприємства та збільшення вартості підприємства. Система дозволяє підвищити конкурентоспроможність підприємства,

ефективно використовувати фактори виробництва та домінувати на галузевому ринку.

1.2. Сутність вартісно-орієнтованого управління підприємством

У сучасній теорії менеджменту підприємств існує безліч показників та індикаторів оцінки діяльності компанії. Їх систематизація та визначення цілей аналізу з часом змінювалися. Розвиток підходів до розуміння сутності базових цілей діяльності підприємства в галузі економічної теорії та управління наприкінці минулого століття виявив єдиний вектор розвитку, згідно з яким створення вартості компанії є пріоритетним напрямом її діяльності.

В основу вартісного підходу до управління закладений не тільки набір інструментарію для оцінювання стратегічних і оперативних рішень, а й поняття інтегрованої взаємодії на всіх рівнях підприємства, створення особливої корпоративної культури. Інтерес до управління вартістю підприємства виник у фінансовому менеджменті з працями І. Фішер (1930 р.), який стверджував, що максимізація вартості компанії є найкращим способом розв'язання конфліктів інтересів (між власниками, менеджерами і кредиторами). У 1967 р. Ф. Модільяні та М. Міллер довели, що вартість компанії залежить від суми грошових потоків, які можна отримати від володіння підприємством. На початку 1990 р. компанії McKinsey Co і Stern Stewart розробили методики застосування вартості компаній для цілей управління корпораціями [75].

Численні теоретичні дослідження в галузі управління, орієнтованого на вартість, спонукали до практичного застосування даної концепції, актуальність якої останнім часом посилюється. Інновація вартісно-орієнтованого управління це еволюція мислення в області аналізу діяльності компанії, а саме перехід від бухгалтерської моделі до фінансової. В основу концепції закладене розуміння ефективності розвитку бізнесу з позиції того, що дохід від бізнесу повинен перевищувати кошти, витрачені на придбання ресурсів. Показника рентабельності, в даному випадку недостатньо для адекватного оцінювання результату роботи бізнесу [33]. Вартісний підхід в управлінні (Value Based Management – VBM) реалізується за допомогою різних методів, що відображаються показниками,

за використання яких здійснюється оцінювання вартості компанії. Зокрема окрему увагу в літературі приділяють таким показникам, як: додана економічна вартість (EVA – Economic Value Added), додана ринкова вартість (MVA – Market Value Added), рентабельність інвестицій (CFROI – Cash Flow Return on Investments), додана акціонерна вартість (SVA – Shareholders Value Added), додана грошова вартість (CVA – Credit Valuation Adjustment). Орієнтація на ту чи іншу модель може залежати від специфіки бізнесу, капіталомісткості виробництва, ситуації в галузі та інших факторів. У рамках оперативного аналізу слід зазначити, що інтереси менеджменту зміщуються від бухгалтерського до економічного прибутку [33].

Розкриємо основні характеристики методів і доцільності їх застосування для оцінювання управління розвитком підприємства.

Метод ринкової доданої вартості (Market Value Added, MVA) – один з найпоширеніших методів, призначених для оцінювання вартості підприємства. В якості критерію створення вартості даний метод розглядає ринкову капіталізацію та ринкову вартість боргів компанії. Але, слід відмітити, що використання MVA ускладнено низкою таких причин:

1) відповідно до сучасних правил бухгалтерського обліку нематеріальні активи підприємства (товарні марки, ліцензії, бренд компанії, її репутація, спеціалісти тощо) залишаються неврахованими або обліковуються за вартістю, яка не відповідає ринковим умовам. Проте розвиток підприємства залежить від якості саме нематеріальних активів;

2) активи відображаються у балансі за ціною їх придбання. Проте, якщо актив придбаний кілька років тому, ймовірно, що первісна вартість активу може суттєво відрізнятись від його поточної ринкової вартості;

3) широкі можливості менеджерів у маніпулюванні обліковими даними з метою підвищення розрахункового значення MVA [6].

Іншим відомим показником оцінки вартості підприємства є економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA). Показник EVA з фінансової точки зору характеризує якість прийнятих управлінських рішень, що особливо важливо для управління розвитком підприємства. Коли величина EVA позитивна, то спостерігається позитивна динаміка цього значення. Отже, можна зробити висновок про те, що підприємство розвивається. Проте від'ємне значення та негативна динаміка EVA свідчить про його зменшення та неефективність діяльності менеджменту в управлінні процесами розвитку.

Для оцінювання процесів розвитку важливо те, що економічна додана вартість враховує не тільки кінцевий результат (розмір отриманого прибутку), але й, якою «ціною» він був отриманий (який обсяг капіталу на це був витрачений) [67].

Одним із методів, який використовується в рамках вартісного оцінювання розвитку є метод **акціонерної доданої вартості** (Shareholder Value Added, SVA). Акціонерна додана вартість визначається як приріст між двома показниками – вартістю акціонерного капіталу після вчинення певної операції та вартістю того ж капіталу до здійснення цієї операції. Пізніше з'явилося ще одне визначення показника SVA: акціонерна додана вартість як прирощення між розрахунковою вартістю акціонерного капіталу (наприклад, методом дисконтованих грошових потоків) і його балансовою вартістю.

Використання SVA в рамках управління розвитком, на відміну від грошового потоку, дає можливість зрозуміти, наскільки ефективними були вчинені управлінські дії, якщо розподіл суми доданої вартості різниться за роками. Ще одним важливим моментом у розрахунку показника SVA є також факт обліку вартості, доданої новими вкладеннями в тому ж році, коли ця інвестиція була здійснена [63].

Слід відмітити, що на відміну від методу EVA, у використанні показника SVA акцент ставиться на чіткому визначенні періоду нарощення переваг підприємства.

Ігнорування грошових потоків – недолік, властивий показнику EVA, який усувається під час розрахунку **показника рентабельності грошових потоків від інвестицій** (Cash Flow Return on Investment, CFROI). Таким чином, перевагою даного показника над іншими є те, що грошові потоки, генеровані існуючими та майбутніми активами, і початкові інвестиції виражаються в поточних цінах, тобто враховується фактор інфляції [63]. Одним з головних недоліків CFROI є те, що результат розрахунків не є сумою «створеної» (або «зруйнованої») вартості, це відносний показник.

Іншими недоліками є складність розрахунку показника CFROI та питання процедури визначення всіх грошових потоків, які генеруються у результаті використання як існуючих, так і майбутніх активів компанії [67].

Останнім часом у практиці управління вартістю компанії часто використовують модель Cash Value Added (CVA). В основі даної моделі

закладена концепція залишкового доходу. Показник CVA називають також Residual Cash Flow (RCF).

На думку більшості науковців і фахівців у галузі фінансів, цей критерій створення вартості є найкращим. Беззаперечно його перевагою є те, що в якості віддачі від інвестованого капіталу використовують грошові потоки, а на відміну від показника CFROI, враховуються витрати на залучення й обслуговування капіталу із різних джерел, тобто середньозважена вартість капіталу [67].

Базові показники вартісної оцінки, що можуть бути використані в процесі здійснення вартісно-орієнтованого менеджменту на підприємстві, подані в табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Показники вартісної оцінки на підприємстві [35]

Показники	Рівень складності оцінки процесів розвитку	Можливість виділення факторів розвитку
Додана економічна вартість (EVA)	Середній рівень складності. Використання коригування на «капітальні еквіваленти» ускладнює розрахунки показника	Легко визначається перелік факторів розвитку, що спрощує використання даних для управління
Додана ринкова вартість (MVA)	Середній рівень складності як розуміння самого показника, так і подання ринкової вартості як дисконтованого потоку	Важко деталізувати причини, оскільки можна визначити лише загальні фактори корпоративного управління
Рентабельність інвестицій (CFROI)	Складний в розумінні і в розрахунку	Низький рівень доступності виділення окремих факторів розвитку
Додана акціонерна вартість (SVA)	Складний в розумінні і в розрахунку	Доступність виділення окремих факторів на всіх рівнях управління розвитком
Додана грошова вартість (CVA)	Складність розрахунку середня, проте, завдяки ускладненню розрахунку визначається саме призначення показника	Високий рівень розкладання факторів для кожного рівня управління розвитком

Виходячи із даних табл. 1.1, можна стверджувати, що вибір показників вартісної оцінки процесу управління підприємством залежить від того, наскільки доступним для розрахунку та зрозумілим у використанні є показник і наскільки його результати можна практично використовувати, виділяючи фактори розвитку підприємства.

Слід ураховувати, що жоден з показників неможна вважати універсальним для оцінювання вартості компанії та подальшого управління нею.

У ході оцінювання процесів розвитку підприємства важливо визначити: наскільки динамічним є розвиток підприємства та що його спричиняє; або, якщо підприємство функціонує, проте не розвивається, яким чином можна перейти на стадію розвитку, які фактори дадуть підприємству поштовх до ефективної діяльності.

Для оцінювання процесу розвитку економічної одиниці важко обрати методику, яка надаватиме не статичну, а динамічну прогнозну характеристику економічних процесів, розкривати потенційні можливості підприємства, будувати прогнозну модель ефективності його роботи. Однією із сучасних концепцій оцінювання якості управління підприємством з елементами прогнозування є вартісно-орієнтоване оцінювання управління підприємством.

Одною з головних цілей вартісно-орієнтованого управління є сприяння довгостроковому розвитку підприємства через координацію прийняття стратегічних рішень і мотивація менеджменту. Це пов'язано з тим, що вартість підприємства визначається сумою майбутніх грошових потоків.

Вартісно-орієнтоване управління підприємством (VBM, BOU) – це управління розвитком підприємства, яке проводиться шляхом дослідження й оцінювання майбутньої вартості його активів із урахуванням попередніх впливів витрат та інших економічних витрат.

Основні переваги вартісно-орієнтованого управління підприємством полягають у такому:

за своєю сутністю воно найбільш відповідає природним інтересам власників у збагаченні через покращення роботи підприємства;

власники підприємств, намагаючись покращити добробут, забезпечують ухвалення управлінських рішень, що враховують інтереси зацікавлених осіб, стимулюючи розвиток усіх учасників ринку;

вартість як економічна категорія може використовуватися на всіх рівнях управління підприємством;

виступає вимірювачем результативності процесів управління підприємством;

орієнтація на вартість створює дієві важелі залучення капіталу для подальшого розвитку, що приводить до зростання його конкурентоспроможності й інвестиційної активності [85].

Інтерес до VBM викликаний тим, що цей метод дозволяє аналізувати й оцінювати результати діяльності компанії з урахуванням всіх змін, які відбуваються в діловому середовищі. Але не варто розглядати VBM як прерогативу великих підприємств: ефективність інвестицій не залежить від масштабів бізнесу. Навіть підприємствам середнього розміру з вузьким колом власників необхідна інтегрована система управління, яка допомогла б бізнесу забезпечити належну конкурентоспроможність.

Таку систему можна створити на основі вартісних підходів. Залучення фінансування робить будь-які підприємства повноправними учасниками зі створення вартості. Успішне впровадження системи показників, що застосовуються в VBM, досягається через усвідомлення керівництвом чинників створення вартості (фінансові й управлінські перспективи) і через їх адекватну інтерпретацію. Еволюціям пріоритетів у вартісно-орієнтованому управлінні притаманні свої особливості та проблеми, які необхідно вирішити для успішної адаптації даної концепції до умов вітчизняних підприємств. Для більш чіткого розуміння концепції вартісно-орієнтованого менеджменту, VBM слід розглядати як всеосяжну систему управління організацією, яка органічно поєднує чотири основних модуля: оцінювання, стратегію, фінанси та корпоративне управління [75]. Проте практичне застосування VBM підприємствами ще не має єдиного понятійного апарату, безпосередньо адаптованого до вітчизняних реалій, через невідповідність нормативної і управлінської бази в сфері ведення бізнесу. Відхід від бухгалтерського підходу визначення результатів діяльності підприємства стосується насамперед модуля оцінювання та модуля фінансів, а потім двох інших модулів. Управління на основі вартості пропонує фінансову модель управління капіталом замість бухгалтерської. У фінансовій моделі враховується додатковий тип витрат – витрати на капітал, які відображають, з одного боку, ставку витрат на власний капітал, необхідну з огляду на ризик, а з іншого – величину інвестованого власниками капіталу [75]. Основні труднощі у застосуванні ціннісно-орієнтованого підходу виникають у рамках модуля оцінювання ринкової вартості підприємства та пошуку оптимального методу її визначення.

Розроблення заходів щодо підвищення вартості підприємства здійснюється в межах загальної фінансової стратегії. **Фінансова стратегія** є підсистемою стратегії підприємства, яка спрямована на розвиток його фінансового й управлінського потенціалу, підвищення рівня фінансової стійкості та незалежності, вдосконалення системи фінансового управління та досягнення стратегічних фінансових цілей. Як показує досвід упровадження управління вартістю, найбільш успішні на цьому шляху підприємства змінюють підходи до управлінського обліку, переходячи на системи обліку «за функціями та видами діяльності» (activity based costing, ABC). Така система дозволяє виділяти фактори вартості підприємства на кожному етапі ланцюжка створення цінності та розподіляти накладні витрати відповідно до внеску конкретного фактора у створення вартості [34].

На українських підприємствах інтерес до вартісно-орієнтованого управління зводиться до теоретичних міркувань, не знаходячи масового практичного застосування. Необхідно подолати велику кількість бар'єрів, перш ніж перейняти успішний досвід зарубіжних колег відносно впровадження концепції вартісно-орієнтованого менеджменту. Серед таких слід зазначити сформовані традиції аналізу й управління, факторами яких є: нерозвиненість систем фінансового планування та відсутність розробки прогнозних даних; слабкий взаємозв'язок між фінансовим і маркетинговим плануванням; неадекватність систем внутрішнього управлінського обліку, що не дозволяють чи утруднюють виділення даних за сегментами бізнесу, за окремими рівнями управління та центрами відповідальності, за окремими функціями бізнесу; брак культури аналізу бізнес-процесів [34]. Отже, необхідно сформулювати цілісне бачення створення вартості бізнесу, яке охоплює всі аспекти діяльності бізнесу, це зовнішні та внутрішні ризики – через призму аналізу зовнішнього середовища (тенденцій в макроекономіці, становлення в галузі) та самого бізнесу (через призму аналізу фінансового стану, наявності ділової репутації, оцінювання якості роботи менеджменту, технологічних ризиків і рівня корпоративного управління) [75].

Розуміння та застосування на практиці концепції вартісно-орієнтованого управління є дуже важливим аргументом, що спонукає приділяти належну увагу аналізу фінансових показників; створювати корпоративну культуру, де головною метою для кожного співробітника, незалежно від ієрархії посад, є максимізація ринкової вартості підприємства.

Досвід світових компаній-лідерів, які застосовують на практиці вартісно-орієнтований менеджмент, свідчить, що його впровадження може стати інструментом, який дозволить більш ефективно використовувати фінансові ресурси підприємства та формувати передумови для підвищення добробуту власників підприємства через максимізацію його ринкової вартості.

1.3. Значення управління вартістю в системі менеджменту підприємства

Для вітчизняних підприємств впровадження системи вартісно-орієнтованого менеджменту як головної концепції управління підприємством не завжди дає очікувані результати. Причиною цього є нехтування підготовчою роботою, яка полягає у визначенні мети та шляхів впровадження вартісно-орієнтованого менеджменту.

Для того щоб визначити основні кроки, що дозволять ефективно впровадити та застосовувати вартісно-орієнтований менеджмент, слід звернутися до праць провідних вітчизняних і зарубіжних вчених і практиків.

Наприклад, І. А. Астраханцева визначає завдання управління вартістю як базового методу забезпечення стратегічної конкурентоспроможності бізнесу:

базовою метою управління діяльністю підприємства на всіх рівнях його функціонування є підвищення вартості в інтересах власників та інших зацікавлених осіб;

ключовим джерелом вартості є грошовий потік підприємства, який може генерувати сьогодні та в майбутньому;

приріст вартості підприємства та кожного окремо взятого підрозділу є найважливішим критерієм ефективності керівництва на всіх рівнях [1].

Натомість на основі показника ринкової вартості підприємства А. М. Турило виділяє такі етапи економічного розвитку підприємства.

На першому етапі відбувається створення підприємства та початок його діяльності. Проте науковець зазначає, що отримання прибутку не є першочерговою метою для підприємства в короткостроковій перспективі, оскільки наново створене підприємство може функціонувати неефективно, однак уже на етапі становлення та зростання підприємства необхідно формувати передумови для максимізації ринкової вартості.

Другий етап відображає період функціонування підприємства до моменту його ліквідації. Даний період може характеризуватись трьома можливими напрямками його розвитку:

1) розвиток підприємства супроводжується зростанням величини його ринкової вартості: $РВП(t) > РВП(t-1)$;

2) розвиток підприємства пов'язаний з незмінним рівнем його ринкової вартості: $РВП(t) = РВП(t-1)$;

3) розвиток підприємства супроводжується зменшенням його ринкової вартості: $РВП(t) < РВП(t-1)$ [76].

Розвиток підприємства припиняється в момент його ліквідації. У такому випадку $РВП = 0$. Тобто фактичним періодом можливого зростання вартості підприємства є другий етап економічного розвитку, коли можливе зростання його ринкової вартості. Тому абсолютним критерієм розвитку підприємства є критерій максимальної ринкової вартості підприємства [76].

Також доцільно визначити напрями зміни ринкової вартості підприємства залежно від етапів його розвитку та застосованих систем менеджменту. На стадії зростання у підприємства є перспективи подальшого збільшення ринкової вартості підприємства, а на стадії зрілості та старіння – збільшення ринкової вартості зменшується.

Заслуговує на увагу думка І. Я. Левчак яка визначає внутрішні (ендогенні) та зовнішні (екзогенні) фактори вартості підприємства. До факторів, які пов'язані з діяльністю підприємства (ендогенні фактори) автор відносить: якість і стан факторів виробництва; рівень застосовуваних технологій; вартість зобов'язань підприємства; інвестиції в основний і оборотний капітал; обсяги виробництва; вартість активів підприємства; якість продукції; цінову політику підприємства; ділову активність; імідж підприємства; стан корпоративного управління; якість внутрішньогосподарського управління.

До факторів, які не пов'язані з діяльністю підприємства І. Я. Левчак відносить: політичні, ринкові, екологічні та соціальні фактори; період загальної кризи та спадів [39].

Натомість О. Г. Мендрул виділяє систему факторів формування вартості, серед яких: інвестиції в основний і оборотний капітал; загальна економічна ситуація в країні; попит на ринку продукції; вартість активів підприємства; вартість зобов'язань підприємства; співвідношення попиту та пропозиції; ціновий механізм фондового ринку [45].

Систематизувавши погляди провідних вчених, можна визначити базові фактори, що впливають на формування ринкової вартості підприємства в сучасних економічних умовах (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Систематизація зовнішніх і внутрішніх факторів впливу на формування ринкової вартості підприємства в сучасних економічних умовах

Максимізація ринкової вартості підприємства можлива виключно за умови управління як зовнішніми, так і внутрішніми факторами вартості підприємства. Слід зазначити, що значно впливати на зовнішні фактори підприємство не може, проте здійснювати оцінювання їх впливу та розробляти заходи щодо мінімізації їх негативного впливу можна та навіть необхідно.

У внутрішньому середовищі в першу чергу слід відслідковувати грошові потоки та розподіляти їх за видами діяльності: операційною, фінансовою,

інвестиційною. Таку думку підтверджує і В. Вишневський, який відзначає, що під час побудови ефективної моделі управління вартістю необхідно враховувати фактори за чотирма групами показників, які відображають: стратегічну ефективність підприємства; ефективність операційної, інвестиційної та фінансової діяльності [11].

Тобто, окрім оцінки ефективності за видами діяльності, також слід приймати до уваги і сукупну стратегічну ефективність діяльності підприємства та здатність досягати стратегічної мети.

Слід зазначити, однак, що сучасне підприємство для забезпечення вартісно-орієнтованого управління не може обмежуватись показниками, що відображають ефективність операційної, фінансової та інвестиційної діяльності. Потрібно оцінювати не тільки ретроспективні результати діяльності, а й впроваджувати елементи прогнозування грошових потоків і доходів.

Так, М. В. Корягін зазначає, що в бухгалтерському обліку ринкова вартість підприємства виступає зовнішньою, відносно системи обліку, категорією, що співвідноситься із балансовою вартістю, яка формується на основі бухгалтерських даних. Ураховуючи відмінності між цими двома видами вартостей, можна визначити ступінь відхилення між ними, який відобразатиме рівень неадекватності чинної системи бухгалтерського обліку потребам користувачів облікової інформації стосовно вартості підприємства [30]:

$$ВП = БВ \times РНСБО, \quad (1.1)$$

де ВП – вартість підприємства;

БВ – балансова вартість;

РНСБО – рівень неадекватності чинної системи бухгалтерського обліку.

Перевідний коефіцієнт РНСБО дозволяє зіставити ринкову та балансову вартість підприємства. Розрахувавши значення цього показника на конкретному підприємстві шляхом ділення його ринкової вартості на балансову, можна визначити, наскільки система бухгалтерського обліку підприємства й обраний в результаті використання механізму облікової політики підприємства набір варіантів ведення обліку відповідають поглядам аналітиків ринку капіталу. Цей показник розкриває диспропорції між поглядом на результати діяльності підприємства на основі застосованої

облікової методології та аналізом очікувань ринку [30]. Таким чином, використовуючи цей показник, можна зробити попередні висновки щодо доцільності впровадження вартісно-орієнтованого менеджменту на підприємстві.

Висновки

Отже, впровадження вартісно-орієнтованого менеджменту дозволить перебудувати систему управління підприємством і сформулювати передумови для виваженого та системного розвитку суб'єкта господарювання в умовах стрімких змін зовнішнього ринкового середовища.

Рекомендована література: [1; 11; 19; 30; 33 – 35; 39; 45; 63; 75; 76; 85]

Практична частина

Запитання для самоконтролю

1. Визначте, як ви розумієте сутність вартісно-орієнтованого управління?
2. Який вчений першим запропонував застосовувати концепцію вартісно-орієнтованого управління на практиці?
3. Які види вартості ви знаєте?
4. В яких випадках може бути корисною оцінка ринкової вартості підприємства?
5. За допомогою яких показників чи моделей може бути визначена вартість підприємства?
6. У чому полягає принципова відмінність моделей вартісно-орієнтованого управління та в яких випадках застосовується кожна з них?
7. Яким чином кореспондується фінансова стратегія із управлінням вартістю підприємства?
8. Назвіть зовнішні фактори вартості підприємства.
9. Назвіть внутрішні фактори вартості підприємства
10. Поясніть, що означає РНСБО коефіцієнт.

Тести

1. Які види вартості ви можете назвати:

- а) додана;
- б) капітальна;
- в) ринкова;
- г) балансова;
- д) стратегічна.

2. Які завдання виконує управління вартістю підприємства:

- а) мінімізація податкового навантаження;
- б) залучення капіталу;
- в) поточне оцінювання стану підприємства;
- г) залучення інвестицій;
- д) визначення напрямів подальшого розвитку підприємства?

3. На якому об'єкті не може бути впроваджена комплексна концепція управління вартістю підприємства:

- а) товариство з обмеженою відповідальністю;
- б) акціонерне товариство;
- в) цех;
- г) холдинг;
- д) бригада?

4. Підприємство підлягає оцінюванню в випадках:

- а) залучення кредиту;
- б) реалізації інвестиційних проектів;
- в) повного чи часткового продажу;
- г) продаж частки майна;
- д) впровадження нової системи виробництва.

5. Підприємство не підлягає обов'язковому оцінюванню в випадках:

- а) збільшення зобов'язань;
- б) реструктуризації;
- в) банкрутства;
- г) отримання кредиту під заставу активів;
- д) скорочення прибутків підприємства.

6. Які показники вартісної оцінки застосовуються найчастіше:

- а) EVA;
- б) ROA;

- в) CVA;
- г) SVA;
- д) CFROI?

7. *Управління розвитком підприємства, яке проводиться шляхом дослідження й оцінювання майбутньої вартості його активів із урахуванням попередніх вливань коштів та інших економічних витрат, – це:*

- а) прогнозування вартості компанії;
- б) визначення вартості активів підприємства;
- в) управління потенціалом підприємства;
- г) вартісно-орієнтоване управління;
- д) оцінювання інвестиційної привабливості.

8. *У чому полягає особливість обліку «за функціями та видами діяльності»:*

а) дозволяє виділяти внутрішні фактори вартості підприємства на кожному етапі ланцюжка створення її цінності та розподіляти накладні витрати відповідно до внеску конкретного фактора у створення вартості;

б) дозволяє виділяти фактори вартості компанії на кожному етапі розвитку продукції і розподіляти накладні витрати відповідно до внеску конкретного фактора у створення вартості;

в) дозволяє виділяти фактори вартості компанії на кожному етапі ланцюжка створення її цінності та розподіляти накладні витрати відповідно до внеску конкретного фактора у створення вартості;

г) дозволяє виділяти фактори вартості компанії на кожному етапі ланцюжка створення її цінності та розподіляти прибуток відповідно до вагомості внесків акціонерів;

д) дозволяє виділяти фактори вартості компанії на кожному етапі ланцюжка створення її цінності та розподіляти на вартість готової продукції?

9. *Прогнозування грошових потоків може бути використане для управління вартістю підприємства шляхом:*

- а) визначення ринкової вартості компанії;
- б) оцінювання перспектив розвитку компанії;
- в) визначення ризиків виробничої діяльності;
- г) визначення прибутків;
- д) планування напрямів максимізації ринкової вартості.

10. *Показник РНСБО – це рівень:*

- а) адекватності принципів бухгалтерського обліку;
- б) ефективності системи бухгалтерського обліку;

- в) неадекватності чинної системи бухгалтерського обліку;
- г) неадекватності чинної системи податкового регулювання;
- д) адекватності структури капіталу.

Практичні завдання

Завдання 1.1. Вам, як працівнику підприємства, необхідно обґрунтувати доцільність упровадження вартісно-орієнтованого управління на підприємстві за умови, що це підприємство функціонує вже досить тривалий час і має вагомі ринкові позиції.

Завдання 1.2. Обґрунтуйте ризики, що пов'язані зі впровадженням системи вартісно-орієнтованого управління на вітчизняних підприємствах. Конкретизуйте недоліки вартісно-орієнтованого управління.

Завдання 1.3. Оберіть на сайті Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (<https://smida.gov.ua>) підприємство для аналізу й обґрунтуйте можливість упровадження системи вартісно-орієнтованого управління залежно від стадії життєвого циклу підприємства.

Розділ 2. Концепції та інформаційне забезпечення управління вартістю підприємства

Мета – систематизувати, узагальнити та надати характеристику концепцій та інформаційного забезпечення управління вартістю підприємства, зокрема визначити особливості застосування міжнародних і національних стандартів оцінної діяльності в сучасних умовах функціонування економіки України.

Основні питання

- 2.1. Міжнародні стандарти оцінної діяльності
- 2.2. Національні стандарти оцінної діяльності
- 2.3. Сучасне інформаційне забезпечення оцінної діяльності

Компетентності, що формуються за темою:

знання: базових складових та інформаційної бази для оцінювання ринкової вартості підприємства, (зокрема таких складових інформаційних ресурсів: види, класифікація, вимоги до складу та структури інформації для проведення управління вартістю підприємства); сутності фінансової звітності як основи інформаційної бази вартісного оцінювання та подальшого управління вартістю підприємства;

уміння: збирати та систематизувати інформацію для оцінювання ринкової вартості; володіти навичками контролю за вхідною інформацією для прийняття управлінських рішень щодо управління вартістю підприємства;

комунікації: здатність до контролю за якістю та надійністю інформаційного забезпечення управління вартістю підприємства; здатність до проведення аналізу фінансової звітності з метою виявлення ризиків скорочення та резервів збільшення ринкової вартості підприємства;

автономність і відповідальність: визначення основних джерел отримання інформації для оцінювання та подальшого управління вартістю підприємства; визначення критеріїв придатності інформації для оцінювання вартості підприємства.

Ключові терміни: інформація, інформаційні потоки, стандарти оцінювання, інформаційне забезпечення, фінансова звітність підприємства.

2.1. Міжнародні стандарти оцінної діяльності

Процес оцінювання вартості підприємства з метою подальшого управління нею є жорстко регламентованим, оскільки контролюється державою та міжнародними організаціями через систему стандартів оцінної діяльності. Стандарти оцінювання визначають методичні рекомендації та процедурні аспекти оцінювання вартості різних видів активів і містять рекомендації щодо організації оцінної діяльності.

Стандарти оцінювання (appraisal rules and standards) – зведення основних понять і правил оцінювання вартості об'єктів, що розробляються та приймаються органами державного регулювання, самоврядними професійними організаціями оцінювачів або керівництвом для здійснювання професійної діяльності.

Розрізняють *національні* та *міжнародні стандарти* оцінювання. Вони включають:

- визначення основних видів вартості, які виявляють оцінювачі;
- перелік принципів оцінювання;
- перелік і стислий опис основних методів і процедур, передбачених для оцінювачів;
- стислий опис вимог до діяльності оцінювача, а саме – звітів або висновків щодо оцінювання.

Національні стандарти оцінної діяльності в більшості країн з розвиненою ринковою економікою сформувались у 1940 – 1960 рр. Найбільш ретельно опрацьовані стандарти оцінювання в США, де є стандарти окремих професійних організацій оцінювачів (їх в країні близько п'ятнадцяти), єдині стандарти (Unified Standards of Professional Appraisal Practices), які визнаються всіма оцінювачами-практиками.

Міжнародні стандарти оцінки вартості з 1985 р. розробляються та доповнюються Міжнародним комітетом зі стандартів оцінювання майна (МКСО). Вони розкривають основні види вартості, які визначаються оцінювачем, визначають певний порядок його дій під час проведення оцінювання для конкретних цілей. Від національних організацій, які є членами МКСО, потрібно приведення національних стандартів у відповідність до міжнародних.

Найбільш розповсюдженими міжнародними стандартами, що можуть бути використані для окремих цілей проведення оцінювання є такі:

Міжнародні стандарти оцінки (МСО); розроблені в 1994 р. Сьогодні використовується редакція «МСО-2011»;

Американські стандарти оцінки (USPAP) – «Єдині стандарти професійної оцінної діяльності»; уперше розроблені та затверджені в 1989 р.;

Європейські стандарти оцінки; розроблені Європейською групою асоціації оцінювачів The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) й опубліковані в 1980 р.;

Британські стандарти оцінки RICS (The Royal Institution of Chartered Surveyors) – «Стандарти британського королівського товариства сюрвеєрів». RICS – найбільша міжнародна організація професіоналів у сфері нерухомості. Уперше опубліковані в 1976 р.

Окремої уваги потребують *регіональні стандарти*, до яких відносять, насамперед, Європейські стандарти оцінки (ЕСО), що виконують ті ж функції, що і Міжнародні, проте їх можна вважати більш деталізованими, чіткими, всеохоплюючими. Однак дія цих стандартів поширюється саме на європейські країни, оскільки оцінна діяльність в Європі має свою специфіку [72].

Національні стандарти оцінки є обов'язковими до застосування суб'єктами оцінної діяльності під час визначення виду вартості об'єкта оцінювання, підходів, методів, а також проведення самого процесу оцінювання. Згідно з вимогами стандартів у ході складання звіту оцінювання оцінювач зобов'язаний використовувати інформацію, що забезпечує достовірність звіту про об'єкт як документа, що містить відомості доказового значення.

У стандартах дано визначення основних підходів до оцінювання: витратного, порівняльного та дохідного. Під час проведення оцінювання оцінювач зобов'язаний використовувати (або обґрунтувати відмову від використання) дані підходи до оцінювання. Водночас оцінювач має право самостійно визначити в рамках кожного з підходів конкретні методи оцінювання, визначені в стандартах оцінки як спосіб розрахунку вартості об'єкта оцінювання в рамках одного з підходів.

Міжнародні стандарти оцінної діяльності розробляються, та затверджуються міжнародними громадськими об'єднаннями й організаціями, що представляють інтереси оцінників з різних країн світу. Тим самим формується саморегульований процес управління оцінною діяльністю та оцінювачами через громадські організації.

Розглянемо детальніше особливості функціонування деяких з міжнародних організації, які здійснюють розроблення та затвердження Міжнародних стандартів оцінної діяльності.

Організація TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations) [62], яка затверджує Європейські стандарти оцінювання EVS, діє з 1997 р., замінивши собою EUROVAL. Сьогодні вона об'єднує шістьдесят три національні асоціації оцінювачів з тридцяти чотирьох країн переважно Європейського континенту. У своєму нинішньому форматі TEGoVA, як міжнародна організація, представляє спільні професійні інтереси понад сімдесяти тисяч оцінювачів європейських країн. Таким чином, TEGoVA є міжнародною некомерційною організацією, що об'єднує національні оцінні асоціації. Розроблення та поширення гармонізованих міжнародних стандартів оцінної діяльності заявлено TEGoVA в якості одного з основних напрямів своєї діяльності. Безпосередньо розроблення стандартів оцінювання проводить Комітет з Європейських стандартів оцінки EVSB (European Valuation Standards Board), члени якої входять до TEGoVA, представляючи національні організації оцінювачів [62].

Міжнародна Рада зі стандартів оцінки IVSC (International Valuation Standards Council) [61], яка затверджує Міжнародні стандарти оцінки IVS і за своїм статусом є незалежною некомерційною приватною організацією зі штаб-квартирою в Лондоні, Великобританія. Створена в 1981 р. До 1994 р. вона мала назву Міжнародний Комітет із Стандартів оцінки активів TIAVSC (The International Assets Valuation Standards Committee). Основним предметом своєї діяльності дана організація визначає саме розроблення та поширення передових стандартів оцінної діяльності та технічних керівництв до них. В її роботі на сьогодні беруть участь дев'яносто шість організацій з п'ятдесяти восьми країн світу, охоплюючи практично всі регіони земної кулі. Примітно, що на відміну від TEGoVA, членство в якій передбачено тільки для національних асоціацій оцінювачів, у діяльності IVSC задіяні різні за своїм статусом структури, включаючи професійні об'єднання оцінного напрямку національного та регіонального рівнів, інституційні структури ряду країн, академічні об'єднання та навчальні заклади, окремі великі компанії оцінного та близьких напрямів і їх групи. Україну в діяльності IVSC представляють Українське товариство оцінювачів (УТО) та Федерація оцінювачів бізнесу та інтелектуальної власності (ФОБІС). Після деякої перерви Українське товариство оцінювачів з 2017 р. відновило своє членство і в TEGoVA, членом якої з осені 2016 р. стала Асоціація фахівців банківської оцінки України (АСБОУ) [62].

У своїй цільовій постановці Європейські стандарти оцінки EVS традиційно орієнтовані на їх застосування для вартісного оцінювання переважно

нерухомого майна. Така переважна спрямованість даної групи стандартів, що підтверджується останньою їх версією 2016 р. [62], багато в чому визначається загальним позиціонуванням діяльності TEGoVA, яка в останні роки зміцнила взаємодію з керівними структурами Європейського Співтовариства.

Разом з тим Міжнародна Рада зі стандартів оцінки IVSC ставить перед собою більш глобальні завдання, орієнтуючи свою діяльність на узагальнення загальноновизнаного передового досвіду та практики оцінної діяльності та його відображення в універсальних стандартах. Оцінювання матеріальних і нематеріальних активів для фінансової системи в цілому має велике значення. Такі стандарти мають бути універсальними за застосуванням, надаючи обґрунтованості процедурам і практиці оцінної діяльності та тим самим підвищуючи довіру до отримуваних на їх основі результатів. Таким чином, за своїм призначенням сфера застосування стандартів IVS ширша порівняно зі стандартами EVS, проте не применшує значущості та ролі останніх [61].

Європейські стандарти оцінки EVS 2016, що видаються під егідою Європейської групи асоціацій оцінювачів TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations); Міжнародні стандарти оцінки IVS 2017, що видаються Міжнародною радою зі стандартів оцінки IVSC (International Valuation Standards Council), спільно з Стандартами оцінки Королівського інституту сертифікованих сюрвейєрів Великобританії RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors) складають провідну групу міжнародно визнаних стандартів. На їх базі формуються всі інші стандарти вартісного оцінювання національного, регіонального та галузевого рівнів. Переконливим підтвердженням цього положення є той факт, що статтею 26 Директиви Європейського Союзу № 2014/17/EU саме ці три групи стандартів – EVS, IVSC і RICS прямо рекомендовані до застосування як найбільш обґрунтовані [61].

Розгляд основного змісту нової версії Міжнародних стандартів оцінки IVS 2017 і їх зіставлення з Європейськими стандартами EVS 2016 дозволяє констатувати, що:

структура і зміст Міжнародних стандартів оцінки IVS 2017 і Європейських стандартів EVS 2016 істотно відрізняються. Ці відмінності визначаються специфікою орієнтованості самих стандартів. Якщо Міжнародні стандарти оцінки IVS 2017 мають універсальний характер і можуть розглядатися як найбільш загальні, то Європейські стандарти оцінки EVS 2016 орієнтовані на застосування для оцінювання майна. Це пов'язано

з націленістю даних стандартів на включення в загальноєвропейське законодавче поле;

попри відмінності у структурі та змісті даних стандартів спостерігається схожість і несуперечливість трактування за такими основними елементами вартісного оцінювання, як: ринкова вартість, ринкова рента, підходи до оцінювання та методи, вимоги до звітності, процедура оцінювання та ін.;

означені групи стандартів можна розглядати як такі, що доповнюють одне одного. У розгляді найбільш загальних елементів процедури, критеріїв і вимог до вартісного оцінювання доцільно спиратись на Міжнародні стандарти IVS 2017. За необхідності детального обліку специфіки майна та майнових прав, особливо стосовно загальноєвропейського ринку, доцільно використовувати сімейство стандартів EVS 2016;

за своєю структурою та змістом нові версії Міжнародних стандартів оцінки IVS 2017 і Європейських стандартів EVS 2016 зазнали істотних змін порівняно з попередніми виданнями, відображаючи накопичений досвід їх застосування та перспективу подальшого розвитку [86].

Отже, Міжнародні стандарти оцінки (МСО) розробляються організацією IVSC. Основним завданням таких стандартів є досягнення узгодженості між національними стандартами оцінювання та стандартами, доцільними для потреб міжнародного співтовариства. МСО має єдину основу, міцний фундамент, що відображає єдність економічних принципів, які не залежать від політичних кордонів.

Структура Міжнародних Стандартів Оцінки 2017, проект яких опублікував Міжнародний комітет стандартів оцінки (IVSC), наведена у додатку А.

Подібна структура МСО дозволяє охопити всі питання та проблемні аспекти, що можуть виникати в процесі оцінної діяльності, відносно різних видів активів і цілісних майнових комплексів.

2.2. Національні стандарти оцінної діяльності

Як вже доведено, зарубіжний досвід свідчить про складність і трудомісткість процедури розроблення й узгодження понятійної та нормативно-правової бази оцінювання, оскільки ця діяльність торкається суміжних областей діяльності – бухгалтерського обліку, аудиту, іпотечного кредитування, страхування, оподаткування.

У своїй діяльності фахівці з оцінювання керуються не тільки МСО, але й Національними стандартами оцінної діяльності.

Національні стандарти регламентують процес оцінної діяльності, визначають методичні основи проведення оцінювання різних видів активів. Проте застосовуються вони виключно на національному рівні. Національні стандарти визначають оцінні процедури як дії (етапи), виконання яких у певній послідовності дає можливість провести оцінювання на рівні міжнародних стандартів.

Національні стандарти оперують власним понятійним апаратом. Так, ринкова вартість визначається як така, за якої можна відчужувати об'єкт оцінювання на ринку потрібного майна. Це означає, що після проведення відповідного маркетингу між продавцем та покупцем укладається угода – за умови, що сторони діють свідомо, розсудливо та без примусу. Розмір ринкової вартості розраховується на дату проведення оцінювання та фіксується в умовах угоди [54, 56].

Здійснювати оцінювання вартості майна відповідно до Національних стандартів оцінки, як і до Міжнародних, доцільно з використанням **трьох основних підходів**: дохідного, витратного, порівняльного.

За Національними Стандартами **витратний підхід** ґрунтується на врахуванні принципів корисності та заміщення. Він передбачає визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінювання з подальшим коригуванням їх на суму зносу (знецінення).

Дохідний підхід базується на принципах найбільш ефективного використання й очікування, відповідно до яких вартість об'єкта оцінювання визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта, включаючи дохід від його можливого перепродажу.

Порівняльний підхід заснований на принципах заміщення та попиту і пропозиції. Порівняльний підхід передбачає аналіз цін продажу та пропонування подібного майна з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння й об'єктом оцінювання.

Поняття підходів до оцінки бізнесу, які наведені в Міжнародних і Національних стандартах, мають споріднене значення, що зумовлене тим, що Національні стандарти розроблюються на базі Міжнародних [51].

Нормативно-правова база оцінної діяльності в Україні досить розвинена. Окрім Національних стандартів її регламентують відповідні закони України, постанови Кабінету міністрів, накази профільних міністерств

і відомств. Нормативно-правова база оцінної діяльності в Україні подана в додатку Б.

Сьогодні в Україні затверджені та діють **чотири національні стандарти** оцінки (НСО).

Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 р. № 1440, є обов'язковим для застосування під час проведення оцінювання майна та майнових прав (надалі – майно) суб'єктами оцінної діяльності, а також особами, які відповідно до законодавства здійснюють рецензування звітів про оцінювання майна.

Національний стандарт № 2 «Оцінка нерухомого майна», затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 28.09.2004 р. № 1442, є обов'язковим для застосування під час проведення оцінювання нерухомого майна (нерухомості) суб'єктами оцінної діяльності, а також особами, які відповідно до законодавства здійснюють рецензування звітів про оцінювання майна та проводять державну експертизу звітів з експертно-грошового оцінювання земельних ділянок державної та комунальної власності у разі їх продажу.

Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 29.12.2006 р. № 1655, є обов'язковим для застосування під час проведення оцінювання цілісного майнового комплексу суб'єкта господарювання суб'єктами оцінної діяльності, а також особами, які відповідно до законодавства здійснюють рецензування звітів про оцінювання цілісного майнового комплексу.

Національний стандарт № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності», затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 3.10.2007 р. № 1185, є обов'язковим для застосування суб'єктами оцінної діяльності під час проведення оцінювання майнових прав інтелектуальної власності, а також особами, які здійснюють відповідно до законодавства рецензування звітів про таке оцінювання. Стандарт може застосовуватись для визначення розміру збитків, завданих у зв'язку з неправомірним використанням об'єктів права інтелектуальної власності.

Структура НСО в Україні:

НАЦІОНАЛЬНИЙ СТАНДАРТ № 1:

загальні питання;

база оцінювання та порядок визначення вартості;

загальні вимоги до проведення незалежного оцінювання майна;

загальні вимоги до рецензування звіту про оцінювання майна.

НАЦІОНАЛЬНИЙ СТАНДАРТ № 2:

загальна частина;

особливості застосування методичних підходів;

особливості оцінювання окремих видів нерухомого майна.

НАЦІОНАЛЬНИЙ СТАНДАРТ № 3:

загальна частина;

особливості застосування майнового підходу;

особливості застосування дохідного підходу;

особливості застосування порівняльного підходу.

НАЦІОНАЛЬНИЙ СТАНДАРТ № 4:

загальна частина;

особливості застосування методичних підходів;

особливості деяких етапів проведення оцінювання майнових прав інтелектуальної власності та визначення розміру збитків, пов'язаних з неправомірним використанням об'єкта права інтелектуальної власності; інші питання.

Інші нормативно-правові акти з оцінювання майна, зокрема методики, які затверджуються Урядом, можуть бути тільки результатом реалізації Національних стандартів.

Слід зазначити, що Національні стандарти оцінки й інші нормативно-правові акти в сфері оцінної діяльності не можуть суперечити Міжнародним нормам. Тому оцінювачі в практичній діяльності користуються як Міжнародними нормами, так і Національними стандартами та законодавством.

2.3. Сучасне інформаційне забезпечення оцінної діяльності

Для якісного та раціонального проведення оцінних процедур слід не тільки жорстко виконувати вимоги стандартів оцінювання, але і приділяти увагу тим інформаційним джерелам, які використовуються для оцінювання вартості майна. Від якості інформації, її повноти, достовірності та своєчасності залежить кінцевий результат оцінювання майна та його об'єктивність. Саме тому формування відповідної інформаційної бази стає одним із головних етапів визначення ринкової вартості майна чи цілісного майнового комплексу.

У сучасному світі інформація стає одним із найважливіших ресурсів, оскільки саме від її своєчасності та повноти залежить результативність і доцільність управлінських рішень і заходів, що супроводжують їх втілення у життя. Не є виключенням і процес оцінювання вартості підприємства з подальшим управлінням нею. Сучасна оцінна діяльність передбачає використання значної кількості інформації з різних джерел, тому виникає об'єктивна необхідність вибору такої інформації, яка б дозволяла отримувати найбільш повний та реальний результат оцінювання вартості підприємства чи елементів його майна.

Сьогодні на ринку надання оцінних послуг простежуються певні проблеми, пов'язані з недобросовісними оцінювачами та використанням необ'єктивної інформації. У результаті цього (випадково чи навмисно) результат оцінювання не завжди відповідає реальній ситуації. Тому Громадська організація «Всеукраїнська асоціація фахівців оцінки» виступила з ініціативою розроблення «Концепції розвитку оцінної діяльності на 2016 – 2025 роки» (далі Концепція).

В Концепції зазначається, що процес оцінювання вартості будь-якого майна пов'язаний з проведенням аналізу великих масивів інформації. Основні поточні витрати під час проведення конкретних оцінювань пов'язані з пошуком і обробленням різноманітної інформації, необхідної для реалізації мети оцінювання. Тому розвиток методологічного й інформаційного забезпечення роботи оцінювачів є одним з найважливіших факторів успішної реалізації перспективної мети даної Концепції. У цьому напрямі необхідно розвивати інформаційні технології для процесів оцінювання, інформувати оцінювачів і суспільство про особливості ціноутворення на майно та бізнес (зокрема, шляхом розроблення та впровадження уніфікованих електронних баз даних) [12].

Розвиток оцінної діяльності пов'язаний з проведенням наукових і методологічних досліджень. Першочерговим завданням таких досліджень у сфері оцінної діяльності є розроблення таких напрямів:

- удосконалення методології та системи визначення відновної вартості об'єктів нерухомості з урахуванням поточних цін і розцінок;

- розвиток методології та нормативної бази визначення середніх термінів корисного використання об'єктів основних засобів;

- застосування методів математичної статистики до завдань оцінювання;

- удосконалення методів розрахунку ризиків під час аналізу прибутковості об'єктів оцінювання;

розвиток методик розрахунку збитку від стихійних лих і техногенних аварій;

визначення основних методологічних принципів оцінювання природних ресурсів [12].

Аргументи, викладені в Концепції підтверджують, що однією з необхідних умов якісного оцінювання є наявність достатньої та достовірної інформації про об'єкт оцінювання та ринок, на якому він діє.

Інформація, використовувана в процесі оцінювання бізнесу, повинна відповідати вимогам:

повноти та достовірності фінансово-економічної, техніко-економічної та управлінської інформації, що характеризує діяльність підприємства за період передісторії, а також в майбутньому періоді;

точної відповідності цілям оцінювання;

комплексного обліку зовнішніх умов функціонування оцінюваного підприємства.

Інформація, яка використовується в процесі оцінювання, повинна бути достовірною, точною та презентативною. Інформацію для процесу оцінювання вартості підприємства (об'єкта) підрозділяють на зовнішню і внутрішню.

Зовнішня інформація характеризує умови діяльності підприємства в регіоні, галузі й економіці. Обсяг і характер зовнішньої інформації відрізняються цілями оцінювання. Інформацію доцільно надавати в достатньому обсязі з орієнтуванням на оцінюваний об'єкт. Макроекономічні параметри включають інформацію про те, як впливають на діяльність підприємства основні фактори макроекономічного характеру:

темпи зростання валового внутрішнього продукту (ВВП);

рівень інфляції;

зміна обмінного курсу валют;

зміна облікової ставки банківського відсотка;

новації в податковому законодавстві;

рівень політичної стабільності в країні та ін.

Блок зовнішньої інформації, крім макроекономічних, включає галузеві показники: умови конкуренції, ринки збуту товарів і послуг, доступність використовуваних у виробництві сировини та матеріалів та ін. Умови функціонування підприємства в галузі можуть зробити істотний вплив на вартість оцінюваного об'єкта [81].

Внутрішня інформація характеризує поточну діяльність підприємства, включаючи:

історичний аспект діяльності підприємства;

характеристику постачальників;

виробничі потужності;

менеджмент;

внутрішню фінансову інформацію (бухгалтерський баланс, звіт про прибутки та збитки, звіт про рух грошових коштів та ін.);

іншу інформацію, що має безпосереднє відношення до оцінювання вартості підприємства.

Аналіз маркетингової стратегії передбачає вивчення інформації щодо: обсягу продажів за минулий і поточний періоди та прогнозу на майбутнє;

собівартості продажів;

прогнозованої зміни обсягу попиту на продукцію підприємства;

виробничих потужностей підприємства;

періодів життєвих циклів товарів [81].

Мета аналізу поточної фінансової звітності – визначення фінансового стану підприємства: його фінансової стійкості, платоспроможності, ділової та ринкової активності на дату оцінювання, дійсної величини чистого прибутку, рентабельності активів і власного капіталу, а також ринкової вартості необоротних і оборотних активів.

Залежно від цілей оцінювання змінюються напрями фінансового аналізу. Наприклад, якщо оцінюється ринкова вартість неконтрольного пакета акцій акціонерного товариства, то потенційного інвестора більшою мірою цікавлять прогнозна оцінка рентабельності суспільства та його здатність виплачувати прийнятні дивіденди.

У звіті за результатами проведення оцінювання вказується, що обсяг зібраної і використаної інформації є необхідним і достатнім для підсумкового висновку про вартість підприємства (об'єкта).

Виходячи з цього, фінансову звітність підприємства можна вважати основним джерелом інформації для проведення оцінної діяльності. Саме ретроспективний аналіз фінансової звітності дає змогу: прогнозувати грошові потоки від різних видів діяльності, прогнозувати чистий дохід та чистий фінансовий результат; визначати обсяги втрат підприємства та перспективні показники його фінансового стану. Ретроспективна фінансова звітність за останні три – п'ять років аналізується оцінювачем

з метою визначення потенціалу бізнесу на основі його поточної та минулої діяльності.

Фінансовий аналіз на основі даних фінансової звітності з метою оцінювання вартості підприємств проводиться в два етапи:

- 1) аналіз фінансових звітів;
- 2) аналіз фінансових коефіцієнтів (показників).

У межах класичного фінансового аналізу можна використовувати велику кількість коефіцієнтів, однак оцінювач обирає найбільш важливі з урахуванням цілей оцінювання.

Показники, що розраховуються зазвичай з метою оцінювання діяльності підприємства, подані в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

Фінансові показники, що характеризують діяльність підприємства

Показники	Економічний зміст
1	2
1. Оцінка майнового стану (показники характеризують ефективність управління основними виробничими фондами підприємства)	
Сума господарських коштів, що знаходяться у розпорядженні підприємства	Цей показник дає узагальнену вартісну оцінку активів, що значаться на балансі підприємства. Зростання показника свідчить про нарощування майнового потенціалу підприємства
Частка основних засобів в активах	Відображає питому вагу довгострокових активів. Величина залежить від специфіки підприємства, наприклад фондоємне підприємство
Частка активної частини основних засобів	Активна частина основних засобів – це машини, обладнання та транспортні засоби. Зростання показника в динаміці розцінюється як сприятлива тенденція
Коефіцієнт оновлення	Ступінь оновлення основних засобів за період
2. Оцінка ліквідності (показники характеризують здатність активів підприємства трансформуватися в грошові кошти та погашати короткострокові боргові зобов'язання)	
Величина власних оборотних коштів (ВОК, функціонуючий капітал)	ВОК – величина оборотних засобів підприємства після задовільнення короткострокових зобов'язань перед усіма кредиторамі. Оптимальна величина ВОК залежить від особливостей діяльності компанії: масштабів, обсягів реалізації, швидкості оборотності матеріальних запасів і дебіторської заборгованості. Недостатність ВОК свідчить про нездатність вчасно погасити короткострокові зобов'язання, значний надлишок – про нераціональне використання ресурсів підприємства (наприклад, отримання кредитів понад реальну потребу)

1	2
Коефіцієнт покриття (поточної ліквідності)	Показує, чи достатньо у підприємства коштів, які можуть бути використані для погашення короткострокових зобов'язань, скільки гривень поточних активів припадає на одну гривню поточних зобов'язань
Коефіцієнт швидкої ліквідності (загальної платоспроможності, строкової ліквідності)	Показує, які кошти можуть бути використані, якщо термін погашення всіх або деяких поточних зобов'язань настане негайно і не буде можливості продати найменш ліквідну частину – запаси
Коефіцієнт абсолютної ліквідності (платоспроможності)	Показує, яка частка короткострокових боргових зобов'язань може бути покрита за рахунок практично абсолютно ліквідних активів (грошових коштів та їх еквівалентів у вигляді ринкових цінних паперів і депозитів)
3. Оцінка платоспроможності або структури капіталу (показники відображають співвідношення власних і позикових коштів у джерелах фінансування компанії, тобто характеризують ступінь фінансової незалежності компанії від кредиторів, що є важливою характеристикою стійкості підприємства)	
Коефіцієнт концентрації власного капіталу	Характеризує залежність підприємства від зовнішніх позик. Показує, чи можуть зобов'язання підприємства бути покриті власними коштами. Зростання коефіцієнта означає збільшення фінансової незалежності. Чим нижче значення коефіцієнта, тим більше позик у компанії, тим вище ризик неплатоспроможності та небезпека виникнення у підприємства дефіциту грошових коштів
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	Показує, наскільки мобільні власні джерела коштів з фінансової точки зору
Коефіцієнт концентрації залученого капіталу	Демонструє, яка частка активів підприємства фінансується за рахунок довгострокових позик
Коефіцієнт позикових і власних коштів	Є ще однією формою коефіцієнта фінансової незалежності. Показує, скільки позикових коштів підприємства припадає на одну гривню вкладених в активи власних коштів. Що більше цей коефіцієнт перевищує одиницю, то більше залежність підприємства від позикових коштів
4. Оцінка ділової активності (показники характеризують результати й ефективність поточної основної виробничої діяльності)	
Коефіцієнт оборотності робочого капіталу	Показує, наскільки ефективно компанія використовує інвестиції в оборотний капітал і як це впливає на зростання продажів. Чим вище значення цього коефіцієнта, тим ефективніше використовується підприємством чистий оборотний капітал
Оборотність дебіторської заборгованості (в оборотах)	Показує зміну обсягів комерційного кредиту, який надається підприємством. Зниження показника свідчить про збільшення обсягу наданого кредиту
Коефіцієнт оборотності готової продукції	Показує швидкість обороту готової продукції. Зростання показника означає збільшення попиту на продукцію підприємства, зниження показника – затоварення готовою продукцією у зв'язку зі зниженням попиту

1	2
Коефіцієнт оборотності матеріальних оборотних коштів	Відбиває кількість оборотів запасів і витрат підприємства за аналізований період. Зниження показника свідчить про відносне збільшення виробничих запасів і незавершеного виробництва або про зниження попиту на готову продукцію (у разі зменшення коефіцієнта оборотності готової продукції)
Коефіцієнт оборотності мобільних коштів	Показує швидкість обороту всіх мобільних засобів підприємства (як матеріальних, так і нематеріальних). Зростання показника характеризується позитивно, якщо поєднується із зростанням коефіцієнта оборотності матеріальних оборотних коштів, і негативно, якщо коефіцієнт оборотності матеріальних оборотних коштів зменшується
Коефіцієнт погашення дебіторської заборгованості	Показує середню кількість днів, необхідну для стягнення заборгованості. Чим менше це число, тим швидше дебіторська заборгованість обертається в кошти
Оборотність власного капіталу	Показує швидкість обороту власного капіталу, що для акціонерних товариств означає активність засобів, якими вони ризикують. Різне зростання показника відображає підвищення рівня продажів, яке має в значній мірі забезпечуватися кредитами і, отже, знижувати частку власників у загальному капіталі підприємства. Істотне зниження показника відображає тенденцію до бездіяльності частини власних коштів
Оборотність основного капіталу (оборотність активів)	Характеризує ефективність використання підприємством всіх наявних у її розпорядженні ресурсів незалежно від джерел їх залучення. Коефіцієнт показує, скільки разів за рік відбувається повний цикл виробництва та обігу
5. Оцінка рентабельності (показники характеризують прибуток, отримуваний з кожної гривні власних і позикових коштів, вкладених у підприємство)	
Рентабельність продукції (продажу)	Демонструє частку чистого прибутку в обсязі продажів підприємства
Рентабельність основних засобів та інших необоротних активів	Відображає ефективність використання основних засобів та інших необоротних активів, вимірювану величиною прибутку, яка припадає на одиницю вартості засобів
Коефіцієнт рентабельності оборотних активів	Демонструє можливості підприємства в забезпеченні достатнього обсягу прибутку стосовно використовуваних оборотних коштів. Чим вище значення коефіцієнта, тим більш ефективно використовуються оборотні кошти

Для оцінювання ефективності стратегій, що реалізуються на фондовому ринку, дивідендної політики підприємства, стратегій маркетингу інвестиційних ідей розраховують показники, подані в табл. 2.2.

Показники оцінки позиціонування підприємства на фондовому ринку

Показники	Формули розрахунку	Економічний зміст
Дохід на акцію	Чистий прибуток – дивіденди за привілейованими акціями/Загальна кількість звичайних акцій	Один з найбільш важливих показників, що впливають на ринкову вартість компанії. Показує частку чистого прибутку (в грошових одиницях), що припадає на одну звичайну акцію
Цінність акції	Ринкова ціна акції/Дохід на акцію	Цей коефіцієнт показує, скільки грошових одиниць згодні платити акціонери за одну грошову одиницю чистого прибутку компанії. Він також показує, наскільки швидко можуть окупитися інвестиції в акції компанії
Рентабельність акції	Дивіденди на одну акцію/Ринкова ціна акції	Поточна прибутковість акції
Дивідендний дохід	Дивіденди на одну акцію/Дохід на акцію	Коефіцієнт показує, наскільки ефективна дивідендна політика підприємства
Коефіцієнт котирування акцій	Ринкова ціна акції/Облікова ціна акції	Дає уявлення про поточний рівень котирування акцій

У розрахунках використовують не тільки дані фінансової звітності, а також показники позиціонування підприємства на ринку цінних паперів. Середні значення окремих показників розраховують за даними звітності з використанням формули середньої арифметичної.

Висновки

Підсумовуючи викладене, слід зазначити, що процес оцінювання вартості підприємства пов'язаний з проведенням аналізу великих масивів інформації. Основні поточні витрати під час проведення оцінювання пов'язані з пошуком і подальшим обробленням різноманітної інформації, необхідної для реалізації цілей оцінювання. Тому розвиток інформаційного забезпечення роботи оцінювачів є одним з найважливіших факторів успішного проведення оцінних робіт. З огляду на це сьогодні спільною задачею державних органів влади та громадських об'єднань оцінювачів стає формування єдиної інформаційної бази для проведення оцінних процедур.

Використання об'єктивної та всебічної інформації в процесі оцінювання дозволить не тільки отримати об'єктивний результат оцінки вартості майна, але й зміцнити імідж оцінювача, який в своїй діяльності використовує виключно прозору та правдиву інформацію.

Рекомендована література: [6; 12; 13; 16; 26; 43; 44; 51; 54; 56; 61; 72; 77; 81; 86].

Практична частина

Запитання для самоконтролю

1. Що ви розумієте під процесом оцінювання вартості підприємства?
2. Для чого розроблені Міжнародні стандарти оцінки?
3. Які міжнародні організації займаються розробленням стандартів оцінної діяльності?
4. Чим відрізняються Міжнародні та Національні стандарти оцінки?
5. Які складові та яка структура Міжнародних стандартів оцінки 2017?
6. Які органи в Україні здійснюють розроблення Національних стандартів оцінки, а які забезпечують державне регулювання оцінної діяльності?
7. Скільки Національних стандартів оцінки діє в Україні, яким напрямом оцінної діяльності призначений кожен з них?
8. З якою метою Всеукраїнська асоціація фахівців оцінки розробила Концепцію розвитку оцінної діяльності в Україні?
9. Які вимоги висуваються до інформації, що використовується для оцінювання вартості підприємства?
10. Яка роль фінансової звітності підприємства в проведенні оцінних процедур?

Тести

1. Які елементи не включені в Національні та Міжнародні стандарти оцінки:

а) стислий опис вимог до діяльності оцінювача, а саме – до звітів або висновків про оцінювання;

б) перелік і стислий опис основних методів і процедур, передбачених для оцінювачів;

в) перелік сертифікатів, якими повинен володіти оцінювач;

г) визначення основних видів вартості, які виявляють оцінювачі;

д) перелік принципів оцінювання?

2. У чому полягає головна мета функціонування організації TEGoVA (*The European Group of Valuers' Associations*):

а) є міжнародною комерційною організацією, що об'єднує національні асоціації з оцінювання;

б) є міжнародною некомерційною організацією, що об'єднує національні оцінні асоціації переважно Європейського континенту та представляє спільні професійні інтереси понад сімдесяти тисяч оцінювачів з європейських країн;

в) є міжнародною некомерційною організацією, що об'єднує виключно європейські оцінні асоціації;

г) є міжнародною комерційною організацією, що здійснює розроблення оцінних стандартів;

д) є міжнародною некомерційною організацією, яка проводить сертифікацію оцінювачів і дає право займатися оцінною діяльністю?

3. Чому присвячений Національний стандарт № 1:

а) загальним засадам оцінювання майна та майнових прав;

б) оцінюванню майнових прав інтелектуальної власності;

в) оцінюванню нерухомого майна;

г) оцінюванню цілісних майнових комплексів;

д) оцінюванню нематеріальних активів?

4. Чому присвячений Національний стандарт № 2:

а) загальним засадам оцінювання майна і майнових прав;

б) оцінюванню майнових прав інтелектуальної власності;

в) оцінюванню нерухомого майна;

г) оцінюванню цілісних майнових комплексів;

д) оцінюванню нематеріальних активів?

5. Чому присвячений Національний стандарт № 3:

а) загальним засадам оцінювання майна і майнових прав;

б) оцінюванню майнових прав інтелектуальної власності;

в) оцінюванню нерухомого майна;

г) оцінюванню цілісних майнових комплексів;

д) оцінюванню нематеріальних активів?

6. Чому присвячений Національний стандарт № 4:

- а) загальним засадам оцінювання майна і майнових прав;
- б) оцінюванню майнових прав інтелектуальної власності;
- в) оцінюванню нерухомого майна;
- г) оцінюванню цілісних майнових комплексів;
- д) оцінюванню нематеріальних активів?

7. Які основні напрями розвитку оцінної діяльності визначено в Концепції розвитку оцінної діяльності в Україні, розробленій Всеукраїнською асоціацією фахівців оцінки:

- а) застосування методів математичної статистики стосовно завдань оцінювання;
- б) розвиток методології та нормативної бази визначення середніх термінів корисного використання об'єктів основних засобів;
- в) удосконалення методів розрахунку ризиків під час аналізу прибутковості об'єктів оцінювання;
- г) формування оптимального механізму написання звіту про оцінювання;
- д) розвиток методик розрахунку збитку від стихійних лих і техногенних аварій?

8. Під час оцінювання вартості підприємств фінансовий аналіз на основі даних фінансової звітності проводиться в такі етапи:

- а) прогнозування грошових потоків;
- б) аналіз фінансових коефіцієнтів (показників);
- в) визначення частки ринку;
- г) аналіз фінансових звітів;
- д) аналіз показників ліквідності.

9. Активна частина основних засобів – це:

- а) обладнання та нематеріальні активи;
- б) тільки обладнання;
- в) обладнання та приміщення;
- г) машини, обладнання та транспортні засоби;
- д) гроші та запаси.

10. Дохід на акцію показує:

- а) частку чистого прибутку (в грошових одиницях), що припадає на одну звичайну акцію;
- б) частку валового прибутку (в грошових одиницях), що припадає на одну звичайну акцію;

в) частку чистого прибутку (в грошових одиницях), що припадає на одну привілейовану акцію;

г) частку доходу (в грошових одиницях), що припадає на одну привілейовану акцію;

д) частку доходу (в грошових одиницях), що припадає на одну просту акцію.

Практичні завдання

Завдання 2.1. Фірмі потрібно через три роки отримати 600 тис. грн. Визначте, яку суму необхідно внести фірмі зараз, щоб до кінця третього року внесок збільшився до 600 тис. грн, якщо відсоткова ставка складає 12 % річних.

Завдання 2.2. На банківський рахунок під 16 % річних внесли 40 000 грн. Визначте, яким буде розмір депозиту через три роки, якщо відсотки нараховуються кожні півроку.

Завдання 2.3. Визначте, скільки грошей опиниться на банківському рахунку, якщо протягом п'яти років щорічно під 19 % річних вноситься 20 тис. грн. Внески здійснюються на початку кожного року.

Завдання 2.4. Підприємець має 1 800 тис. грн, які планує використувати для здійснення фінансової діяльності. Він розглядає два альтернативних варіанти вкладання цих коштів: придбання функціонуючого бізнесу (міні-пекарні із невеликою мережею реалізації власної продукції, чистий прибуток підприємства у 2016 р. склав 72 тис. грн) чи вкладення цих коштів на банківський депозит. Підприємець планує через вісім років придбати для свого сина житло, тому необхідно визначити, який варіант вкладання коштів на цей період є вигіднішим. Для розв'язання задачі необхідно провести огляд умов, які пропонують банки за депозитними програмами, визначити, яку суму може отримати підприємець через вісім років, оцінити перспективи розвитку бізнесу у сфері випікання хліба.

На офіційних сайтах будь-яких трьох банків (на вибір студента) необхідно розглянути варіанти, які пропонують банки для вкладання коштів, і зробити відповідні висновки.

Розділ 3. Підходи до оцінювання вартості підприємства

Мета – систематизувати, узагальнити та надати характеристику основним підходам до визначення вартості підприємства, визначити особливості застосування кожного із них в сучасних умовах ринкової економіки України, узагальнити методичній інструментарій дохідного, витратного та порівняльного підходів до визначення вартості підприємства.

Основні питання

- 3.1. Дохідний підхід до оцінювання вартості підприємства.
- 3.2. Витратний підхід до оцінювання вартості підприємства.
- 3.3. Порівняльний підхід до оцінювання вартості підприємства.

Компетентності, що формуються за темою:

знання: поняття сутності грошового потоку підприємства від операційної, фінансової та інвестиційної діяльності для розрахунку його ринкової вартості; основних принципів оцінювання та фінансового аналізу; сутності дисконтування, методів розрахунку ставки дисконтування; сутності безризикової відсоткової ставки;

уміння: застосовувати на практиці конкретні методи та підходи до оцінювання ринкової вартості підприємства, визначати умови застосування того чи іншого підходу, формувати інформаційну базу для застосування дохідного, витратного та порівняльного підходів;

комунікації: здатність формувати та презентувати звіт про результат оцінювання вартості підприємства із зазначенням особливості застосування кожного з підходів: дохідного, витратного та порівняльного;

автономність і відповідальність: узгодження та відповідальність за достовірність проведеного оцінювання вартості підприємства, відповідальність за достовірність результатів оцінювання ринкової вартості на основі фінансової звітності та зовнішньої інформації.

Ключові терміни: підходи до оцінювання вартості підприємства, дохідний підхід, витратний підхід, порівняльний підхід, грошовий потік, дисконтування, ставка дисконтування, ставка капіталізації, витрати підприємства, чисті активи, аналоги, галузеві коефіцієнти.

3.1. Дохідний підхід до оцінювання вартості підприємства

Дохідний (прибутковий) підхід можна вважати найбільш доцільним до застосування з точки зору потенційного інвестора, оскільки він через вкладення коштів у підприємство, з рештою придбає не набір активів, а майбутній грошовий потік, який дозволяє повернути кошти, вкладені в підприємство. З позицій дохідного підходу, будь-який суб'єкт господарювання функціонує виключно для генерування грошового потоку. **Дохідний підхід** – це сукупність методів оцінки вартості прибуткової нерухомості, майна підприємства, його бізнесу, в яких вартість визначається шляхом конвертації очікуваних економічних вигод.

В основу дохідного підходу покладено такий принцип: потенційний інвестор не заплатить за підприємство більше поточної вартості майбутніх грошових потоків від експлуатації цього підприємства.

Дохідний підхід базується на принципах заміщення й очікування, які реалізовані сукупністю методів оцінювання вартості, заснованих на визначенні очікуваних доходів від використання об'єкта оцінювання. Отже, даний підхід можна застосувати для оцінювання більшості діючих підприємств, оскільки він найбільшою мірою враховує специфіку оцінюваного бізнесу в частині його можливостей приносити дохід у майбутньому. Саме цим обумовлена популярність і широка застосовність дохідного підходу для цілей оцінки бізнесу [15].

З використанням прибуткового підходу вартість бізнесу визначається на основі очікуваних майбутніх доходів, які оцінюване підприємство може принести для його власників. Дохідний підхід до оцінювання чинного підприємства включає такі **методи**:

метод дисконтування грошових потоків (детально методи розрахунку ставки дисконтування та β -коефіцієнтів розглянуто в роботах [65; 68; 83]);

метод капіталізації доходу (детально методи та моделі розрахунку ставки капіталізації розглянуто в роботах [38; 83]).

Для оцінювання підприємства в рамках дохідного підходу, як правило, проводять розрахунок вартості методом дисконтування грошових потоків. Для цього всю майбутню діяльність оцінюваного підприємства умовно розбивають на два періоди: прогнозний і постпрогнозний.

Метод дисконтування грошових потоків передбачає такий порядок дій:

вибір тривалості прогностного періоду;

складання детального прогнозу грошових потоків протягом прогностного періоду;

розрахунок ставки дисконтування;

розрахунок термінальної вартості (реверсії) – майбутнього значення вартості бізнесу на кінець прогностного періоду;

розрахунок вартості бізнесу шляхом підсумовування дисконтованих до дати оцінювання грошових потоків прогностного періоду та дисконтованої термінальної вартості;

проведення підсумкових коригувань [25].

Метод капіталізації є розумною альтернативою методу дисконтування за виконання хоча б однієї з таких умов:

за відсутності об'єктивних передумов до нерівномірної зміни в майбутньому грошових потоків, що генеруються оцінюваним бізнесом;

у випадках експрес-оцінювання, яке не вимагає високої достовірності розрахунків;

у разі відсутності інформації для проведення точного прогнозу грошових потоків компанії [25].

Розрахунок ринкової вартості методом прямої капіталізації передбачає таку послідовність дій:

1) розрахунок показника грошового потоку (CF), що генерується бізнесом в найбільш характерний рік з позиції довгострокової перспективи функціонування бізнесу;

2) розрахунок ставки капіталізації (R) з урахуванням ризиків, характерних для бізнесу, й очікуваної тенденції зміни грошового потоку в майбутньому;

3) розрахунок вартості підприємства (V) за формулою капіталізації (3.1) [83]:

$$V = CF / R, \quad (3.1)$$

де V – вартість підприємства;

CF – показник грошового потоку;

R – ставка капіталізації;

4) введення підсумкових коригувань.

Алгоритм методу капіталізації простий. З математичної точки зору формула капіталізації є окремим випадком формули дисконтування грошових потоків у разі лінійної (з постійними темпами) зміни грошових потоків у нескінченному періоді.

У практиці оцінювання застосування елементів методу капіталізації, як правило, пов'язане з розрахунком термінальної вартості бізнесу в рамках методу дисконтування. Як самостійний метод капіталізації застосовується нечасто, тому більш детального розгляду потребує метод дисконтування грошових потоків.

Класифікація грошових потоків відбувається за видами [25]:

операцій компанії: від операційної, інвестиційної діяльності та від фінансової діяльності;

капіталу: для інвестованого капіталу та власного капіталу;

обліку інфляційної складової: реальна (безінфляційна) та номінальна.

Також виділяють два способи розрахунку грошових потоків: прямий і непрямий.

Під час розрахунку грошового потоку *прямим способом* аналізують валові грошові потоки за їх основними видами на підставі даних фінансової звітності.

Обороти за відповідними рахунками (реалізація, розрахунки з поставальниками, короткострокові кредити тощо) коригують на зміну залишків запасів, дебіторської та кредиторської заборгованості, таким чином доводячи до сум, що відбивають лише ті операції, які оплачені «живими грошима».

Даний метод вважається більш точним, але більш трудомістким і недостатньо інформативним, тому що він не дозволяє простежити трансформацію чистого прибутку в грошовий потік. У цьому сенсі більш доцільним є *непрямий метод* подання інформації про грошові потоки.

Функціонування компанії передбачає здійснення операцій трьох типів: операційні, інвестиційні, фінансові. Грошові потоки в рамках оцінювання традиційно аналізуються в даному розрізі (табл. 3.1).

Слід також брати до уваги, що для розрахунку вартості бізнесу можна використовувати або грошовий потік для власного капіталу, або грошовий потік для інвестованого капіталу.

Класифікація операцій за рухом грошових коштів підприємства

Вид діяльності	Притоки (+)	Відтоки (-)
Операційна	Виручка від реалізації. Аванси від покупців і погашення дебіторської заборгованості	Оплата рахунків постачальників. Виплата заробітної плати. Відрахування у позабюджетні фонди. Сплата податків. Сплата відсотків за кредитами
Інвестиційна	Виручка від реалізації основних засобів, незавершеного будівництва. Виручка від реалізації нематеріальних активів. Виручка від реалізації довгострокових фінансових вкладень. Повернення підприємству виданих довгострокових позик. Отримані дивіденди та відсотки за довгостроковими фінансовими вкладеннями	Придбання основних засобів, капіталовкладення в будівництво. Придбання нематеріальних активів. Здійснення довгострокових фінансових вкладень. Надання довгострокових позик
Фінансова	Надходження від випуску акцій і облігацій. Отримання позик і кредитів. Цільове фінансування	Погашення облігацій і викупівля акцій. Повернення позик і кредитів. Виплата дивідендів власникам компанії

Основна відмінність цих потоків полягає в тому, що потік для всього інвестованого капіталу будується виходячи з припущення, що всі кошти, інвестовані в підприємство, включаючи позиковий капітал, розглядаються як власні. Відповідно, виплати відсотків і погашення позик не розглядаються як відволікання грошових коштів і не враховуються в розрахунку грошового потоку для інвестованого капіталу. Саме тому грошовий потік для інвестованого капіталу називають безборговим грошовим потоком [15; 25].

Грошовий потік для власного капіталу – це кошти, які залишаються у акціонерів (власників) бізнесу. Відповідно, в даному випадку враховується рух позикових коштів і виплати відсотків за ним, а розрахунок проводиться за схемою, поданою в табл. 3.2.

**Схема розрахунку грошового потоку для власного капіталу
непрямим способом**

Притік (+)/ Відтік (-)	Показники	Вид діяльності
+	Виручка від основної діяльності	Операційна
-	Собівартість основної діяльності	
-	Фінансовий результат від інших операцій	
-	податки	
=	Чистий прибуток	
+	амортизація	
- / +	Зміна величини власного оборотного капіталу	
+/-	Зміна довгострокової заборгованості	
-	Капітальні вклади	
=	Чистий грошовий потік для власного капіталу	

Схема визначення грошового потоку для інвестованого капіталу подана в табл. 3.3.

**Схема розрахунку грошового потоку для інвестованого капіталу
непрямим способом**

Притік (+)/ Відтік (-)	Показники	Види діяльності
+	Виручка від основної діяльності	Операційна
-	Собівартість основної діяльності	
-	Фінансовий результат від інших операцій	
-	Податки	
=	Чистий прибуток	
+	Відсотки за кредитами, на величину яких був зменшений чистий прибуток	
+	Амортизація	
- / +	Зміна величини власного оборотного капіталу	
-	Капітальні вкладення	Інвестиційна
=	Чистий грошовий потік для інвестованого капіталу	

Дисконтування величини грошового потоку для власного капіталу дозволяє отримати в якості результату безпосередньо величину власного (акціонерного) капіталу компанії. Якщо ж дисконтується грошовий потік для інвестованого капіталу, то результатом є вартість усього інвестованого в компанію капіталу, включаючи позикові кошти. Таким чином, застосовуючи цей метод розрахунку грошового потоку для розрахунку вартості акцій (капіталу власників бізнесу), необхідно з отриманої величини інвестованого капіталу компанії відняти позикові кошти.

Обґрунтування вибору для розрахунку вартості потоку на власний або інвестований капітал недостатньо розглянуте в науковій літературі, присвяченій оцінним процедурам попри значущість для оцінювання. У загальному випадку для оцінювання вартості прийнято використовувати модель розрахунку грошового потоку для інвестованого капіталу. Разом з тим, якщо є вагомі підстави вважати, що оцінювана компанія кардинально відрізняється за можливостями залучення зовнішнього позикового фінансування від аналогічних компаній в галузі або компанія працює тільки на власні кошти, то більш логічним є проведення розрахунку з використанням грошового потоку для власного капіталу [68].

Досить часто в аналітичних оглядах, інвестиційних меморандумах і бізнес-планах для прогнозів використовується реальний грошовий потік, тобто грошовий потік, складений у фактичних цінах поточного періоду, який не враховує інфляційні процеси. Можливо, такий підхід виправданий для розрахунку вартості підприємства, яке функціонує в умовах стабільного ринкового середовища та низької інфляції. Однак, якщо мова йде про прогнози діяльності підприємства, зростання цін на товари та послуги в різних галузях і на різні групи товарів і послуг має досить істотні відмінності. Це може впливати на зміну рентабельності компаній. Отже, оцінювання компанії, яка працює на ринках, що розвиваються, на базі номінального грошового потоку є більш доцільним з позицій достовірності результату, ніж використання реального (безінфляційного) грошового потоку. Таким чином, оптимальним варіантом для цілей оцінювання бізнесу в більшості випадків є прогнозування номінального грошового потоку із застосуванням непрямого методу [25].

Вибір того чи іншого виду грошового потоку в подальшому відбивається як на способі розрахунку величини грошового потоку, так і на підході до визначення рівня ставки дисконтування.

3.2. Витратний підхід до оцінювання вартості підприємства

Витратний підхід до оцінювання вартості підприємства – це спосіб оцінювання майна, заснований на визначенні витрат на створення, зміну, ліквідацію майна з врахуванням усіх видів зносу. При використанні цього підходу визначаються всі фактичні витрати, пов'язані з експлуатацією об'єктів нерухомості [11].

Сутність витратного підходу до оцінювання вартості підприємства полягає в тому, що спочатку оцінюються та сумуються всі активи підприємства (нематеріальні активи, будівлі, машини, обладнання, запаси, дебіторська заборгованість, фінансові вкладення тощо). Далі з отриманої суми віднімають поточну вартість зобов'язань підприємства. Підсумкова величина показує вартість власного капіталу підприємства. Для розрахунків використовують дані балансу підприємства на дату оцінювання (або на останню звітну дату). Зі сказаного випливають основні переваги та недоліки витратного підходу.

Основна перевага – підхід заснований на достовірній фактичній інформації про стан майнового комплексу підприємства.

Основний недолік – він не враховує майбутні можливості бізнесу підприємства в отриманні чистого доходу, і є недостатньо наочний. Крім того, деякі методи (наприклад, метод накопичення активів або ліквідаційної вартості) досить складні та трудомісткі в практичному використанні [58].

Але попри недоліки витратний підхід до оцінювання підприємства в умовах перехідної економіки найбільш актуальний (порівняно з прибутковим і порівняльним підходами, застосування яких часто обмежене браком достовірної інформації за поточним і майбутнім чистим доходам підприємства, а також недостатністю даних про фактичні продажі аналогічних підприємств через відсутність ринку злиттів і поглинань підприємств і слабкості фондового ринку). Це обумовлено наявністю, як правило, достовірної вихідної інформації для розрахунків, а також використанням в певній мірі відомих, традиційних для вітчизняної економіки витратних (майнових) підходів до оцінювання вартості підприємства.

Витратний підхід до оцінювання бізнесу включає:
метод чистих активів (скоригованої балансової вартості);
метод заміщення;
метод розрахунку ліквідаційної вартості.

Наочно методи, використовувані в межах витратного підходу до оцінювання вартості підприємства, подані на рис. 3.1. Варто звернути окрему увагу на те, що цей підхід використовує виключно інформацію, що міститься у фінансовій звітності підприємства, та не потребує складних розрахунків ставок дисконтування та капіталізації, як у доходному підході.

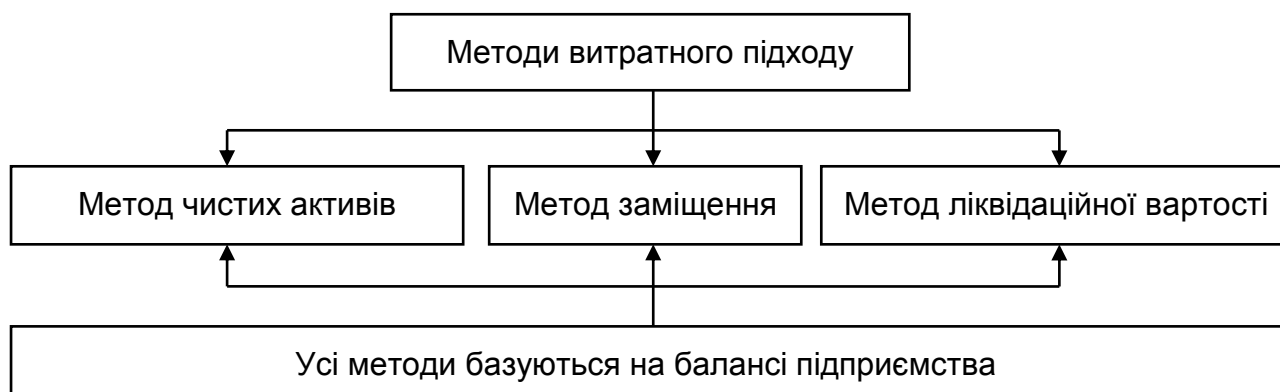


Рис. 3.1. **Методи, використовувані в межах витратного підходу до оцінювання вартості підприємства**

Витратний підхід заснований на визначенні суми витрат, необхідних для відтворення або заміщення об'єкта оцінювання з урахуванням його фізичного та морального зносу. Оцінювання підприємства проводиться з точки зору реалізації накопичених ним активів з урахуванням відшкодування наявної заборгованості кредиторам [58].

Чисті активи – це величина, яка визначається шляхом вирахування із суми активів організації суми її зобов'язань. Розрахунок за методом чистих активів зводиться до визначення різниці між активами та пасивами (зобов'язаннями), які визначаються таким чином: до складу активів, прийнятих до розрахунку, включаються всі активи підприємства (за винятком дебіторської заборгованості засновників/учасників, акціонерів, власників, членів) за внесками (вкладами) до власного капіталу з оплати акцій. До складу зобов'язань, прийнятих до розрахунку, включаються всі їх види [58].

Нормальне значення показника чистих активів. Показник чистих активів (net assets, net worth) – ключовий показник діяльності будь-якого підприємства. Чисті активи повинні бути як мінімум позитивні. Негативні чисті активи – ознака неспроможності підприємства, що говорить про те, що воно повністю залежить від кредиторів і не має власних коштів.

Розрахунки за **методом чистих активів** під час оцінювання підприємства виконують за узагальненою формулою (3.2):

$$C_p = A_p - B_{id}, \quad (3.2)$$

де C_p – вартість підприємства (власного капіталу), грн;

A_p – ринкова вартість активів, грн;

B_{id} – поточна вартість боргових зобов'язань, грн.

Вартість підприємства залежить від того, який економічний потенціал накопичено ним в попередній період від операційної, фінансової та інвестиційної діяльності. Найважливішою характеристикою цього потенціалу є вартість його активів. Наочно процес визначення суми чистих активів підприємства зображений на рис. 3.2.

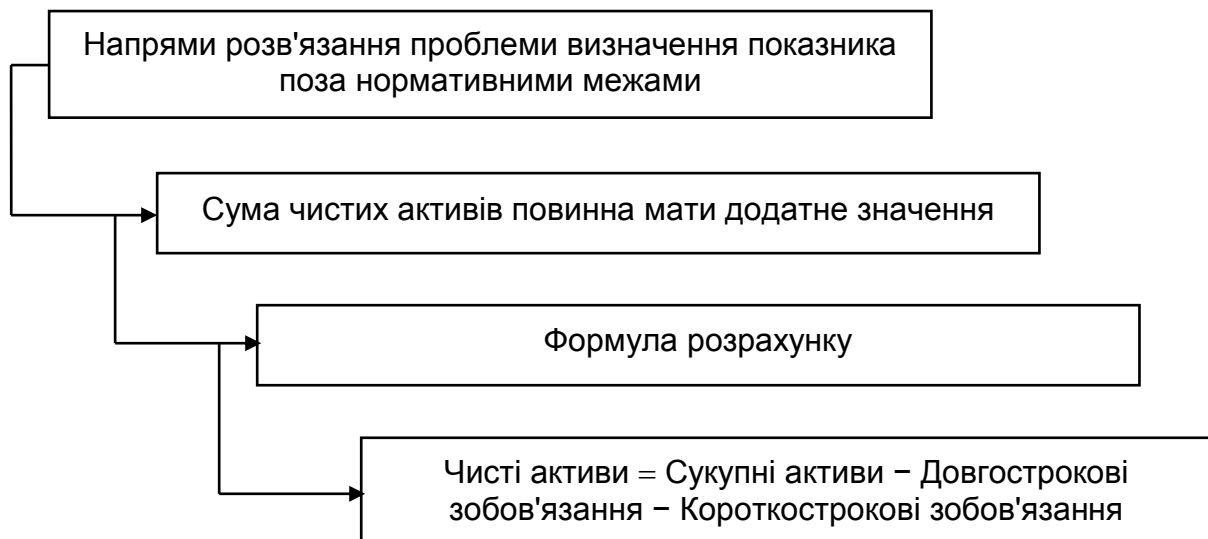


Рис. 3.2. **Процес визначення суми чистих активів**

Чисті активи повинні бути не просто позитивні, але і перевищувати статутний капітал організації. Це означає, що в ході своєї діяльності підприємство не розтратило спочатку внесені власником кошти, а забезпечило їх приріст. Чисті активи, менші статутного капіталу, допустимі тільки в перший рік роботи новостворених підприємств. У наступні роки, якщо чисті активи стануть менше статутного капіталу, законодавство про акціонерні товариства вимагає знизити статутний капітал до величини чистих активів. Якщо у підприємства статутний капітал на мінімальному рівні, ставиться питання про подальше його існування [58].

Наступний метод, який потребує уваги в межах витратного підходу, – **метод ліквідаційної вартості**, за яким вартість бізнесу дорівнює сумарній вартості всіх активів підприємства за вирахуванням зобов'язань і з урахуванням витрат на його ліквідацію. Інакше – це вартість, яку власник підприємства може отримати після ліквідації підприємства та продажу його активів. Інакше – це вартість в умовах скороченого терміну експозиції.

Як правило, даний метод застосовується, якщо:

вартість даного підприємства під час ліквідації буде вищою, ніж за умови продовження діяльності;

поточні та прогнозовані грошові потоки підприємства в разі продовження виробничої діяльності незначні порівняно з вартістю чистих активів;

підприємство знаходиться в процедурі банкрутства або існують серйозні сумніви, що воно здатне продовжити свою діяльність.

Оцінювання ліквідаційної вартості підприємства здійснюється в таких випадках:

підприємство знаходиться в стадії банкрутства або є серйозні сумніви щодо його здатності продовжувати діяльність;

вартість підприємства під час ліквідації може бути вищою, ніж за продовження діяльності.

Розрахунок ліквідаційної вартості підприємства включає кілька основних етапів оцінки.

Перший етап – аналізується останній балансовий звіт (бажано, останній квартальний).

Другий етап – розробляється календарний графік ліквідації активів, оскільки продаж різних видів активів підприємства (нерухомого майна, машин і обладнання, товарно-матеріальних запасів) вимагає різних часових періодів.

Третій етап – визначається валова виручка від ліквідації активів.

Четвертий етап – оцінна вартість активів зменшується на величину прямих витрат. До прямих витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства, відносять комісійні оцінним і юридичним фірмам, податки та збори, які сплачують за фактом продажу.

За календарним графіком ліквідації активів скориговані вартості оцінюваних активів дисконтуються на дату оцінювання за ставкою дисконту, що враховує пов'язаний з цим продажем ризик.

П'ятий етап – ліквідаційна вартість активів зменшується на витрати, пов'язані з володінням активами до їх продажу, включаючи витрати

на збереження запасів готової продукції і незавершеного виробництва, збереження обладнання, машин, механізмів, об'єктів нерухомості, а також управлінські витрати з підтримки роботи підприємства – аж до завершення його ліквідації.

Шостий етап – додається (віднімається) операційний прибуток (збитки) ліквідаційного періоду.

Сьомий етап – віднімаються переважні права на вихідні допомоги та виплати працівникам підприємства; вимоги кредиторів за зобов'язаннями, забезпеченими заставою ліквідованого майна; заборгованість за обов'язковими платежами до бюджету та в позабюджетні фонди; розрахунки з іншими кредиторами.

Таким чином, ліквідаційна вартість підприємства розраховується шляхом вирахування з коригованої вартості всіх активів балансу суми поточних витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства, а також величини всіх прийнятих зобов'язань.

Наступний метод – **метод заміщення**, який полягає у визначенні вартості заміщення активу із подальшим відніманням сум зносу (відновлення). Під час оцінювання активу за цим методом використовується принцип заміщення, який встановлює, що максимальна вартість власності визначається мінімальною ціною, яку необхідно заплатити за фактом купівлі активу аналогічної корисності та з аналогічною споживчою вартістю. Ця вартість має назву *вартості нового активу*, який є еквівалентним старому за функціональними можливостями та варіантами його використання, але необов'язково подібного за зовнішнім виглядом, будовою та складовими.

У цілому, можна зазначити, що витратний підхід доцільно застосовувати у випадках, коли:

оцінюване підприємство володіє великими активами;

переважна частина активів є ліквідними;

оцінюване підприємство або вперше утворене, або таке, що знаходиться в процедурі банкрутства.

У разі застосування витратного підходу необхідно знати вартість конкретних видів активів і зобов'язань. Методи, що фігурують в складі витратного підходу, ґрунтуються на використанні однієї інформаційної бази – фінансової звітності підприємства, в якій містяться всі необхідні дані про вартість активів і зобов'язань.

3.3. Порівняльний підхід до оцінювання вартості підприємства

Порівняльний (ринковий) підхід до оцінювання вартості підприємства – це підхід, що засновано на принципі заміщення – покупець не захоче придбати об'єкт нерухомості, якщо його вартість перевищує затрати на купівлю схожого об'єкту, який характеризується схожими показниками [11].

Порівняльний підхід до оцінювання вартості підприємства заснований на порівнянні вартості його активів з аналогічними ринковими активами. Основою такого підходу є інформація вільного ринку, виражена в цінах угод купівлі-продажу аналогічних компаній або їхніх акцій (часток).

Порівняльний підхід базується на принципі заміщення, який свідчить про те, що вартість підприємства не може сильно відрізнятись від вартості іншого підприємства, що володіє еквівалентною для потенційного покупця корисністю. Тобто, покупець не купить об'єкт, якщо його вартість перевищує витрати на придбання на ринку аналогічного об'єкта з такою ж корисністю.

Порівняльний підхід використовують там, де є достатня база даних про угоди купівлі-продажу. Тому ціна фактично досконалої операції максимально враховує ситуацію на ринку.

Сенс порівняльного підходу полягає у виборі аналогічних або конкуруючих фірм для порівняння з оцінюваним бізнесом. Під час оцінювання бізнесу за порівняльним підходом використовують *три методи*:

метод ринку капіталу: оцінювання бізнесу проводять виходячи з аналізу ринкових цін на акції аналогічних компаній;

метод угод: оцінювання бізнесу проводять з урахуванням цін на придбання контрольних пакетів акцій підприємств-аналогів;

метод галузевих коефіцієнтів: вартість бізнесу оцінюється орієнтовно виходячи зі статистики купівлі – продажу аналогічних компаній.

Розглянемо змістовність, оптимальну сферу та необхідні умови застосування кожного методу.

Метод ринку капіталу, або метод компанії-аналога, заснований на використанні цін, сформованих відкритим фондовим ринком. Базою для порівняння слугує ціна однієї акції акціонерних товариств.

Метод угод, або метод продажів, орієнтований на ціни придбання підприємства в цілому або його контрольного пакета акцій [50].

Метод галузевих коефіцієнтів, або метод галузевих співвідношень, заснований на використанні рекомендованих співвідношень між ціною та певними фінансовими параметрами. Галузеві коефіцієнти зазвичай розраховуються спеціальними аналітичними організаціями на основі тривалих статистичних спостережень за співвідношенням між ціною власного капіталу підприємства і його найважливішими виробничо-фінансовими показниками.

З методом галузевих коефіцієнтів тісно пов'язаний **метод цінових мультиплікаторів**. Під *мультиплікаторами* слід розуміти коефіцієнти, що відображають взаємозв'язок між ринковою вартістю бізнесу та певною фінансово-економічною базою (фактором, який справляє істотний вплив). Найбільшого поширення набули цінові мультиплікатори, які можна розділити на інтервальні й одномоментні.

До *інтервальних мультиплікаторів* належать [50]:

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

До моментних мультиплікаторів належать:

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

Метод компанії-аналога. Технологія застосування методу компанії-аналога та методу угод практично збігається. Відмінність полягає тільки в типі вихідної цінової інформації: або ціна одної акції, що не надає елементів контролю, або ціна контрольного пакета, що включає премію за елементи контролю.

Порівняльний підхід також оперує ринковою ціною інформацією та величиною доходу, досягнутого схожою фірмою. Однак в даному випадку дохід множиться на величину співвідношення між ціною та доходом.

Основні етапи оцінювання підприємства за **методом компанії-аналога**:

I етап – збирання необхідної інформації;

II етап – зіставлення переліку аналогічних підприємств;

III етап – фінансовий аналіз;

IV етап – розрахунок цінових мультиплікаторів;

V етап – вибір величини мультиплікатора, яку доцільно застосувати до оцінюваного підприємства;

VI етап – визначення підсумкової величини та зважування проміжних результатів;

VII етап – внесення підсумкових коригувань вартості методом цінних мультиплікаторів.

Оцінювання бізнесу методом компанії-аналога засноване на використанні двох типів інформації: ринкова (цінова) інформація; фінансова інформація.

Процес застосування на практиці порівняльного підходу схематизований на рис. 3.3.

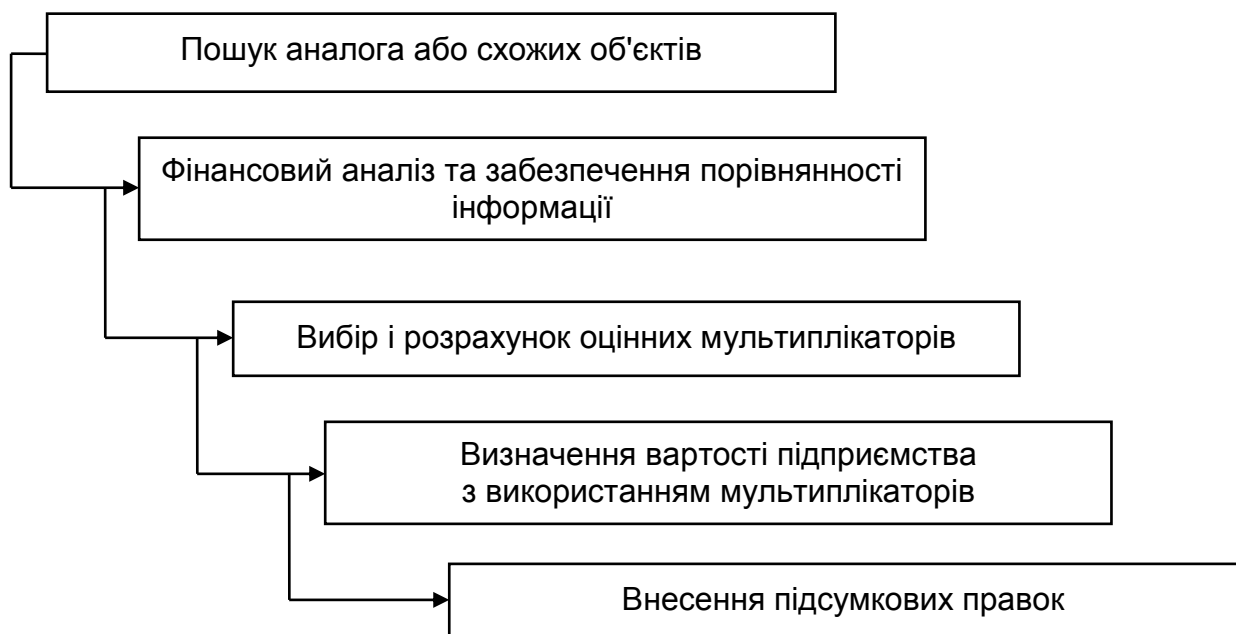


Рис. 3.3. Процес застосування на практиці порівняльного підходу до оцінювання вартості підприємства

Ринкова інформація включає дані про фактичні ціни купівлі-продажу акцій підприємства, подібних до оцінюваної, а також інформацію про кількість акцій в обігу. Кількість акцій, на яку поділений власний капітал підприємства, має прямий вплив на вартість однієї акції. Два підприємства, що мають однакову цінність власного капіталу, можуть мати різну вартість однієї акції, якщо їх кількість у порівнюваних підприємствах різна [15]. Усі розглянуті підходи до оцінювання вартості підприємства мають свої переваги та недоліки, свої переважні сфери застосування, об'єднуючи чималу кількість різних методів, з різноманіття яких оцінювач обирає найбільш відповідні для конкретного оцінюваного об'єкта. Аналіз наведених методів дозволив виявити їх основні переваги та недоліки (табл. 3.4).

Переваги та недоліки підходів до оцінювання вартості підприємства

Підходи	Переваги	Недоліки
Порівняльний	Ураховує ринковий аспект і вплив галузевих факторів	Заснований на минулому, не враховує майбутні очікування інвесторів, перспективи підприємства. Необхідний цілий ряд поправок, не зовсім точно відображає особливості технічної, організаційної та фінансової підготовки виробництва. Важкодоступні дані, вимагає внесення безлічі поправок в аналізовану інформацію
Прибутковий	Ураховує майбутні очікування інвесторів, перспективи розвитку підприємства, ринковий аспект (ринковий дисконт), рівень ризику бізнесу, економічне старіння активів підприємства	Складність прогнозування майбутніх доходів і витрат; трудомісткість прогнозних розрахунків. Частково має імовірнісний характер, неможливість урахування кон'юнктури ринку
Витратний	Ґрунтується на реально існуючих активах, враховує вплив виробничо-господарських факторів на зміну вартості активів, спирається на фінансові й облікові документи, особливо придатний для деяких видів підприємств, для яких не існує розвинутого ринку угод купівлі-продажу	Не відображає виробничу, фінансову й інвестиційну діяльність підприємства, часто не враховує вартість нематеріальних активів, статичний: не враховує майбутні очікування, перспективи розвитку підприємства, не розглядає рівні прибутків, не враховує ринкову ситуацію

Висновки

Слід зазначити, що жоден з розглянутих підходів не тільки не є взаємовиключними, вони є взаємодоповнюваними, тому не можуть бути використані в якості базових. Отже, необхідно оцінювати вартість підприємства одночасно з позицій всіх трьох підходів і знаходити узгоджений результат залежно від цілей оцінювання, шуканої вартості, поставлених умов, стану самого об'єкта та його економічного середовища. Підсумкова оцінка вартості підприємства може бути знайдена двома способами: як середньоарифметична величина та математичним зважуванням.

Рекомендована література: [15; 25; 26; 34, 38; 42; 50; 58; 65; 67; 68; 75; 76; 83]

Запитання для самоконтролю

1. Яка інформація необхідна, на ваш погляд, для застосування дохідного підходу до оцінювання вартості підприємства?
2. Який базовий принцип покладений в основу дохідного підходу до оцінювання вартості підприємства?
3. Які методи в межах дохідного підходу застосовують для оцінювання вартості підприємства?
4. Яка інформація необхідна, на ваш погляд, для застосування витратного підходу до оцінювання вартості підприємства?
5. Який базовий принцип покладений в основу витратного підходу до оцінювання вартості підприємства?
6. Які методи в межах витратного підходу застосовують для оцінювання вартості підприємства?
7. Яка інформація необхідна, на ваш погляд, для застосування порівняльного підходу до оцінювання вартості підприємства?
8. Який базовий принцип покладений в основу витратного підходу до оцінювання вартості підприємства?
9. Які методи в межах порівняльного підходу застосовують для оцінювання вартості підприємства?
10. Який із підходів чи їх комбінацію, на ваш погляд, доцільно застосовувати для оцінювання цілісних майнових комплексів?

Тести

1. *Які методи включає дохідний підхід до оцінювання вартості підприємства:*
 - а) метод майбутнього чистого фінансового результату;
 - б) метод капіталізації доходу;
 - в) метод чистих активів;
 - г) метод дисконтування грошових потоків;
 - д) метод цінових мультиплікаторів?
2. *Які види грошових потоків використовують у застосуванні дохідного підходу до оцінювання вартості підприємства:*
 - а) грошовий потік від інвестиційної діяльності;
 - б) грошовий потік від операційної діяльності;

- в) грошовий потік від капітальної діяльності;
- г) грошовий потік від кредиторської діяльності;
- д) грошовий потік від фінансової діяльності?

3. Які методи включає витратний підхід до оцінювання вартості підприємства:

- а) метод чистих активів (скоригованої балансової вартості);
- б) метод дисконтування грошових потоків;
- в) метод заміщення;
- г) метод капіталізації;
- д) метод розрахунку ліквідаційної вартості?

4. Величина, яка визначається шляхом вирахування із суми активів організації суми її зобов'язань, – це:

- а) чисті пасиви;
- б) чисті активи;
- в) сукупні балансові активи;
- г) ринкові активи;
- д) необоротні активи.

5. Які методи включає порівняльний підхід до оцінювання вартості підприємства:

- а) метод ринку капіталу;
- б) метод капіталізації;
- в) метод угод;
- г) метод галузевих коефіцієнтів;
- д) метод заміщення?

6. Коефіцієнти, що відображають взаємозв'язок між ринковою вартістю бізнесу та певною фінансово-економічною базою, – це:

- а) показники грошового потоку;
- б) галузеві коефіцієнти;
- в) коефіцієнти платоспроможності;
- г) цінові мультиплікатори;
- д) грошові агрегати.

7. Метод, заснований на використанні цін, сформованих відкритим фондовим ринком, – це:

- а) методі цінових мультиплікаторів;
- б) метод компанії аналога;
- в) метод ринку капіталу;

- г) метод галузевих коефіцієнтів;
- д) метод капіталізації.

8. На яких інформаційних джерелах базується витратний підхід до оцінювання вартості підприємства:

- а) фінансова звітність підприємства;
- б) ринкові галузеві коефіцієнти;
- в) дані про вартість сировини на ринку;
- г) інформація про розвиток конкурентів;
- д) інформація про вартість залучення капіталу?

9. Які види грошового потоку за видами капіталу ви знаєте:

- а) за інвестованим капіталом;
- б) за поточним капіталом;
- в) за власним капіталом;
- г) за довгостроковим капіталом;
- д) за реверсійним капіталом?

10. Витратний підхід до оцінювання вартості підприємства слід застосовувати, якщо:

- а) переважна частина активів є ліквідними;
- б) підприємство володіє значними нематеріальними активами;
- в) оцінюване підприємство або вперше утворене, або таке, що знаходиться в процедурі банкрутства;
- г) оцінюване підприємство володіє великими активами;
- д) у підприємства сукупна вартість зобов'язань перебільшує вартість власного капіталу.

Практичні завдання

Завдання 3.1. Розрахуйте вартість компанії за допомогою методу прямої капіталізації доходу. Вихідні дані розміщені в табл. 3.5.

Таблиця 3.5

Показники за компаніями-аналогами

Компанії-аналоги	Чистий дохід, тис. грн	Продажні ціни, тис. грн	Коефіцієнт капіталізації
1	72 000	600 000	0,12
2	82 500	750 000	0,11
3	47 250	450 000	0,105

Чисті доходи оцінюваної компанії розрахуйте способом середнього чистого арифметичного доходу та чистого середньозваженого доходу. Для розрахунку використовуйте показники за п'ять останніх років (табл. 3.6). Надайте відповідні висновки та рекомендації.

Таблиця 3.6

Чистий річний дохід оцінюваної компанії

Роки	Чистий річний дохід, тис. грн	Роки	Чистий річний дохід, тис. грн.
1-й рік	60 000	4-й рік	66 000
2-й рік	64 000	5-й рік	65 000
3-й рік	64 500		

Завдання 3.2. Розрахуйте ставку дисконту для власного капіталу підприємства за методом оцінювання капітальних активів використовуючи такі дані:

- 1) безризикова ставка – 6,5;
- 2) коефіцієнт «бета» – 1,25;
- 3) середньоринкова ставка – 10;
- 4) ризик для окремої компанії – 5,0;
- 5) ризик країни – 6,0.

Надайте відповідні висновки та рекомендації.

Завдання 3.3. Розрахуйте залишкову вартість грошового потоку за моделлю Гордона за такими вихідними даними:

грошовий потік в останній рік прогнозного періоду (5-й рік), тис. грн. – 1 000;

- довгострокові темпи зростання (ДТР), % – 3;
- ставка дисконту для власного капіталу, % – 20.

Надайте відповідні висновки та рекомендації.

Розділ 4. Позичіонування підприємства на фондовому ринку як елемент управління вартістю

Мета – систематизувати теорію позиціонування підприємств на фондовому ринку, визначити фактори, що впливають на позиціонування підприємства на фондовому ринку, як елемент управління вартістю в умовах вітчизняної ринкової економіки, окреслити напрями максимізації вартості підприємства через активізацію його діяльності на фондовому ринку.

Основні питання

4.1. Форми та види фінансових інструментів.

4.2. Фактори впливу на зростання ринкової вартості цінних паперів підприємства.

4.3. Визначення напрямів управління вартістю підприємства шляхом активізації його діяльності на фондовому ринку.

Компетентності, що формуються за темою:

знання: сутності фондового ринку, інструментів фондового ринку, напрямів формування взаємозв'язків ринкової вартості цінних паперів підприємства та його ринкової вартості, джерел формування інформації про фондовий ринок;

уміння: визначати ринкову вартість підприємства на основі аналізу оцінювання вартості його цінних паперів, здійснювати підбір та інтерпретацію інформації про стан фондового ринку;

комунікації: здатність представляти результати моніторингу фондового ринку, презентувати власні спостереження щодо залежності вартості цінних паперів підприємства від зовнішніх факторів;

автономність і відповідальність: визначення позитивних і негативних рис діяльності підприємства на фондовому ринку.

Ключові терміни: фондовий ринок, цінні папери, фактори вартості підприємства, фондова активність підприємства, ринкова вартість підприємства.

4.1. Форми та види фінансових інструментів

Для підприємств, що функціонують в сучасній ринковій економіці, характерним є прагнення до активної участі у перерозподілі капіталів, яка сьогодні здійснюється через різноманітні фінансові інструменти.

У загальній теорії фінансів виділяють чотири **види ринків**: валютний, терміновий, ринок грошей та фондовий ринок. На кожному з них використовуються свої фінансові інструменти, тобто документи, які засвідчують право на отримання грошової винагороди чи право власності на майно. На фондовому ринку торгуються цінні папери, і саме вони – його головний інструмент. За своєю сутністю це певні види зобов'язань, за допомогою яких відбувається вкладання коштів – *інвестування*.

Інструменти фондового ринку можна розподілити на дві великі підгрупи:

- основні інструменти (до яких відносять облігації та акції);
- похідні інструменти (це опціони, ф'ючерси тощо).

Основними називають ті цінні папери, сутністю яких є майнові права на актив (це можуть бути гроші, майно, товар, ресурси і т. п.). До таких відносять в першу чергу акції [60].

Акціями називають ті цінні папери, що: закріплюють за їх власником факт участі в формуванні фонду акціонерного товариства; дають власникам право на отримання прибутку від діяльності цього товариства. Цей інструмент дуже широко представлений на внутрішніх і світових ринках. Акції належать до низьколіквідних, але високоприбуткових фінансових інструментів.

Акції дають можливість отримувати дохід, однак розмір цього доходу досить важко оцінити заздалегідь, і він не гарантований. Виплати за акціями називають *дивідендами*. Їх розмір визначає акціонерне товариство, що випустило акції, він залежить від обсягів чистого фінансового результату, який отримує підприємство за звітний період. Від того, які дивіденди й як регулярно виплачуються вони за акціями, залежить вартість акцій на фондовому ринку, а від ринкової вартості акцій залежить ринкова вартість і самого підприємства [60].

Акції розподіляють на категорії залежно від привілеїв, які з їх допомогою отримують власники. *Привілейовані акції* дають можливість зафіксувати частину майна, якщо з певних причин власник оголосить себе банкрутом. Тобто, якщо компанія припиняє функціонувати та ліквідується, є можливість повернути вкладені кошти.

Ще одна категорія цінних паперів – *облігації*. Вони затверджують, що їх власник надав на певний період часу грошові кошти особі, яка здійснила емісію облігацій, а емітент, в свою чергу, зобов'язаний виплатити ці кошти в обумовлений термін. В результаті власник отримає заздалегідь обумовлений дохід. *Емітентом* облігацій можуть бути не тільки підприємства, але й держава чи органи місцевої влади.

Облігації мають свою класифікацію. Вони можуть різнитися за:

особою – емітентом облігації – на державні, муніципальні, корпоративні;

видом доходу – на дисконтні (без фіксованого доходу), купонні (з фіксованим доходом) і з плаваючою відсотковою ставкою;

можливістю обміну – на конвертовані та неконвертовані.

Якщо в основі цінних паперів знаходиться ціновий актив, то такі цінні папери називають **похідними**. Один з таких інструментів фондового ринку – *опціон*. Опціон – це угода або контракт (між біржею й інвестором, або між двома інвесторами), в якому прописано, що одна зі сторін має право на придбання або продаж цінового активу, а інша повинна забезпечити реалізацію цього права протягом певного терміну. *Активом* можуть бути державні облігації (короткострокові), а також товари [60].

Опціони вважаються тими фінансовими інструментами, які допомагають застрахуватися від обвалу на ринку, знизити ризики інвестування. Плюс опціона полягає у тому, що існує можливість відкладеної дії і витрачання меншої кількості своїх коштів. Його відмінність від інших контрактів з відкладеним терміном у тому, що прописується лише право, а не обов'язок виконання певних дій.

Ще один інструмент фондового ринку – *ф'ючерси*. Це контракти, оформлені таким чином, що одна зі сторін отримує можливість придбати цінні папери за обумовленою ціною в обумовлений термін. Тобто можна купити щось в майбутньому за вартість, яка зафіксована на сьогодні. Такі ф'ючерсні контракти завжди стандартизовані, в них зафіксовані чіткі вимоги продавців і покупців цінних паперів. Слід зазначити, що чим дорожче акція, тим дорожче і ф'ючерс. Але це справедливо тільки на період, коли виконуються умови контракту. Якщо ф'ючерс проданий в інший період, він не відрізняється від звичайних акцій. Недоліки ф'ючерсу як інструменту для заробітку в тому, що акції не тільки ростуть в ціні, але і знижуються. Ризик використання ф'ючерсів досить високий.

Окремої уваги потребують *фондові індекси* – складний показник, який визначається на основі індексного кошика (загальної вартості будь-якої категорії цінних паперів). У індекса відсутній такий показник, як ціна, проте, його зміну описують категоріями «значення» або «рівень».

Фондових індексів багато (наприклад, американський індекс Dow Jones, показники якого впливають на стан всього світового ринку). Цей фінансовий індекс розраховується на основі показників усіх галузей економіки Сполучених Штатів. Дорівненим йому вважається індекс NASDAQ, який розраховується з цінних паперів високотехнологічних компаній [60].

Таким чином, на сучасному фондовому ринку досить багато фінансових інструментів. Класичні, найбільш часто використовувані та зрозумілі – це акції, облігації, опціони, ф'ючерси, індекси. Від вартості тих цінних паперів, які емітувало підприємство, багато в чому залежить його ринкова вартість.

4.2. Фактори впливу на зростання ринкової вартості цінних паперів підприємства

Для підприємства, акції якого продаються на фондовому ринку, вартість акцій є одним із головних показників, який відображає в динаміці вартість усього підприємства. Саме на вартість акцій потенційні інвестори звертають увагу в процесі пошуку об'єкта для вкладання коштів.

Кожна акція має свою номінальну вартість і ринкову ціну.

Номінальна вартість акції – грошова сума, позначена безпосередньо на самій акції. Ця сума відображає частку статутного фонду акціонерного товариства, яка припадає на одну акцію. Отже, номінальна вартість акції є часткою статутного капіталу акціонерного товариства, і пропорційно до цієї вартості здійснюється виплата дивідендів власнику акції [7].

Обіг акцій на ринку здійснюється за *ринковими цінами*.

Існують також деякі особливості ціноутворення акцій (наприклад, коли акція тільки випускається на ринок або перепродується від одного його власника до іншого). Якщо акція емітується, то мають місце дві ринкові ситуації:

ситуація первинної емісії акцій: розподіл акцій серед засновників акціонерного товариства проводиться тільки за їх номіналом. Продаж акцій емітентом може проводитися тільки за ціною, яка не опускається

нижче її номіналу, оскільки в даному випадку відбувається формування власного капіталу підприємства;

ситуація наступних емісій акцій: продаж акцій проводиться за спеціальною – емісійною ціною, орієнтиром для створення якої слугує ринкова ціна акції. Продаж акцій емітентом проводиться за ціною, нижчою за ринкову на суму знижки для ринкового посередника, який реалізує дані акції за договором з емітентом. Продаж акцій за ціною нижче ринкової відбувається, якщо в якості покупця виступає акціонер товариства, який таким чином реалізує своє переважне право на купівлю цих акцій [7].

Якщо операції купівлі – продажу акції проводяться на ринку, то вони завжди відбуваються за ринковою ціною. Найбільш визнаною ринковою ціною акції вважається її *біржова ціна*. Рівень останньої залежить від об'єктивної основи, яку називають теоретичною вартістю акції, а також від співвідношення рівнів попиту та пропозиції даної акції на ринку.

Дохід, який отримає інвестор за акціями, може бути двох видів.

Одним з них є *дивіденди* – частина прибутку акціонерного товариства, яка розподіляється між акціонерами після сплати податків, виплати відсотків, відрахувань на розширення підприємства. Дивіденди залежать від розмірів доходу підприємства, а також від загальної кількості акцій. Величина дивідендів впливає на попит на акції, курс акцій на ринку і їх ліквідність.

Інший вид доходу від акцій виникає як результат *приросту їх курсової вартості*. Але, для того щоб реалізувати його, акцію доведеться продати. *Прибутковість* – це відношення доходу до ціни придбання (курсу) акції, виражене у відсотках.

Два види доходу – дивіденди та приріст курсової вартості породжують два види доходності: дивідендний і спекулятивний. Сукупно вони формують повну прибутковість [7].

Як було зазначено, ринкова вартість підприємства багато в чому визначається ціною на акції. Фундаментальним аналізом ринку та фінансового стану підприємства вдається уникнути можливих помилок в умовах мінливості цін на цінні папери. Оцінювання акцій підвищує впевненість в прийнятих рішеннях, надає обґрунтовані докази для того, щоб збільшити вкладення коштів, адже ринкову вартість цінних паперів визначають незалежні оцінювачі. Фактори, що впливають на ціну акцій підприємства деталізовано на рис. 4.1.

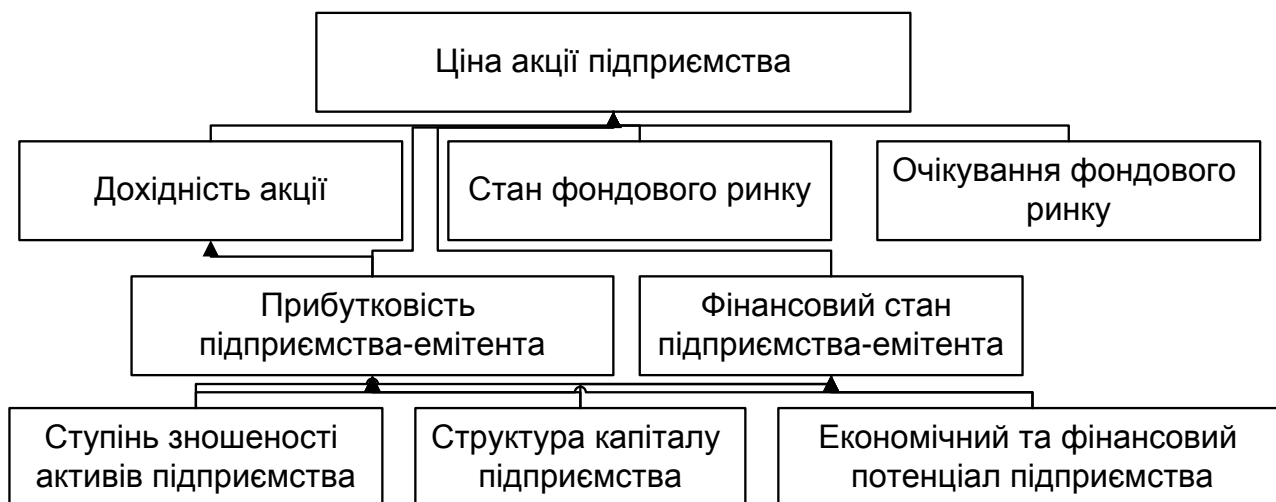


Рис. 4.1. **Фактори, що впливають на ціну акцій підприємства**

Істотним фактором у процесі утворення цін на ринку акцій є конкуренція, яка сприяє зниженню або підвищенню цін за різних умов розвитку фондового ринку.

Однією з вагомих причин коливання ціни акції є прибуток компанії-емітента [79]. Існує безліч факторів, що визначають стабільність прибутку компанії, до яких можна віднести: фінансовий стан підприємства, раціональність його витрат; ступінь зношеності основних засобів; вартість капіталу, яким користується підприємство; кваліфікацію та компетентність керівників; конкурентоспроможність; використання нових технологій, які дають переваги порівняно з аналогічними компаніями; сильні позиції на ринку; велику клієнтську базу і т. д. Одним із основних аргументів для ухвалення рішення про придбання акцій на фондовому ринку є стабільність ціни цінних паперів чи їх стабільне зростання. Якщо прибуток перевищив очікування трейдерів, інвесторів і аналітиків, то учасники ринку реагують позитивно. Така інформація про компанію підіймає інтерес і ціну, і, відповідно, учасники ринку купують її з метою продати дорожче [7].

Наприклад, С. В. Еланців класифікує фактори, що впливають на прибуток, на зовнішні та внутрішні, розподіляючи внутрішні фактори на виробничі (характеризують наявність і використання засобів і предметів праці, трудових і фінансових ресурсів) і невиробничі (пов'язані з постачальницько-збутовою та природоохоронною діяльністю, соціальними умовами праці). У свою чергу, виробничі фактори розрізняються на екстенсивні

й інтенсивні [17]. К. Мінгалієв виділяє такі групи факторів, що впливають на прибуток підприємства:

фактори, що утворюють прибуток – виручка від продажу продукції і активів, позареалізаційні доходи, безоплатна фінансова допомога;

фактори взаємного впливу на прибуток – собівартість продукції, ціни, тарифи, продуктивність праці, фондівіддача, оборотність оборотних коштів, податки та податкові санкції, відсоткові ставки за кредитами;

фактори розподілу – платежі в бюджет і позабюджетні фонди, платежі банкам на погашення кредитів і сплату відсотків за ними;

фактори використання – капітальні витрати, витрати на соціальний розвиток, дивіденди, матеріальна допомога [47].

Натомість, Г. Н. Чернишова фактори, що впливають на прибуток підприємства, розподіляє на фактори першого рівня (ціна, собівартість, асортимент, обсяг продукції) і фактори другого рівня, що впливають на ціну (наприклад, на величину ціни продукції впливають такі фактори, як: переваги покупців, упаковка товару, місце продажу, рентабельність продукції) [82].

У роботі С. В. Сорокіної [70] представлена найбільш повна класифікація факторів, що впливають на величину прибутку підприємства залежно від:

виду діяльності підприємства – фактори операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;

середовища генерування – ендогенні (внутрішні) й екзогенні (зовнішні) фактори;

періоду впливу – постійного, сезонного та разового впливу;

ролі в формуванні фінансового результату – пов'язані з формуванням доходів і пов'язані з формуванням витрат підприємства.

Залежно від рівня реалізації фактори формування прибутку підприємства можна класифікувати на фактори: макrorівня (державні); мезорівня (регіональні та галузеві); мікрорівня (внутрішні фактори підприємства).

Залежно від ступеня обумовленості фактори, що впливають на прибуток підприємства, доцільно розподілити на об'єктивні, обумовлені процесами або обставинами непереборної сили (наприклад, стихійними лихами), та суб'єктивні, створювані свідомо, цілеспрямовано окремими групами людей виходячи з їх особистих і економічних інтересів.

Залежно від типу впливу можна виділити фактори прямого впливу (безпосередньо впливають на прибуток – наприклад, величина доходів підприємства) та непрямого впливу (опосередковано впливають на прибуток – наприклад, зниження попиту на продукцію підприємства впливає на величину прибутку через зниження доходів від продажу продукції).

За типом критерію оцінювання можна виділити кількісні й якісні фактори.

За контрольованістю впливу – контрольовані та неконтрольовані.

За природою виникнення фактори можна класифікувати на економічні, соціальні, організаційні та інші [79].

В аналіз факторів, що впливають на величину прибутку, закладені резерви збільшення прибутку підприємства, основними з яких є:

забезпечення зростання обсягу виробництва продукції на основі технічного його оновлення та підвищення ефективності виробництва;

стимулювання продажів продукції;

зміна структури виробленої і реалізованої продукції за рахунок збільшення частки більш рентабельної;

зниження витрат на виробництво та збут продукції;

установлення реальної залежності рівня цін від якості виробленої продукції, її конкурентоспроможності, попиту та пропозиції на аналогічну продукцію іншими виробниками;

збільшення прибутку від іншої діяльності підприємства (від продажу основних фондів, цінних паперів, іншого майна підприємства) [47].

Іншим важливим фактором, що впливає на ціну акцій, є мінімальна дохідність, яку прагнуть отримати інвестори, вкладаючи гроші в акції, тобто ставка дисконтування. У свою чергу, на дохідність акцій підприємства впливають фактори, схематизовані на рис. 4.2.

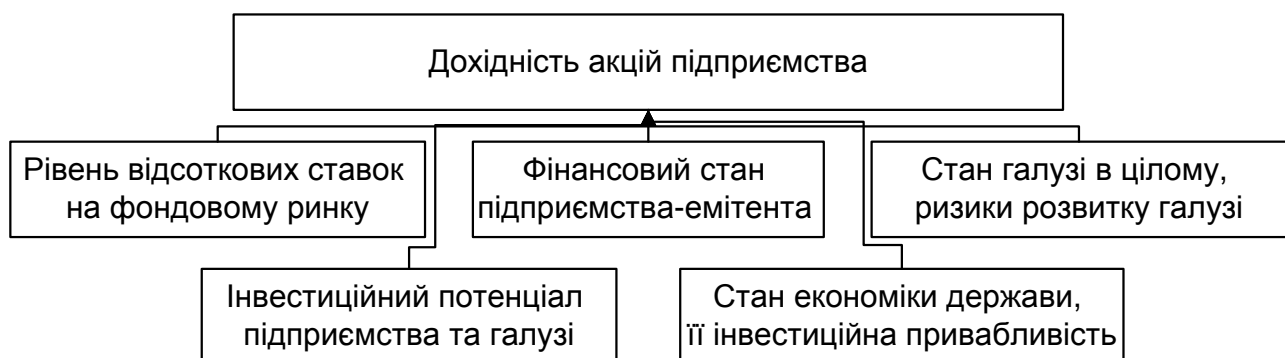


Рис. 4.2. Чинники впливу на дохідність акцій підприємства

До факторів, які впливають на необхідну інвесторам дохідність, належить рівень відсоткових ставок в економіці, який визначається рівнем депозитних і кредитних ставок, обліковою ставкою НБУ та рівнем інфляції. Даний показник є загальним для всієї економіки. Зростання загального рівня ставок може несприятливо впливати на динаміку ринку акцій з кількох причин:

для корпоративного сектора можливість подальшого зростання та збільшення прибутку обмежується здорожчанням кредитних ресурсів;

у зв'язку зі зростанням відсоткових ставок стають більш прибутковими вкладення в інші способи вкладення грошей (наприклад, облігації), що зумовить переміщення інвестиційних ресурсів з ринку акцій.

Наступним фактором впливу на прибутковість акцій є зміни в економіці країни в цілому. Занепад фінансових результатів діяльності підприємств-емітентів пов'язаний зі зниженням вартості вкладень в акції внаслідок зниження темпів економічного зростання. Зміни на фондовому ринку також впливають на прибутковість акцій. Фондовий ринок діє згідно із законами циклічного розвитку – фаза зростання змінюється фазою спаду, за якою знову настає поживлення і зростання, що призводить до коливань котирування акцій, іноді досить значних.

Прибутковість акцій також пов'язана з фінансовим станом компанії-емітента. На основі аналізу фінансової звітності та стану існуючої заборгованості проводиться оцінювання фінансового стану компанії: як змінилася сума заборгованості компанії за минулий рік, які джерела запозичених ресурсів, як компанія має намір їх відшкодувати. Безсумнівно, багато що залежить від індивідуальних характеристик компанії – її кредитоспроможності, рівня ліквідності акцій [7].

Слід зазначити важливість інформаційного аспекту, пов'язаного з оприлюдненням неупередженої інформації про стан підприємства, що може викликати швидке падіння котирувань. Підтримка довіри інвесторів є одним із завдань управління вартістю підприємства. Існують галузеві показники, що впливають на прибутковість, яка досліджується перед ухваленням інвестиційних рішень.

Підводячи підсумок, слід зазначити, що до факторів, які впливають на ціну акцій, відносять:

конкуренцію, що має істотне значення в процесі ціноутворення на ринку акцій;

включення тих чи інших підприємств до фондового індексу, що сприяє зростанню купівельного інтересу на акції таких підприємств;

прибуток підприємства-емітента;

мінімальну дохідність, яку хочуть отримати інвестори, вкладаючи гроші в акції, тобто ставку дисконтування;

галузеві показники, що впливають на прибутковість, яка вимагається від вкладень в акції компаній галузі [7].

Отже, від того, наскільки раціонально та виважено підприємство управляє прибутком, залежить ринкова вартість його акцій, а отже, і вартість всього підприємства.

4.3. Визначення напрямів управління вартістю підприємства шляхом активізації його діяльності на фондовому ринку

У межах аналізу вартості підприємства на фондовому ринку акцент ставиться на його капіталізації, яка, власне, і відображає сукупну вартість сукупних активів підприємства.

На різних рівнях теоретичних досліджень термін «капіталізація» має свою інтерпретацію. Так, на мікрорівні його розглядають як капіталізацію прибутку, залучення інвестицій. Макроекономічна капіталізація інтегрує галузі, забезпечуючи макроекономічну рівновагу за допомогою державних важелів, а саме – відповідних законодавчих і нормативних актів. За своєю сутністю **капіталізація** – це процес трансформації власних, позикових і залучених коштів, нематеріальних активів, а також коштів, отриманих завдяки залученню процесів реорганізації [66].

У свою чергу, управління процесом капіталізації втілюється через вибір і реалізацію засобів, методів, важелів, спрямованих на вирішення певного завдання з метою досягнення поставлених цілей. *Організацію управління капіталізацією* можна визначити як створення моделі рішення та реалізації даного завдання. Організація управління капіталізацією полягає в розробленні соціально-економічних принципів і передумов, моделей розвитку та реалізації процесу капіталізації. На рівні підприємства можна говорити про управління капіталізацією через максимізацію ринкової вартості цінних паперів підприємства. Водночас організація управління

капіталізацією можлива як на рівні підприємства, так і на загальнодержавному рівні [24].

Коли мова заходить про ринкову капіталізацію акціонерного товариства, акції якого пройшли первинне розміщення на фондовій біржі і тепер вільно обертаються на відкритому ринку, то ринкова капіталізація визначається як добуток кількості акцій та поточної ринкової вартості однієї акції. Сама вартість акцій постійно коливається, будучи вираженням позиції величезної кількості покупців і продавців на перспективі розвитку підприємства.

У разі погіршення фінансового стану підприємства та зменшення його фінансових показників ціна акцій падає і, відповідно, скорочується ринкова капіталізація бізнесу. І навпаки, якщо підприємство приймає правильні рішення та розвивається, а його дохід і прибуток стабільно зростають, то ринок, інвестори, інвестиційні фонди та банки можуть оцінити такі зміни позитивно. У результаті збільшується попит на акції, їх ціна починає зростати, збільшуючи ринкову капіталізацію бізнесу.

Щодо максимізації капіталізації компанії науковці наводять певний спектр основних важелів, що сприяють формуванню вартості підприємства. Якщо узагальнити погляди вчених [9; 24; 36; 66; 82], до таких можна віднести: обмін інформацією з інвесторами; внутрішньофірмові поліпшення; можливості зростання за допомогою механізму злиттів і поглинань; виділення різних структурних підрозділів.

Процедури управління ринковою капіталізацією підприємства можуть включати:

1) період обороту кредиторської заборгованості – заходи зі збільшення термінів повернення кредиторської заборгованості на основі перегляду умов договорів, що проводяться в поєднанні з заходами щодо управління грошовими потоками за кредиторською заборгованістю;

2) період обороту дебіторської заборгованості – заходи зі своєчасного та повного стягнення дебіторської заборгованості на основі перегляду умов договорів, що проводяться в поєднанні з заходами щодо управління грошовими потоками за дебіторською заборгованістю;

3) тривалість виробничого циклу – заходи зі скорочення тривалості виробничого циклу через впровадження в виробництво передових технік і технологій, оптимізацію графіків поставок сировини та матеріалів, підвищення кваліфікації і зацікавленості працівників;

4) грошові потоки за кредиторською заборгованістю – заходи зі скорочення витрат на закупівлю сировини та матеріалів (у тому числі за рахунок скорочення термінів оплати, пошук нових постачальників, заміна сировини та матеріалів на більш дешеві аналоги);

5) грошові потоки за дебіторською заборгованістю – заходи з підвищення ринкової привабливості реалізованої продукції, впровадження гнучких умов оплати, пошук надійних партнерів, своєчасне та повне стягнення дебіторської заборгованості;

6) ставку дисконтування – заходи зі зниження ризиків виробничого процесу, а також ризиків, пов'язаних з постачальниками та клієнтами.

Основна ідея нарощування ринкової капіталізації підприємства полягає в тому, щоб оптимізувати його фінансовий стан і оптимізувати роботу структурних підрозділів, забезпечити пошук і реалізацію на практиці нових можливостей зростання, впровадити ефективні механізми фінансового інжинірингу. Таким чином, кожна із зазначених можливостей дозволяє послідовно нарощувати вартість підприємства, доводячи її до максимальної можливої в поточних умовах.

До основних принципів даної концепції відносять такі [66]:

потоки грошових коштів є основним показником, що визначає ефективність діяльності підприємства;

інвестиційна діяльність компанії повинна бути чітко орієнтована на рентабельність: потреба в капіталовкладеннях обґрунтовується тільки можливістю створення нової вартості. У зв'язку з цим доцільною буде лише така інвестиційна діяльність, яка забезпечує рентабельність, що перевершує витрати на залучення капіталу в рамках даних інвестицій;

максимізація вартості компанії через активізацію фондової позиції повинна співвідноситися з проблемами фінансової стійкості. У зв'язку з цим необхідне управління активами підприємства та формування достатнього обсягу ліквідних коштів.

У системі управління капіталізацією наголос ставиться на прогнозуванні грошових потоків як перспективних джерел доходу для компанії. Водночас критика підходів до управління капіталізацією, які базуються на короткострокових показниках, виражається в підкресленні їх недалекості, в загрозі недооцінювання потенціалу підприємства. Управління вартістю в інтересах акціонерів – лише окремий випадок застосування інструментарію, що становить основу вартісно-орієнтованого

управління. Необхідність конкурувати, вдосконалюватися та перемагати в конкурентній боротьбі з'являється не в момент розміщення акцій на фондовій біржі, а виникає одночасно із задумом про створення бізнесу. Сама ідея нового продукту або послуги має вартість і конкурує на ринку капіталу з іншими ідеями та представленими на ринку продуктами та послугами. Керівники компанії не можуть не управляти вартістю компанії. Точніше, їх рішення не можуть на неї не впливати. Від того, наскільки усвідомлено та цілеспрямовано вони це роблять, залежать якість управління та результат [9].

Створення системи управління вартістю на підприємстві передбачає впровадження стратегічного підходу та дотримання специфічних принципів, сфокусованих на постійному збільшенні вартості. Ця система орієнтована на формування жорстких позицій на фондовому ринку. Основними характеристиками цієї системи управління є:

- мета – довгострокове збільшення вартості компанії;

- завдання – побудова високоефективних бізнес-підрозділів, центрів прибутку;

- об'єкти управління системи – фактори вартості;

- специфічні управлінські інструменти, що створюють вартість;

- високомотивований персонал – від вищого керівництва до виконавців;

- взаємопов'язані вартісні показники, які використовують в оцінюванні ефективності діяльності компанії [66].

Висновки

Регулярне підвищення вартості компанії можливе тільки за умови досягнення ефективних темпів розвитку на більш високих рівнях, ніж середні на ринку. В окремо взятій галузі чим ефективніше компанія буде створювати споживчу вартість, тим більше у неї буде конкурентних переваг, завдяки яким можна домогтися лідерства на ринку.

Рекомендована література: [7; 9; 17; 24; 36; 42; 47; 48; 60; 66; 70; 79; 82]

Практична частина

Запитання для самоконтролю

1. Розкрийте поняття «фондовий ринок».
2. Які фондові індекси ви знаєте, що вони характеризують?
3. Від чого залежить ринкова вартість акцій підприємства?
4. Які чинники впливають на дохідність акцій підприємства?
5. Як визначається ринкова вартість компанії на основі ринкової вартості цінних паперів?
6. Від чого залежить прибуток, який отримує підприємство?
7. Охарактеризуйте поняття «ринкова капіталізація».
8. Які види грошових потоків забезпечують максимізацію ринкової капіталізації підприємства?
9. Яким чином пов'язані максимізація ринкової вартості компанії та вартості її цінних паперів?
10. Яким чином ринкова капіталізація підприємства впливає на його інвестиційну привабливість?

Тести

1. Оцінювання вартості корпоративних прав здійснюється в таких випадках:

а) у ході оцінювання вартості довгострокових фінансових вкладень підприємства, майно якого оцінюється;

б) у ході оцінювання вартості нематеріальних активів, які підлягають зносу;

в) за потреби оцінювання вартості підприємства в цілому;

г) у разі реорганізації під час визначення вартості майна, що пропонується як внесок до статутного капіталу новоствореного підприємства;

д) у разі видачі кредиту під заставу корпоративних прав.

2. Ринкова вартість – це:

а) оцінка (або визначення), яка дозволяє продавцю або покупцю «виставити» об'єкт оцінювання за найреальнішою ціною;

б) це «найвірогідніша» ціна, за якою даний об'єкт оцінювання (підприємство) може бути відчужений на відкритому ринку;

в) індивідуальні витрати й очікування грошового оцінювання даного об'єкта з боку ринку;

г) правильні відповіді а, б, в;

д) правильні відповіді б, в.

3. Під майном підприємства розуміють:

а) матеріальні активи;

б) нематеріальні активи;

в) залишкові активи;

г) правильні відповіді а, б, в;

д) правильні відповіді б, в.

4. Ринкова капіталізація підприємства – це:

а) дисконтована вартість усіх акцій компанії;

б) майбутня вартість усіх акцій компанії;

в) поточна вартість усіх акцій компанії;

г) поточна вартість усіх активів компанії;

д) майбутня вартість усього капіталу компанії.

5. Ринкова капіталізація визначається як:

а) множення ціни однієї привілейованої акції на загальну кількість випущених акцій;

б) додавання ціни однієї акції до загальної кількості випущених акцій;

в) множення ціни однієї акції на загальну кількість випущених акцій;

г) множення номінальної ціни однієї акції на загальну кількість випущених акцій;

д) множення ціни однієї емітованої облігації на кількість випущених облігацій.

6. На ринкову вартість компанії не впливає:

а) кваліфікація персоналу;

б) фондові індекси;

в) обсяг прибутку;

г) вартість капіталу;

д) структура активів.

7. Показника вартості капіталу в діяльності підприємства використовується, якщо:

а) вартість капіталу підприємства є мірилом прибутковості операційної діяльності;

б) показник вартості капіталу застосовується як критеріальний у процесі здійснення реального інвестування;

в) вартість капіталу підприємства слугує базовим показником формування ефективності фінансового інвестування;

г) показник вартості капіталу підприємства виступає критерієм ухвалення управлінських рішень відносно використання оренди (лізингу) або придбання у власність виробничих основних засобів;

д) усі відповіді правильні.

8. Капітал – це:

а) багатство, засоби виробництва, фактори виробництва, тобто різні матеріально-речовинні форми інвестованої праці, праці, що приносить доход;

б) матеріально-речовинні фактори виробництва;

в) економічні відносини між суб'єктами процесу створення доходу;

г) правильна відповідь а;

д) правильна відповідь відсутня.

9. Оцінна вартість – це:

а) вартість, яка визначається за встановленим алгоритмом і складом вихідних даних;

б) оцінка підприємства, визначена за ринковою вартістю для цілей іпотечного кредитування;

в) витрати на придбання об'єкта власності;

г) правильні відповіді а, б, в;

д) правильної відповіді немає.

10. Критерієм для інвестора щодо перспективного вкладення коштів в підприємство є:

а) стабільне зростання вартості нематеріальних активів підприємства;

б) стабільне зростання ринкової вартості цінних паперів підприємства;

в) стабільне зростання прибутку підприємства;

г) зменшення зобов'язань підприємства;

д) скорочення кредиторської та дебіторської заборгованості.

Практичні завдання

Завдання 4.1. Інвестор планує придбати споруду вартістю 2 млн грн. Для часткового фінансування цієї угоди отримано кредит на суму 800 тис. грн під 22 % річних. Інвестор планує здавати споруду в оренду з метою отримати 15 % доходу на свої інвестиції. Визначте коефіцієнт капіталізації та зробіть відповідні висновки із зазначенням необхідного розміру чистого операційного доходу.

Завдання 4.2. Підприємство сплачує річні дивіденди в розмірі 17 грн на одну акцію. Норма поточної дохідності за акціями даного типу становить 14 %. Якою має бути вартість однієї акції?

Завдання 4.3. Підприємство протягом року виплатило дивіденди в розмірі 15 грн на одну акцію. Щорічно дивідендні виплати зростають на 12,6 %; норма поточної дохідності за акціями даного типу становить 14 %. Якою має бути вартість однієї акції?

Завдання 4.4. За перший рік підприємство виплатило дивіденди в розмірі 0,24 грн на одну акцію. Протягом другого року воно планує збільшити дивіденди на 3 %, третього – на 7 %. У подальшому планується постійне зростання дивідендів на 8 % річних. Необхідно оцінити вартість акції за умови, що норма дохідності акцій даного типу становить 12 %.

Завдання 4.5. Визначте, яку суму кредиту отримав інвестор для придбання об'єкта нерухомості вартістю 500 тис. грн, якщо відомо, що коефіцієнт капіталізації складає 0,18. Рівень доходу, отриманого інвестором на власні інвестиційні ресурси складає 25 %.

Завдання 4.6. Згідно з методикою вартісного оцінювання розміру складових потенціалу підприємства під час його формування необхідно розрахувати сукупну вартість потенціалу ВАТ «Оберіг» за даними звітнього періоду.

Вихідна інформація для вартісного розрахунку розміру складових потенціалу ВАТ «Оберіг», подана в табл. 4.3; 4.4 .

Таблиця 4.3

Вихідна інформація

№ п/п	Показники	Одиниці вимірювання	У базовому періоді	У звітному періоді
1	2	3	4	5
1	Середньорічна вартість основних виробничих фондів	тис. грн	106 485	114 824
2	Нормативний коефіцієнт ефективності капітальних вкладень	коефіцієнт	0,15	0,15

Закінчення табл. 4.3

1	2	3	4	5
3	Нормовані оборотні засоби	тис. грн	32 706	39 476
4	Коефіцієнт вилучення продукції із оборотних засобів	коефіцієнт	0,8	0,82
5	Сумарна вартість нематеріальних активів і земельних ресурсів за експертною оцінкою	тис. грн	21732	24 944
6	Середньоспискова чисельність промислово-виробничого персоналу	осіб	7599	7590
7	Продуктивність праці на одного працівника ПВП	тис. грн	13,0	13,8
8	Товарна продукція у порівняних цінах	тис. грн	98 649	104 370
9	Фондоозброєність у розрахунку на одного працівника ПВП	тис. грн	14,0	15,1
10	Інноваційні витрати за звітний період	тис. грн	27 200	37 849
11	Витрати на управління	тис. грн	5732,1	6890,0
12	Балансовий прибуток	тис. грн	27 706	43 720
13	Повна собівартість товарної продукції	тис. грн	71383	74 275

Таблиця 4.4

Додаткова інформація за рік, що є попереднім до базового

№ п/п	Показники	Одиниці вимірювання	За попередній до базового рік
1	Продуктивність праці на одного працівника ПВП	тис. грн	12,0
2	Фондоозброєність у розрахунку на одного працівника ПВП	тис. грн	13,0

Розділ 5. Раціоналізація структури капіталу за критерієм вартості підприємства

Мета – систематизувати критерії оптимізації структури капіталу та визначити напрями управління структурою капіталу підприємства для максимізації його ринкової вартості в умовах обмеженості та оплатності залучення фінансових ресурсів.

Основні питання

5.1. Критеріальний вибір оптимальної структури капіталу підприємства.

5.2. Визначення впливу вартості капіталу на ринкову вартість підприємства.

Компетентності, що формуються за темою:

знання: сутності капіталу як економічної категорії; критеріїв, за якими може бути визначена оптимальна структура капіталу; підходів до оптимізації структури капіталу; шляхів мінімізації вартості залучених фінансових ресурсів; напрямів визначення середньозваженої вартості капіталу й ефекту фінансового левериджу;

уміння: визначати найбільш раціональну структуру капіталу за критерієм вартості підприємства, формувати рекомендації щодо оптимізації структури капіталу, визначати доцільність залучення капіталу за різних умов кредитування;

комунікації: здатність здійснювати пошук найбільш оптимального за критерієм вартості джерела залучення капіталу підприємства, здатність здійснювати оцінювання можливості зміни структури капіталу та визначати наслідки таких змін для вартості підприємства;

автономність і відповідальність: відповідальність за точність і коректність управлінського рішення щодо залучення певного виду капіталу, відповідальність за вплив цього управлінського рішення на вартість підприємства.

Ключові терміни: капітал, вартість капіталу, структура капіталу, середньозважена вартість капіталу, фінансовий леверидж, раціональна структура капіталу.

5.1. Критеріальний вибір оптимальної структури капіталу підприємства

В умовах обмеженості фінансових ресурсів на ринку капіталів вітчизняні підприємства залежать від вартості цього капіталу та від його доступності. Оптимальність структури капіталу, поряд із мінімізацією його вартості, сьогодні стає одним із головних критеріїв результативності управління підприємства, а отже, і вартості самого суб'єкта господарювання.

Наявність достатнього розміру капіталу на підприємстві ще не є запорукою його успішної фінансово-господарської діяльності. У даному аспекті важливу роль відіграє побудова оптимальної структури фінансових ресурсів, яка б дозволила максимізувати не лише прибутковість підприємства, а і збільшити його ринкову вартість [69]. Таким чином, оптимальність структури капіталу є одним із важливіших принципів його формування (рис. 5.1).

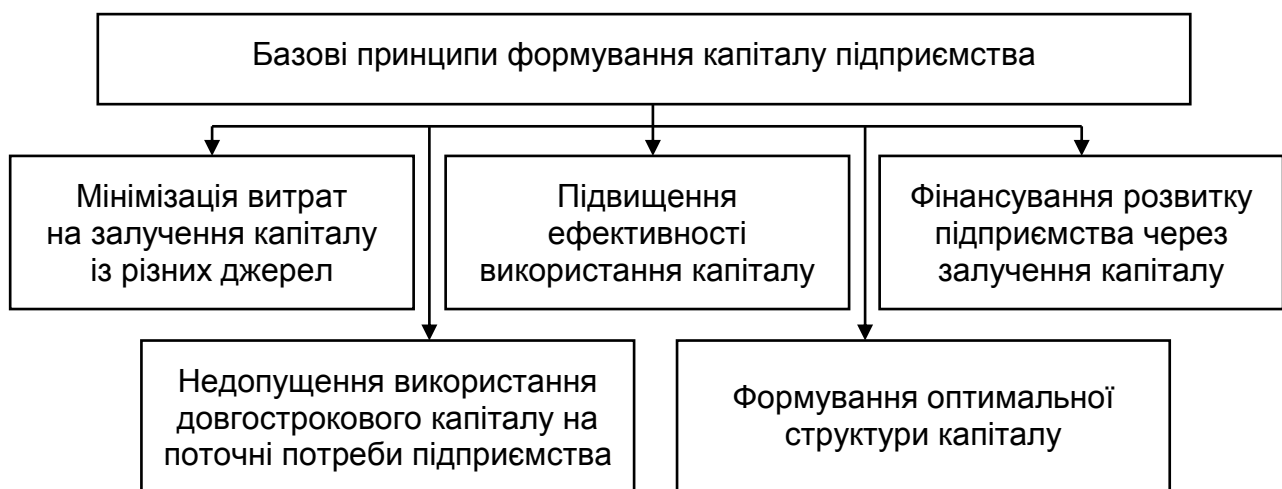


Рис. 5.1. Базові принципи формування капіталу

Визначення оптимальної структури капіталу як економічної категорії впливає з методів досягнення цієї оптимальності, серед основних критеріїв якої визначають і вартість капіталу. Найчастіше поняття оптимальної структури капіталу ототожнюють із раціональним співвідношенням власної та запозиченої частин капіталу.

Оптимальність капіталу нерозривно пов'язана з досягненням його ефективності. Неєфективна структура капіталу підприємства спричиняє

брак фінансових ресурсів, утрату фінансової стійкості та руйнування ефекту синергії діяльності, що тягне за собою появу інших факторів кризового стану підприємства.

Основні ознаки наявності ефективної структури капіталу на підприємстві, це:

- 1) інтенсивний розвиток підприємства;
- 2) безперервний виробничий процес;
- 3) висока швидкість обороту капіталу;
- 4) баланс між дохідністю капіталу та ризиками, що приймає на себе підприємство;
- 5) показник рентабельності інвестованого капіталу вищий за середньозважену вартість капіталу підприємства;
- 6) підвищення вартості підприємства з кожним наступним періодом [69].

Для кожного етапу життєвого циклу підприємства характерні цілі його розвитку, які мають бути пов'язані з метою формування фінансової структури капіталу. Основні етапи розвитку та відповідні їм цілі формування структури капіталу підприємства подані в табл. 5.1.

Таблиця 5.1

Етапи розвитку підприємства та цілі формування структури його капіталу [10]

Етапи розвитку підприємства	Мета формування капіталу
Піднесення – збільшення частки ринку	Максимізація обсягу залучених ресурсів
Пік – максимізація поточного прибутку	Мінімізація витрат на залучення капіталу
Спад – збільшення вартості підприємства	Оптимізація фінансової структури капіталу
Криза – виживання підприємства	Мінімізація ціни капіталу та фінансових ризиків

Існує ряд теоретичних концепцій, що відображають різні підходи до оптимізації структури капіталу: традиціоналістська концепція; концепція індиферентності; компромісна концепція; концепція суперечності інтересів та інші.

Однією з перших теорій фінансової структури капіталу вважається *традиціоналістська теорія*, заснована на аналізі фінансових рішень. Специфічною особливістю даної теорії є припущення: про значну залежність середньої вартості капіталу від його структури та можливості оптимізації структури капіталу на основі врахування вартості його складових, а також про те, що вартість позикового капіталу підприємства завжди нижче вартості його власного капіталу. Виходячи з тези про більш низьку вартість позикового капіталу порівняно з власним, у традиціоналістській теорії робиться висновок про те, що зменшення середньої вартості капіталу підприємства забезпечується зростанням частки позикового капіталу. Ця теза закладена в основу рекомендацій щодо оптимізації структури капіталу [3].

Зазначене дозволяє зробити висновок про те, що сама теорія та побудована на її основі модель формування структури капіталу є надмірно спрощеними і навряд чи можуть бути застосовані в сучасній практиці. У 1958 р. була висунута теорія Модільяні–Міллера [5], яка в подальшому доповнювалась і уточнювалась. У своєму первісному вигляді дана теорія отримала назву теорії *індиферентності структури капіталу* [21]. В основу концепції індиферентності покладено положення про неможливість оптимізації ні за критерієм мінімізації середньозваженої його вартості, ні за критерієм максимізації ринкової вартості підприємства, оскільки вона не впливає на ці показники. У фокусі даної концепції функціонування ринку капіталу має певні обмеження. Проте це справедливо лише в умовах прийнятих обмежень і припущень, далеких від реалій господарської практики, та має суто теоретичний характер. Разом з тим концепція формулює сукупність умов, за яких фінансова структура капіталу не впливає на ринкову вартість підприємства.

Компромісна теорія (теорія стаціонарного співвідношення), розроблена в працях М. Бреннана, Є. Шварца, Х. Леланда та інших дослідників, передбачає врахування таких реальних економічних умов, як фактор оподаткування прибутку та витрати банкрутства [78]. Вона визначає оптимальне цільове значення фінансової структури капіталу підприємства шляхом знаходження точки компромісу, відповідної мінімальної величині середньозваженої вартості капіталу з урахуванням двох факторів: оподаткування прибутку та витрат банкрутства. Разом з тим вона не враховує: витрати на доведення структури капіталу до оптимальної; економічну

поведінку менеджерів, власників, інших учасників господарського процесу, а також ряд інших факторів [4].

В основу компромісної концепції покладено положення про те, що структура капіталу формується під впливом певних умов, які визначають відповідність рівня дохідності ризику капіталу, використовуваного підприємством. У процесі оптимізації структури капіталу ці показники необхідно враховувати шляхом знаходження компромісу щодо їх впливу на загальний фінансово-господарський стан підприємства [64,78].

Отже, у традиціоналістських концепціях передбачалося, що фінансові рішення приймаються в умовах досконалого ринку, де інформація є повною та загальнодоступною, а економічна поведінка учасників – раціональною. Проте в реальному світі ринкові ціни не відображають повну інформацію, вона не є прозорою та загальнодоступною для всіх учасників ринку, тобто інформація є асиметричною, а раціональність економічних суб'єктів – обмеженою.

Теорія асиметричної інформації базується на припущенні про недосконалість ринку капіталу. Реальний ринок надає неадекватну інформацію учасникам відносно перспектив розвитку підприємства. Асиметричність проявляється в тому, що менеджери підприємства володіють більш достовірною інформацією, ніж інвестори та кредитори [10].

Окреслені обставини також враховуються і в *сигнальних теоріях* С. Росса, С. Майерс, Н. Майлуфа, М. Міллера, Д. Рока, Д. Уелча, які припускають, що асиметрія інформації може бути зменшена на основі певних сигналів для кредиторів та інвесторів шляхом ініційованої поведінки менеджерів на ринку капіталу. Теорія асиметричної інформації, яка набула поширення в західній фінансовій літературі, стверджує, що менеджери володіють більш повною інформацією, ніж власники та кредитори. Однаковий доступ до інформації, дає змогу обґрунтовано висувати вимоги до рівня дохідності інвестованого в підприємство капіталу. Повнота інформації сприяє підвищенню курсу цінних паперів. У 1996 р. американські економісти Джо А. Миррлей і В. Викрей розробили фундаментальну теорію мотивацій в умовах асиметричної інформації, за що були удостоєні звання лауреатів Нобелівської премії з економіки. Положення про асиметрію інформації закладено також в основу *концепції суперечностей інтересів*, а також сучасних *поведінкових теорій* [41].

Концепція агентської проблеми припускає, що менеджмент може приймати рішення, які суперечать інтересам власників. Відповідно, необхідні

витрати з відстеження його дій. Завданням фінансового менеджера є прийняття в інтересах акціонерів рішень, які б збільшували ринкову вартість акцій компанії.

Очікується, що це позитивно вплине на зростання курсової вартості акцій, проте це є досить ризикованим. Власники будуть підтримувати даний проект, а менеджери – ні, тому що існує ймовірність невдачі і менеджери ризикують втратити роботу. Якщо керівництво відмовиться від реалізації проекту, то акціонери можуть втратити можливість отримання високого потенційного доходу. Тому, ухвалюючи рішення щодо використання капіталу компанії в частині нерозподіленого прибутку, власники завжди будуть голосувати за виплату дивідендів, а менеджери – за розширення виробництва. Це один із прикладів виникнення агентських витрат у формі упущеної вигоди акціонерів.

Урахування інтересів різних сторін у процесі оптимізації структури капіталу закладене в основу *теорії стейкхолдерів*. *Стейкхолдери* – зацікавлені особи, які є представниками внутрішніх і зовнішніх груп, що здатні впливати або зазнавати впливу з боку компанії. Різноманітність їх інтересів, різна оцінка допустимого ризику породжують умови для конфлікту інтересів, що вносить певні корективи в процес оптимізації фінансової структури капіталу [4].

Поведінкові теорії (теорії відстеження ринку, автономії інвестицій менеджерів, інформаційних каскадів тощо), використовуючи дані численних емпіричних досліджень, намагаються описати те, як у реальності відбувається ухвалення фінансових рішень щодо формування структури капіталу.

Відповідно до *теорії відстеження ринку*, співвідношення боргу та капіталу визначається ринковою динамікою. Таким чином, відстеження ринку й отримання вигоди з поточного недооцінення або переоцінки капіталу визначає структуру капіталу, що й вважається оптимальною стратегією [10].

Теорія автономії інвестицій менеджерів розвиває положення *теорії відстеження ринку*, встановлюючи зв'язок між менеджерськими рішеннями щодо емісії акцій та їх ринковою ціною. Згідно з даною теорією менеджери реалізують тільки ті рішення, які, за їх розрахунками, будуть прийнятні інвесторами та, відповідно, позитивно позначаться на ринковій вартості підприємства. Коли ринкова вартість акцій підприємства та ступінь очікування менеджерів та інвесторів високі, підприємство здійснює додаткову емісію акцій, а в протилежній ситуації – випускає боргові інструменти.

Зазначені підходи передбачають наявність розвинутого фондового ринку та доступність інформації про нього, наявність достатньої кількості підприємств, акції яких здійснюють вільний обіг і підлягають котируванню.

В основу *теорії інформаційних каскадів*, запропонованої С. Біхчандані, Д. Хіршляйфером та І. Уелчем, закладена імітаційна поведінка економічних агентів. Дана теорія припускає, що з метою економії витрат і уникнення помилок структура капіталу може формуватися виходячи не з розрахунків оптимальної структури або залежно від доступних в різні періоди життя компанії джерел фінансування, а запозичується в інших компаніях, що мають успішних, авторитетних менеджерів, а також з використанням найбільш популярних методів управління структурою капіталу [41].

У цілому розглянуті теорії в тій чи іншій мірі беруть до уваги фактори, що визначають фінансову структуру капіталу. Слушним є висновок Є. Бріггема, що жодні теоретичні підходи до структури капіталу не дають чіткої відповіді на питання щодо можливості її оптимізації. Отже, неможливо знайти оптимальну структуру за допомогою лише кількісних моделей, а визначення цільової структури передбачає виявлення впливу факторів як кількісного, так і якісного характеру [41]. На думку більшості науковців, сукупність даних факторів може бути класифікована за місцем виникнення та характером впливу.

Узагальнення концепцій оптимальності структури капіталу подано в табл. 5.2.

Таблиця 5.2

Узагальнення концепцій оптимальності структури капіталу

Концепції	Характеристика
Традиціоналістська	Оптимізація структури капіталу здійснюється шляхом визначення окремої вартості складових капіталу
Концепція індиферентності структури капіталу	Капітал підприємства не здійснює впливу на ринкову вартість. Підприємство має оптимізувати активи
Компромісна концепція	Оптимізація структури капіталу здійснюється з урахуванням як рівня прибутковості, так і можливих фінансових ризиків
Концепція суперечності інтересів	В її основу закладена відмінність інтересів і рівня інформованості власників, інвесторів, кредиторів і менеджерів у процесі управління ефективністю капіталу

Фактори формування оптимальної структури капіталу:

1) *галузеві особливості операційної діяльності підприємства*. Підприємства з високим рівнем фондомісткості мають нижчий кредитний рейтинг, тому повинні розраховувати на власний капітал. Чим коротший період операційного циклу, тим більшою мірою можна використовувати позиковий капітал;

2) *стадія життєвого циклу підприємства*. На ранніх стадіях життєвого циклу підприємства можуть в більшому обсязі залучати позиковий капітал (хоч вартість його може бути вищою від середньоринкової, оскільки рівень фінансових ризиків вищий). На стадіях зрілості підприємствам доцільно спиратись переважно на власний капітал;

3) *кон'юнктура товарного ринку*. За умов несприятливої кон'юнктури товарного ринку підприємствам доцільно зменшувати обсяг використання позикового капіталу;

4) *кон'юнктура фінансового ринку*. У разі зростання вартості позикового капіталу диференціал фінансового левериджу може набувати від'ємного значення. Зі зниженням цієї вартості знижується ефективність використання довготермінового позикового капіталу, отриманого раніше;

5) *прибутковість діяльності*. За високого рівня рентабельності зростає кредитний рейтинг підприємства. Проте у цьому разі підприємство має змогу задовільнити потребу в додатковому капіталі через капіталізацію значної частки чистого прибутку;

6) *ставлення кредиторів до підприємства*. За фінансово-господарського становища підприємства, коли кредитори конкурують за право надати підприємству кредит, доцільно збільшувати обсяги позикових коштів. Збільшити частку позикового капіталу також можна, якщо кредитна історія підприємства є позитивною;

7) *рівень оподаткування*. Чим нижчі ставки на прибуток і більше податкових пільг, тим менша різниця між використанням власного та позикового капіталу (ефект «податкового щита» у використанні позикового капіталу зменшується);

8) *фінансовий менталітет власників і менеджерів підприємства*. Якщо власники та менеджери не схильні до високого рівня ризику, то вони обирають консервативний підхід до фінансування діяльності підприємства, тобто в основному за рахунок власного капіталу. За агресивного підходу позиковий капітал використовують у максимально можливому обсязі. Для збереження фінансового контролю за управлінням підприємством

(контрольного пакету акцій чи контрольного обсягу пайового внеску) доцільно формувати додатковий капітал за рахунок позикових коштів.

Процес **формування оптимальної структури капіталу** підприємства з урахуванням зазначених факторів здійснюється за такими критеріями.

1. *Максимізація рівня рентабельності власного капіталу* передбачає використання механізму фінансового левериджу. *Фінансовий леверидж* – це використання підприємством позикового капіталу, яке впливає на зміну дохідності власного капіталу, даючи можливість отримувати додатковий прибуток на власний капітал. Показник, який відображає рівень додаткового прибутку на власний капітал за різних варіантів структури капіталу, називають *ефектом фінансового левериджу*.

Розрахунок ефекту фінансового левериджу (ЕФЛ) можна проводити за формулою (5.1):

$$ЕФЛ = (1 - Сн) \times (ЕР - СРСВ) \times (ПК/ВК) \quad (5.1)$$

де $Сн$ – ставка податку на прибуток,

$ЕР$ – коефіцієнт валової рентабельності активів (економічна рентабельність), %,

$СРСВ$ – вартість позикового капіталу (середня відсоткова ставка за користування позиковим капіталом), %,

$ПК$ – обсяг використаного позикового капіталу, грн,

$ВК$ – обсяг власного капіталу підприємства, грн.

Економісти вважають, що ефект фінансового важеля повинен у середньому дорівнювати половині рівня економічної рентабельності активів. Лише за таких умов підприємство буде спроможне компенсувати податкові виплати та забезпечити власним коштом гідну віддачу [4, 41].

2. *Мінімізація вартості капіталу* заснована на попередньому оцінюванні вартості власного та залученого капіталу та багатоваріантних розрахунках середньозваженої вартості капіталу.

3. *Мінімізація рівня фінансових ризиків* пов'язана з процесом диференційованого вибору джерел фінансування складових активів підприємства. З цією метою всі активи розподіляють на три групи:

а) необоротні активи;

б) постійна частина оборотних активів – це незмінна їх частина, яка не залежить від змін обсягу діяльності та не пов'язана з формуванням

запасів сезонного зберігання, довгострокового забезпечення; розглядається як незнижуваний мінімум оборотних активів, необхідний підприємству для здійснення поточної операційної діяльності;

в) змінна частина оборотних активів – варіативна частина оборотних активів, яка пов'язана зі збільшенням обсягу випуску продукції відповідно до сезону, із необхідністю формування товарних запасів сезонного зберігання, довгострокового завезення та цільового призначення.

У свою чергу, підприємства можуть використовувати три різні **підходи до фінансування груп активів підприємства** [37]:

1) *консервативний підхід* передбачає використання власного капіталу і довгострокових зобов'язань для формування необоротних активів, постійної частини та половини змінної частини оборотних активів;

2) *агресивний підхід* спрямований на використання власного капіталу та довгострокових зобов'язань для фінансування необоротних активів і лише половини постійної частини оборотних активів. Змінна частина та половина постійної частини оборотних активів формуються за рахунок короткострокового позикового капіталу;

3) *компромісний підхід* полягає у фінансуванні необоротних активів і постійної частини оборотних активів за рахунок власного капіталу та довгострокових зобов'язань. Змінна частина оборотних активів фінансується за рахунок короткострокових зобов'язань.

Залежно від ставлення до фінансових ризиків менеджери або власники підприємства обирають один із зазначених підходів до фінансування різних груп активів [37].

Підсумовуючи, варто зазначити одностайність позиції більшості дослідників щодо оптимальної структури капіталу, яка значною мірою впливає на зростання вартості підприємства та на ринкову вартість його цінних паперів на фондовому ринку.

5.2. Визначення впливу вартості капіталу на ринкову вартість підприємства

Від того, яку суму підприємство заплатить за користування капіталом, залежить його фінансовий результат та ринкова вартість. Отже, в межах управління вартістю підприємства визначення вартості капіталу

й управління нею – важливий аспект, який потребує постійної уваги менеджерів.

Вартість капіталу (Cost of Capital) – ціна, яку необхідно заплатити за використання капіталу, розрахована як відсоток до його обсягу.

Поняття вартості капіталу широко використовують для вирішення багатьох завдань, а саме:

- забезпечення вимог інвесторів щодо віддачі на вкладений капітал;
- формування раціональних напрямів інвестування;
- управління структурою джерел фінансування;
- зміцнення платоспроможності підприємства в довгостроковому періоді тощо.

До **базових принципів оцінювання вартості капіталу** відносяться:

- принцип поелементного оцінювання;
- інтегральної (узагальнювальної) вартості;
- співвідношення власного та позикового капіталу;
- динамічної оцінки;
- взаємозв'язок оцінювання поточної та майбутньої вартості.

Доцільно розглянути основні формули, які дозволяють визначити вартість залучення капіталу із різних джерел.

Вартість залучення капіталу за рахунок прибутку ($ВК_n$), що залишається в розпорядженні підприємства, визначається як недоотриманий прибуток від вкладення її в інші джерела:

$$ВК_n = \frac{ПР}{ВлК} \times 100 \%, \quad (5.2)$$

де ПР – прибуток;

ВлК – власний капітал.

Вартість залучення капіталу за рахунок додаткової емісії ($ВК_e$):

$$ВК_e = \frac{K_a \times Д}{СК_a \times (1 - В_e)}, \quad (5.3)$$

де K_a – кількість акцій, що емітуються;

Д – дисконтовані дивіденди, виплачені по акціях;

СК_a – вартість капіталу, що залучається за рахунок емісії;

В_e – витрати на емісію.

Вартість залученого капіталу за рахунок кредиту банку ($ВК_б$):

$$ВК_б = \frac{C_п \times (1 - П_п)}{1 - В_к}, \quad (5.4)$$

де $C_п$ – відсоткова ставка за кредитом (грн);

$П_п$ – ставка податку з прибутку;

$В_к$ – витрати на оформлення та отримання кредиту.

Вартість залученого капіталу за рахунок випуску облігацій ($ВК_о$):

$$ВК_о = \frac{C_{кп} \times (1 - П_п)}{1 - В_е}, \quad (5.5)$$

де $C_{кп}$ – ставка купонних виплат за облігаціями;

$В_е$ – витрати на емісію.

Загальна (середньозважена) вартість капіталу (ЗВК) може бути розрахована за такою формулою:

$$ЗВК = \frac{\sum Y_i \times ВК_i}{100}, \quad (5.6)$$

де Y_i – питома вага і-го виду капіталу у відсотках у загальному капіталі підприємства;

$ВК_i$ – вартість притягнутого капіталу з і-го джерела.

Для пошуку оптимально структури капіталу використовують *показник ефективності залученого позикового капіталу*, або ефективність фінансового важеля (ЕФВ):

$$ЕФВ = (1 - П_п) \times (R_a - В_к) \times \frac{ПК}{ВК} \times 100\%, \quad (5.7)$$

де $П_п$ – ставка податку на прибуток;

R_a – рівень рентабельності використання активів;

$В_к$ – вартість капіталу;

ПК – сума (або питома вага) позикового капіталу;

ВК – сума (або питома вага) власного капіталу.

Середньозважена вартість капіталу (weighted average cost of capital; WACC) – середня ціна, яку підприємство платить за використання сукупного капіталу, сформованого з різних джерел. Вона характеризує середнє значення вартості капіталу, залученого з кожного конкретного джерела, зваженої на питому вагу кожного джерела в загальній сумі використаного капіталу. Економічний сенс WACC полягає головним чином у визначенні вартості грошової одиниці, що залучається підприємством. Основне призначення WACC полягає в тому, щоб використовувати отримане значення в якості коефіцієнта дисконтування для визначення ринкової вартості підприємства з використанням дохідного підходу. Отже, середньозважена вартість капіталу прямо впливає на вартість підприємства.

Середньозважена вартість капіталу – відносно стабільна величина. Вона характеризує сформовану структуру капіталу. У даному випадку оптимальність необхідно розуміти дещо умовно: так як вона нерідко має вимушений характер, оскільки власники та керівництво підприємства, можливо, бажали б змінити структуру джерел, проте неможливо через певні об'єктивні та суб'єктивні обставини; однак якщо вже сформована структура вважається задовільною, то тоді саме вона повинна підтримуватися з метою залучення нових джерел коштів для фінансування діяльності підприємства [71].

Оцінювання середньозваженої вартості капіталу необхідне для вирішення багатьох завдань в управлінні вартістю підприємства. Воно допомагає залученню вартості капіталу, вибору варіантів фінансування проектів, необхідних для реалізації фінансової стратегії. Існує два підходи у виборі ваг. У першому випадку ваги беруться виходячи з ринкових оцінок складових капіталу, у другому – виходячи з балансових оцінок. Обидва підходи часто використовують на практиці. Критерієм вибору підходу служить доступність необхідної для його використання інформації. Точність розрахунку WACC особливо важлива для визначення вартості підприємства. Вона залежить від того, наскільки точно розраховані значення вартості капіталу окремих джерел підприємства. Однак жодна прогнозна оцінка не дає абсолютної точності оцінюваного показника, тому моделі, використовувані в кінцевому підсумку для розрахунку середньозваженої вартості капіталу, не зважають ідеальними. Проте вони є прийнятними для аналітичних цілей [71]. Якщо говорити про динаміку

середньозваженої вартості капіталу та її вплив на вартість підприємства, то єдиної думки щодо даного питання немає. Єдине, що вважається безперечним, це твердження про те, що за інших рівних умов скорочення WACC сприяє підвищенню вартості підприємства, а також збільшенню дохідності акцій підприємства. У будь-якому випадку дана оцінка – досить ефективний інструмент аналізу. Її використання допомагає організувати потужне стратегічне управління в частині фінансів. Оскільки однією з основних стратегічних фінансових цілей виступає ринкова вартість підприємства. Саме середньозважена вартість капіталу дозволяє оцінювати ринкову вартість та приймати необхідні фінансові рішення для управління нею.

Висновки

Вартість капіталу для підприємства – одна із базових характеристик, які описують вартість підприємства та грошового потоку, який генерує підприємство.

Рекомендована література: [4; 5; 6; 7; 12; 24; 26; 27; 33; 42; 46; 52; 67; 68; 73; 75; 78].

Практична частина

Запитання для самоконтролю

1. Конкретизуйте критерії оптимізації структури капіталу.
2. Надайте порівняльну характеристику різним джерелам залучення капіталу для підприємства.
3. Визначте основні форми та методи раціоналізації структури капіталу за критерієм вартості підприємства.
4. Систематизуйте підходи до оцінювання вартості капіталу підприємства.
5. Розробіть напрями мінімізації вартості капіталу для вашого підприємства бази-практики.

6. Надайте порівняльну характеристику методів і критерії визначення оптимальної структури капіталу та вартості підприємства.

7. За допомогою якого показника можна визначити раціональність структури капіталу на підприємстві та доцільність залучення позикового капіталу?

8. Визначте етапи проведення оптимізації структури капіталу для максимізації ринкової вартості капіталу.

9. Наведіть приклади визначення вартості капіталу залученого через емісію облігацій.

Тести

1. Які види капіталу ви можете назвати:

- а) тимчасовий;
- б) власний;
- в) позиковий;
- г) короткостроковий;
- д) безкоштовний?

2. Які підходи до фінансування активів за рахунок різних видів капіталу ви можете назвати:

- а) компромісний;
- б) консервативний;
- в) ідеальний;
- г) агресивний;
- д) рівномірний?

3. До оцінювання вартості підприємства належать принципи:

- а) корисності;
- б) централізації;
- в) очікування;
- г) декомпозиції;
- д) ефективного використання.

4. Основні ознаки наявності ефективної структури капіталу на підприємстві – це:

- а) баланс між дохідністю капіталу та ризиками, що бере на себе підприємство;
- б) інтенсивний розвиток підприємства;

- в) висока швидкість обороту капіталу;
- г) показник рентабельності інвестованого капіталу нижчий за середньозважену вартість капіталу підприємства;
- д) безперервний виробничий процес.

5. Процес формування оптимальної структури капіталу підприємства факторів здійснюється за такими критеріями:

а) мінімізація рівня фінансових ризиків пов'язана з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових активів підприємства;

б) мінімізація вартості капіталу заснована на попередньому оцінюванні вартості власного та залученого капіталу та багатоваріантних розрахунках середньозваженої вартості капіталу;

в) мінімізація рівня фінансових ризиків пов'язана з процесом формування капіталу тільки з власних джерел;

г) скорочення середньозваженої вартості капіталу з постійним порівнянням цього показника з рентабельністю активів;

д) максимізація рівня рентабельності власного капіталу передбачає використання механізму фінансового левериджу.

6. Які характеристики відповідають концепції індиферентності структури капіталу:

а) оптимізація структури капіталу здійснюється шляхом визначення окремої вартості складових капіталу;

б) капітал підприємства не здійснює впливу на ринкову вартість. Підприємство має оптимізувати активи;

в) оптимізація структури капіталу здійснюється з врахуванням як рівня прибутковості, так і можливих фінансових ризиків;

г) в її основу закладена відмінність інтересів і рівня інформованості власників, інвесторів, кредиторів і менеджерів у процесі управління ефективністю капіталу, вирівнювання яких викликає збільшення вартості окремих його елементів;

д) оптимізація структури капіталу здійснюється з урахуванням як рівня рентабельності, так і зношеності активів?

7. Згідно з концепцією WACC на середньозважену вартість капіталу безпосередньо впливають такі фактори:

а) структура капіталу;

б) ставка податку на прибуток підприємства;

- в) величина необоротних активів;
- г) показник абсолютної ліквідності;
- д) грошовий потік від фінансової діяльності підприємств.

8. Які характеристики відповідають традиціоналістській концепції структури капіталу:

а) оптимізація структури капіталу здійснюється шляхом визначення окремої вартості складових капіталу;

б) капітал підприємства не здійснює впливу на ринкову вартість. Підприємство має оптимізувати активи;

в) оптимізація структури капіталу здійснюється з врахуванням як рівня прибутковості, так і можливих фінансових ризиків;

г) в її основу закладена відмінність інтересів і рівня інформованості власників, інвесторів, кредиторів і менеджерів у процесі управління ефективністю капіталу, вирівнювання яких викликає збільшення вартості окремих його елементів;

д) оптимізація структури капіталу здійснюється з врахуванням як рівня рентабельності, так і зношеності активів?

9. Які характеристики відповідають концепції суперечності інтересів:

а) оптимізація структури капіталу здійснюється шляхом визначення окремої вартості складових капіталу;

б) капітал підприємства не здійснює впливу на ринкову вартість. Підприємство має оптимізувати активи;

в) оптимізація структури капіталу здійснюється з врахуванням як рівня прибутковості, так і можливих фінансових ризиків;

г) в основі її положення лежить відмінність інтересів і рівня інформованості власників, інвесторів, кредиторів і менеджерів у процесі управління ефективністю капіталу, вирівнювання яких викликає збільшення вартості окремих його елементів;

д) оптимізація структури капіталу здійснюється з врахуванням як рівня рентабельності, так і зношеності активів?

10. До базових принципів оцінювання вартості капіталу не належить принцип:

- а) поелементної оцінки;
- б) статичної оцінки;
- в) співвідношення власного та позикового капіталу;

- г) інтегральної (узагальнювальної) вартості;
- д) взаємозв'язку оцінки поточної та майбутньої вартості .

Практичні завдання

Завдання 5.1. Фінансування відновлення активів підприємства можна провести такими способами: за рахунок власних джерел; за рахунок банківського кредиту; на умовах лізингу. Вартість активу – 60 грн, термін експлуатації – п'ять років, авансовий лізинговий платіж 5 % від вартості активу. Регулярний лізинговий платіж 20 грн/рік, ліквідаційна вартість активу після передбаченого терміну експлуатації прогнозується в сумі 10 грн. Середня ставка за банківським кредитом 15 % річних.

Завдання 5.2. Підприємство планує збільшити оборотний капітал на 2 млн грн. Можливі три варіанти фінансування:

скористатися комерційним кредитом протягом року, відмовляючись від знижки, наданої на умовах 2/10 нетто 30;

узяти кредит у банку під 30 % річних; дана операція вимагає підтримки 14 % резервного залишку на рахунок;

емітувати вексель зі ставкою 19 % річних. Витрати, пов'язані з емісією та розміщенням, складають 40 000 грн за дванадцять місяців.

Оперуючи цими даними, необхідно:

визначити кращий варіант фінансування;

визначити граничний відсоток банківської позики, за якого даний варіант фінансування більш вигідний;

визначити, яким має бути термін комерційного кредиту, щоб даний вид фінансування не перевищував емісії векселя.

Завдання 5.3. Підприємство «Перлина» (базовий баланс якого наведено в табл. 5.3) планує оновити основні засоби з метою освоєння виробництва нового виду зубної пасти. Для цього необхідно залучити 800 тис. грн. Аналітики підприємства розробили схему залучення капіталу для придбання обладнання (табл. 5.4). Очікується, що введення в експлуатацію нового обладнання та випуск нового виду продукції забезпечить підприємству прибуток у 25 % від вартості обладнання вже в перший рік.

Таблиця 5.3

Базовий баланс підприємства «Перлина»

Актив	Сума, тис грн	Пасив	Сума, тис грн
Необоротні активи	2 000	Власний капітал	3 000
Оборотні активи	7 000	Довгострокові зобов'язання	5 000
		Короткострокові зобов'язання	1 000
Баланс	9 000	Баланс	9 000

Таблиця 5.4

Схема залучення капіталу для придбання обладнання

Джерело залучення капіталу	Частка в позиковому капіталі	Умови залучення капіталу
Банківський кредит (короткостроковий)	20 %	27 % річних, підтримка постійного залишку на рахунку – 11 %
Емісія облігацій	50 %	дисконт 22 %, емісійні витрати – 3 000 грн
Банківський кредит (довгостроковий)	30 %	32 % річних, витрати на підготовку документів – 7 000 грн

Треба оцінити ефективність залучення капіталу, зробити висновки, надати пропозиції щодо оптимізації процесу оновлення обладнання. Пояснити, як оновлення обладнання вплине на ринкову вартість підприємства.

Розділ 6. Взаємозв'язок інвестиційної діяльності й управління вартістю підприємства

Мета – визначити напрями управління інвестиційною діяльністю підприємства для максимізації її ринкової вартості, систематизувати підходи до діагностики й управління інвестиційною привабливістю підприємства в сучасних умовах функціонування вітчизняних підприємств.

Основні питання

6.1. Визначення основних показників ефективності інвестиційної діяльності підприємства.

6.2. Узгодження процесу управління інвестиційною привабливістю та вартістю підприємства.

Компетентності, що формуються за темою:

знання: базових підходів до максимізації вартості підприємства через застосування інструментарію управління інвестиційною діяльністю підприємства; принципів та інструментів ведення інвестиційної діяльності на підприємствах;

уміння: керувати вартістю підприємства на основі управління грошовими потоками від інвестиційної діяльності підприємства; приймати управлінські рішення, спрямовані на збільшення грошових потоків від інвестиційної діяльності; визначати інвестиційну привабливість підприємства;

комунікації: здатність здійснювати управління вартістю підприємства на основі проведення інвестиційних операцій, здатність залучати інвестиції;

автономність і відповідальність: відповідальність за прийняття інвестиційного рішення, спрямованого на збільшення ринкової вартості підприємства.

Ключові терміни: інвестиції, інвестиційна діяльність, інвестиційна привабливість підприємства, оновлення основних засобів, залучення капіталу, показники ефективності інвестиційної діяльності.

6.1. Визначення основних показників ефективності інвестиційної діяльності підприємства

Інвестиційна діяльність створює для підприємства одне з джерел формування грошового потоку, який, в свою чергу, формує вартість самого підприємства. На жаль, сьогодні вітчизняні підприємства відчувають брак інвестиційних ресурсів, у результаті чого постає проблема пошуку оптимального підходу до визначення ефективності інвестиційної діяльності.

Ефективність кожного підприємства визначається насамперед активізацією інвестиційної діяльності. Основним мотивом для здійснення останньої є отримання доданої вартості, що забезпечується вкладенням інвестиційних ресурсів. Виконання даної умови особливо важливо, якщо підприємство діє в умовах конкурентного ринкового середовища. У зв'язку з цим особлива увага повинна приділятися дослідженням, спрямованим на підвищення ефективності управління інвестиціями – як напрямку максимізації вартості підприємства [40].

Потреба в оцінюванні ефективності використання капіталу, а отже, і інвестиційних ресурсів, поширила застосування в економічній практиці *показника доданої вартості* (EVA – Economic Value Added). EVA характеризує економічний прибуток організації, тобто визначає обсяг отриманого доходу з урахуванням упущеної вигоди, яка виникає через неможливість вкласти інвестиційні ресурси альтернативним способом. Під показником EVA розуміють чистий прибуток від виробничої діяльності, зменшений на витрати на капітал. Найбільш доцільно в якості індикатора ефективності управління інвестиційними ресурсами організації використовувати таку формулу розрахунку даного показника [80]:

$$EVA = IK \times (R_I - W_{SK}), \quad (6.1)$$

де IK – інвестиційні ресурси, сформовані з власних і позикових фінансових джерел організації;

R_I – рентабельність інвестованих в розширене відтворення фінансових ресурсів;

W_{SK} – середньозважена вартість інвестиційних коштів.

Об'єктивною передумовою використання даної інтерпретації розрахунку доданої вартості є безпосередній облік величини інвестованих

ресурсів у взаємозв'язку з показниками ефективності їх вкладення. Необхідно навести альтернативні варіанти визначення доцільності здійснення інвестиційної діяльності, використовувані для оцінювання ефективності інвестиційних проектів.

Чиста приведена вартість (NPV) – це приведена вартість чистих грошових потоків проекту за вирахуванням початкових інвестицій, необхідних для його реалізації:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - ICO, \quad (6.2)$$

де CF – грошовий потік відповідного періоду t;

k – необхідна мінімальна ставка прибутковості або вартість капіталу проекту;

ICO – вартість початкових інвестицій;

n – термін життя проекту.

Метод внутрішньої ставки прибутковості інвестицій (IRR) – ставка дисконтування, за якої приведена вартість майбутніх грошових надходжень від реалізації інвестиційного проекту дорівнює вартості початкових інвестицій:

$$IRR = k_a + (k_b - k_a) \times \frac{NPV_a}{NPV_a - NPV_b}, \quad (6.3)$$

де a і b – відповідні періоди.

Коефіцієнт прибутковості (індекс рентабельності) (PI) – відношення приведеної вартості майбутніх чистих грошових потоків проекту до початкових інвестицій за цим проектом:

$$PI = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} / ICO \quad \text{або} \quad PI = \sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+k)^t} / \sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+k)^t}, \quad (6.4)$$

де CIF – вхідні потоки грошових коштів;

COF – вихідні потоки грошових коштів.

Порівняльна характеристика EVA з показниками економічної оцінки ефективності управління інвестиційною діяльністю, що є найбільш використовуваними, подана в табл. 6.1.

**Порівняльна характеристика показників оцінки ефективності
інвестицій [80]**

Фактори	Показники				
	NPV	IRR	ROE	ROI	EVA
Як визначається	За певним проектом		За фінансовою звітністю		На основі чистого прибутку
Наявність точного графіка платежів	Необхідно		Не потрібно		
Діапазон ефективності інвестицій	Тільки за певним проектом		За підрозділом, операцією, проектом		У цілому за підприємством
Залежність від методів обліку	Існує				Відсутнє
Стратегічна ефективність застосування	Низька		Середня	Низька	Висока

За допомогою досліджуваного показника визначається ефективність інвестиційного менеджменту для всього господарювання, тоді як розрахунок чистої поточної вартості призначений переважно для оцінювання інвестиційної привабливості окремих проектів.

Розрахунок EVA проводять за кожним окремим періодом функціонування суб'єкта господарювання без урахування обліку минулих і прогнозу майбутніх подій, виходячи з оціненої на основі фінансової звітності величини залученого капіталу. Таким чином, за допомогою даного показника значно легше проводити порівняльний аналіз планових показників інвестиційного проекту з фактично досягнутими.

Тривалий час способи вимірювання ефективності інвестиційної діяльності підприємств були відносно простими, оскільки передбачалося, що їх прагнення до максимізації прибутку спрощує вимірювання ефективності. Поява збалансованої системи показників та інших сучасних концепцій стала сигналом того, наскільки складним і трудомістким процесом є вимірювання ефективності. Еволюція показників ефективності обумовлена переходом від операційного менеджменту до вартісно-орієнтованого, розширенням кута зору фінансових менеджерів і економістів. У зв'язку з цим уявляється можливим і доцільним згрупувати пропоновані в сучасній економічній літературі методи оцінювання ефективності інвестиційної діяльності в методичні підходи (рис. 6.1) [8].



Рис. 6.1. Підходи до оцінювання ефективності інвестиційної діяльності підприємства

Сьогодні більшість підприємств використовують *традиційні показники оцінювання ефективності інвестиційної діяльності* – такі, як: розмір прибутку, маржинальний дохід, обсяг продажів, загальну величину доходів тощо. Проте вони не дають комплексного уявлення про вартість підприємства. У сучасних умовах досить складно оцінити й обґрунтувати ефективність прийнятих управлінських рішень, ухвалених у ході здійснення інвестиційної діяльності. По-перше, реалізація багатьох інвестиційних проектів здійснюється без належного врахування дії законів ринкової економіки; по-друге, на багатьох підприємствах відсутня система інвестиційного менеджменту [8].

У цілому, можна зазначити, що визначення ефективності управління інвестиціями найбільш доцільно проводити з урахуванням розрахунку *рівня доданої вартості*, отримуваної підприємствами від реалізації інвестиційних програм і проектів. До основних переваг цього методу можна віднести: можливість оцінювання доданої вартості, забезпеченої інвестиціями; поєднання елементів вартісного та витратного підходів; можливість урахування інвестиційних ризиків; підвищення точності результатів стратегічного аналізу, вибору стратегії розвитку, здійснення інвестиційного планування та прогнозування; можливість не тільки враховувати, але і прогнозувати обсяги грошових потоків [80]. Ухвалюючи рішення про вкладання коштів, інвестор визначає, яке саме підприємство обрати для

інвестування. Послідовність дій інвестора у процесі прийняття рішення про капітальні вкладення схематизовано на рис. 6.2.

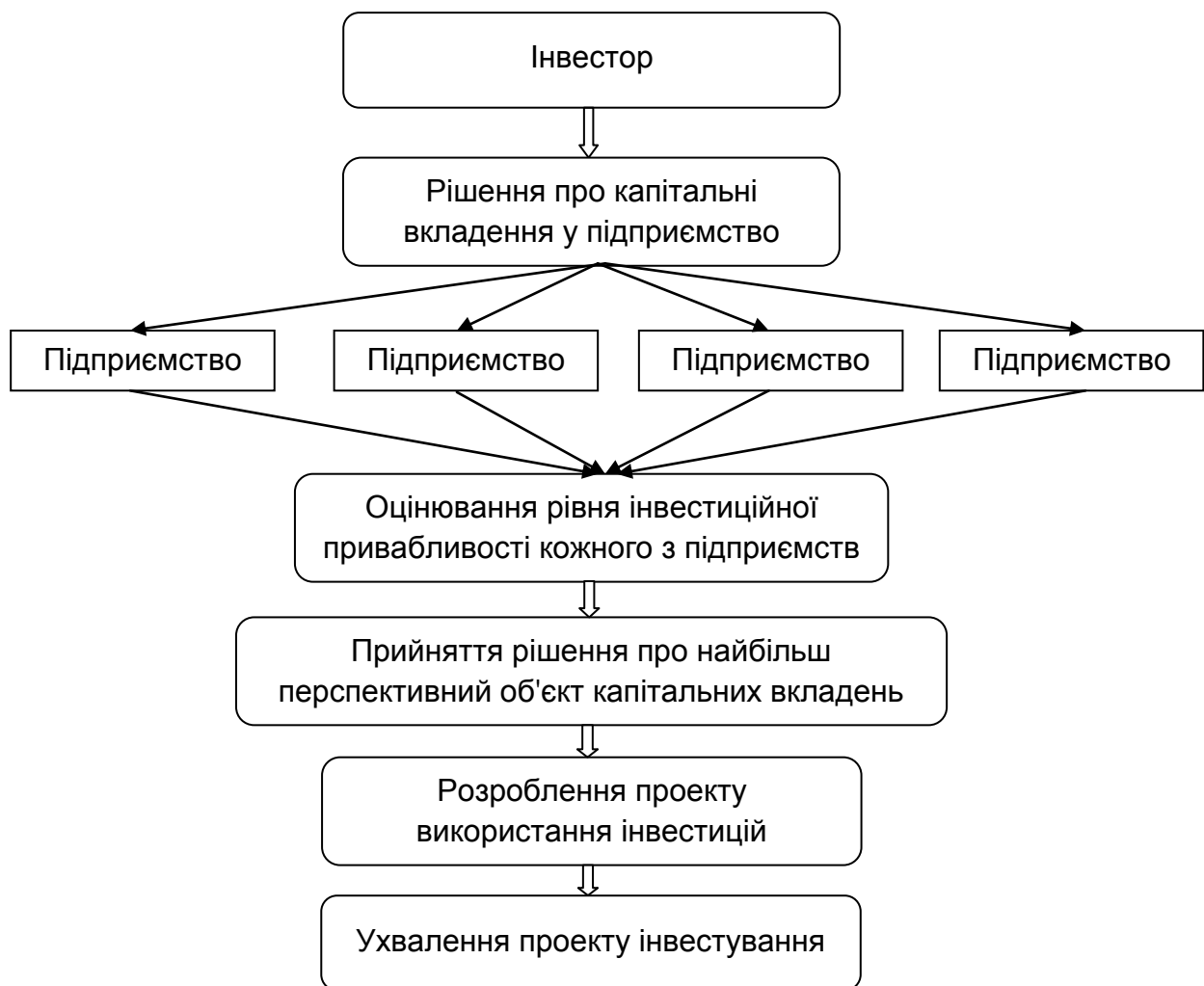


Рис. 6.2. Послідовність дій інвестора під час прийняття рішення про капітальні вкладення

Кошти отримує інвестиційно привабливіший об'єкт вкладення інвестицій. Отже, першочерговим завданням, виконання якого зумовлює успіх у цій конкурентній боротьбі, є максимальне підвищення інвестиційної привабливості. Першим кроком вирішення даного завдання буде визначення дійсного рівня інвестиційної привабливості того чи іншого об'єкта. Тобто є необхідність у кваліфікованому оцінюванні багаторівневої інвестиційної привабливості: міжнародної, внутрішньодержавної (секторної, міжгалузевої, внутрішньогалузевої, конкретного підприємства, проекту).

Саме на цьому кроці управлінці стикаються з труднощами, оскільки досить важко у повній мірі оцінити рівень інвестиційної привабливості.

Це питання регулюється законодавчими актами, але затверджена методика дещо складна, а розрахунок інтегрального показника надзвичайно трудомісткий. Процес інвестування передбачає здійснення суб'єктно-об'єктних відносин з приводу генерування, перерозподілу та споживання капіталу. Замовником проведення оцінювання інвестиційної привабливості може бути як суб'єкт, так і об'єкт інвестування. Кожен з них дбає про свої цілі, спрямовані на реалізацію перерозподілу та споживання капіталу, тобто інвестування. Тому виникає проблема реальності результатів оцінювання інвестиційної привабливості (надалі – ІП). Результати оцінювання рівня ІП повинні бути максимально об'єктивними та незалежними від інтересів оцінювання. Отже, цілі інвесторів і керівників підприємства не повинні впливати на результати розрахунків.

Ланцюг цілей оцінювання інвестиційної привабливості для об'єкта інвестування зображений на рис. 6.3.

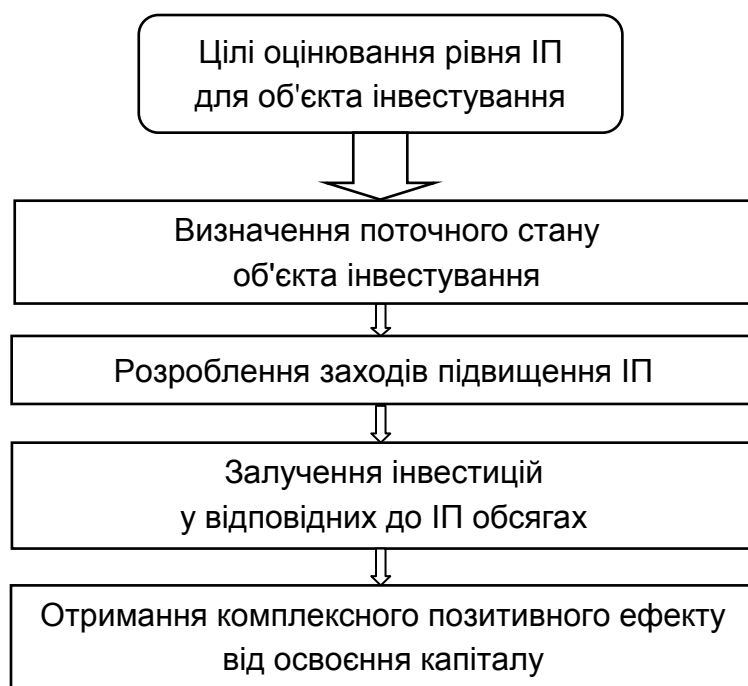


Рис. 6.3. Ланцюг цілей оцінювання інвестиційної привабливості для об'єкта інвестування

Характерна риса успішного інвестування – обов'язкова присутність подвійного ефекту: позитивних наслідків як для суб'єкта інвестування (інвестора), так для об'єкта (реципієнта). Ураховуючи багатогранність впливу вкладання капіталу у привабливі об'єкти, мету залучення іноземного капіталу слід розглядати як комплекс цілей із двостороннім ефектом [64].

Інвестиційна привабливість має розглядатись не тільки як фінансово-економічний показник, а й як модель кількісних та якісних показників – оцінок зовнішнього (політичного, економічного, соціального, правового) та внутрішнього середовища – позиціонування об'єкта у зовнішньому середовищі, оцінка його економічного, фінансового, технічного потенціалу. Це дає змогу варіювати кінцевий результат.

Ефективність інвестиційної діяльності впливає не лише на ринкову вартість підприємства, але й на ринкову вартість цінних паперів суб'єкта господарювання, а також на їх доходність. Основним етапом формування інвестиційної привабливості підприємства є визначення факторів впливу на неї і їх класифікація, що сприяє кращому та більш повному розумінню самої сутності інвестиційної привабливості. Оцінка інвестиційної привабливості підприємства є інтегральною характеристикою його внутрішнього середовища.

Ланцюг цілей оцінювання ІП для суб'єкта інвестування наведений на рис. 6.4.

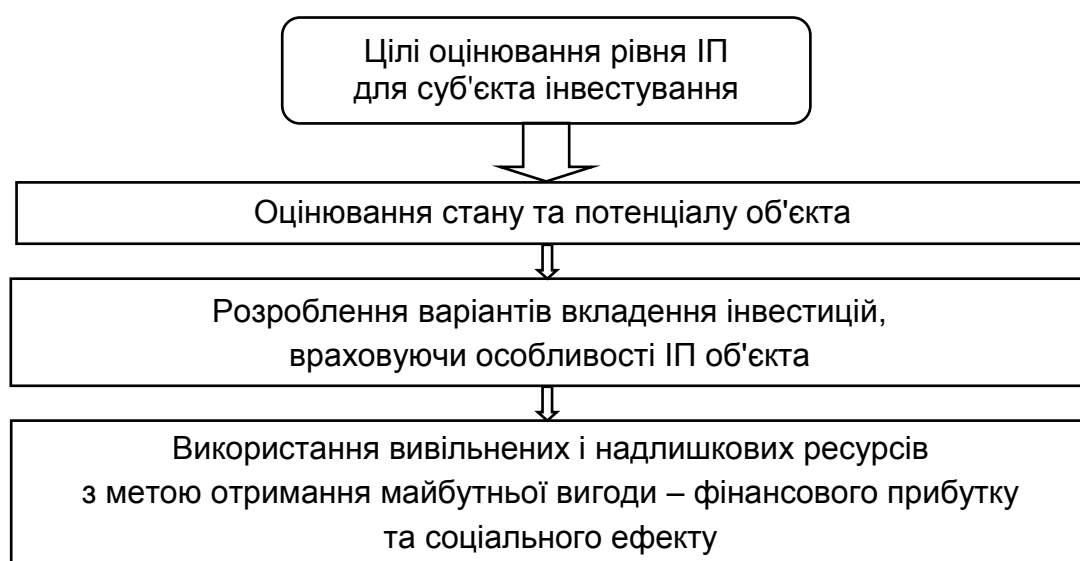


Рис. 6.4. Ланцюг цілей оцінювання інвестиційної привабливості для суб'єкта інвестування

Існує багато класифікацій даних факторів, так само як і думок стосовно того, які саме фактори впливають на інвестиційну привабливість. Виділяють такі групи **факторів впливу на рівень інвестиційної привабливості** [84]:

фактори прямого впливу – фінансово-економічні: маркетингові, ефективного управління ціноутворенням, підвищення якості продукції (товарів, робіт, послуг);

три групи факторів непрямого впливу: соціальні, інформаційні й екологічні.

До *фінансово-економічних факторів* слід віднести маркетингові, оскільки стимулювання широкого надання послуг завдяки відповідній рекламній політиці, грамотний вихід і утримання на різних сегментах ринку тощо дозволяють підприємству значно покращити всі показники своєї діяльності. Також важливим фактором є підвищення ефективності управління ціноутворенням на підприємстві. Він пов'язаний із попереднім фактором, оскільки саме маркетингова служба повинна досліджувати сегменти ринку, на яких провадить свою діяльність підприємство. Основним фактором, який впливає на конкурентоспроможність підприємства, є підвищення якості послуг. Ця вимога стосується не тільки підвищення якості наданих послуг, а й відповідності їх міжнародним стандартам якості, що, в свою чергу, дозволяє виходити на міжнародні ринки.

Вплив *соціальних факторів* можна простежити під час розрахунку рейтингу інвестиційної привабливості. До них відносять: використання ефективних моделей стимулювання високих результатів діяльності, прогресивних форм оплати та стимулювання праці, системи заохочення та компенсаційних виплат, сукупність яких покращує саме фінансово-господарські показники діяльності підприємства.

Серед *інформаційних факторів* слід виокремити необхідність інтеграції окремих автоматизованих систем управління на підприємстві. До інших інформаційних складових формування інвестиційної привабливості підприємства слід віднести ступінь відкритості внутрішньої інформації для потенційних інвесторів, які, за відсутності необхідних їм даних, можуть одразу віднести потенційного реципієнта до категорії об'єктів з високим ризиком вкладання коштів, тобто з низькою інвестиційною привабливістю.

6.2. Узгодження процесу управління інвестиційною привабливістю та вартістю підприємства

Інвестиційна привабливість (надалі – ІП) є сукупністю економічних і фінансових показників суб'єкта господарювання, які визначають можливість отримання максимального прибутку в результаті вкладення капіталу з мінімальним ризиком вкладення коштів.

Під час оцінювання інвестиційної привабливості інвестор має приділяти особливу увагу економічним показникам і факторам ризику, з якими

він буде стикатися найчастіше. Виходячи з цього можна зазначити суб'єктивний характер категорії «інвестиційна привабливість» – на відміну категорії «інвестиційний клімат». Тому рівень інвестиційної привабливості одного об'єкта інвестування може мати різні значення, залежно від цілей і завдань вкладення інвестицій. Отже, серед факторів забезпечення інвестиційної активності найважливішим виступає категорія «інвестиційна привабливість» підприємства. Інформація про інвестиційну привабливість дозволяє обґрунтовувати управлінські рішення в сфері формування ринкових стратегій суб'єктів господарювання, здійснення інвестиційних проєктів інноваційної та соціальної спрямованості [59].

Існують різні методи визначення й оцінювання інвестиційної привабливості підприємства з використанням, наприклад, тільки кількісних показників, а також методи на основі аналізу тільки внутрішнього середовища підприємства. Однак, об'єднавши кількісні й якісні показники, використовувані для оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, що володіють своєю специфікою та кінцевими цілями, досліджуючи внутрішнє та зовнішнє середовище підприємства, можна отримати більш повну та вичерпну картину інвестиційної привабливості підприємства.

У рамках методики комплексного аналізу оцінювання інвестиційної привабливості підприємства проводиться аналіз внутрішнього та зовнішнього середовища підприємства, з використанням кількісних і якісних показників [59].

Виходячи зі специфіки діяльності підприємства необхідно виявити унікальні показники, що характеризують внутрішнє та зовнішнє його середовище. На основі аналізу та оцінок даних показників і параметрів можна визначити рівень інвестиційної привабливості підприємства [53].

Аналіз внутрішнього середовища підприємства на основі кількісних показників проводиться за допомогою його фінансової звітності. Оцінки станів результатів фінансово-господарської діяльності компанії відображають внутрішнє середовище підприємства.

Розглядаючи різні методики визначення й оцінювання інвестиційної привабливості, можна виділити таку ознаку їх класифікації, як *класифікація за просторовою ознакою*. На основі цієї ознаки виділяють такі види інвестиційної привабливості: внутрішньогосподарська та міжгосподарська.

Методи визначення **внутрішньогосподарської інвестиційної привабливості** вивчають і аналізують діяльність тільки досліджуваного суб'єкта господарювання, методи **міжгосподарської інвестиційної**

привабливості застосовують для порівняння результатів інвестиційної привабливості двох або більше суб'єктів. Такими методами можна визначити позиціонування підприємства в середовищі конкурентів і сформувавши рекомендації щодо максимізації ринкової вартості підприємства через підвищення його інвестиційної привабливості.

Аналіз внутрішнього середовища організації на основі кількісних показників за допомогою вивчення фінансово-господарської діяльності визначає величину внутрішньогосподарської інвестиційної привабливості, тобто досліджує діяльність тільки самого підприємства. Результати фінансово-господарської діяльності підприємства можуть бути розподілені на структурні елементи та подані як результати господарської та фінансової діяльності [59].

Управління інвестиційною привабливістю підприємства проводиться за результатами її оцінювання. Процес управління є комплексом взаємопов'язаних і взаємообумовлених заходів, спрямованих на досягнення головної мети – підвищення та зміцнення господарських позицій підприємства в стратегічній перспективі. Управління інвестиційною привабливістю є складним процесом, оскільки охоплює різні сфери діяльності підприємства, враховує вплив внутрішніх і зовнішніх факторів, з метою успішної реалізації наявних інвестиційних можливостей суб'єкта господарювання [52].

Ефективним можна визнавати управління інвестиційною привабливістю, що сприяє досягненню поставлених цілей. Серед них необхідно виділити: покращення фінансового стану підприємства; оптимізацію бізнес-процесів, що існують на підприємстві в сфері постачання, виробництва та збуту продукції; підвищення інвестиційної активності підприємства; покращення ділової репутації; виявлення, розвиток і використання конкурентних переваг; максимізацію фінансової віддачі від інвестиційних вкладень; мінімізацію ризику інвестицій та ін. [52].

Конкретні цілі, які стоять перед окремими суб'єктами господарювання, можуть бути різними. Проте їх реалізація повинна сприяти підвищенню рівня інвестиційної привабливості в очах потенційних інвесторів і кредиторів з метою забезпечення господарської діяльності необхідними фінансовими ресурсами, тобто відповідати таким умовам:

- а) інвестовані кошти повинні вивести підприємство на якісно інший рівень за обсягами виробництва, технологіями, якістю продукції тощо;
- б) інвестовані кошти повинні достатньо швидко окупатися;
- в) є можливості для подальшого розвитку підприємства [18].

Для обґрунтування ефективності управління інвестиційною привабливістю необхідно, щоб цілі, які стоять перед підприємством, були сформульовані в кількісних показниках. Конкретний результат, отриманий в ході здійснення заходів управлінського впливу, і його відповідність поставленим цілям стане показником ефективності управління. Відповідно, управління інвестиційною привабливістю слід розглядати як процес, що передбачає послідовну реалізацію низки управлінських функцій: планування, організації, контролю [52].

У процесі прийняття інвестиційного рішення інвестор комплексно оцінює інвестиційну привабливість підприємства. Але його вартість також може значною мірою впливати на інвестиційне рішення. Адже інвестор зацікавлений придбати власність, яка буде здатна приносити прибуток протягом тривалого часу. Іншими словами, інвестор прагне купити дешевше підприємство, яке принесе йому більший прибуток. Тому необхідно визначити, яким чином можна об'єктивно визначити вартість підприємства. Існує три підходи до оцінювання вартості підприємства (рис. 6.5): дохідний; витратний; порівняльний.

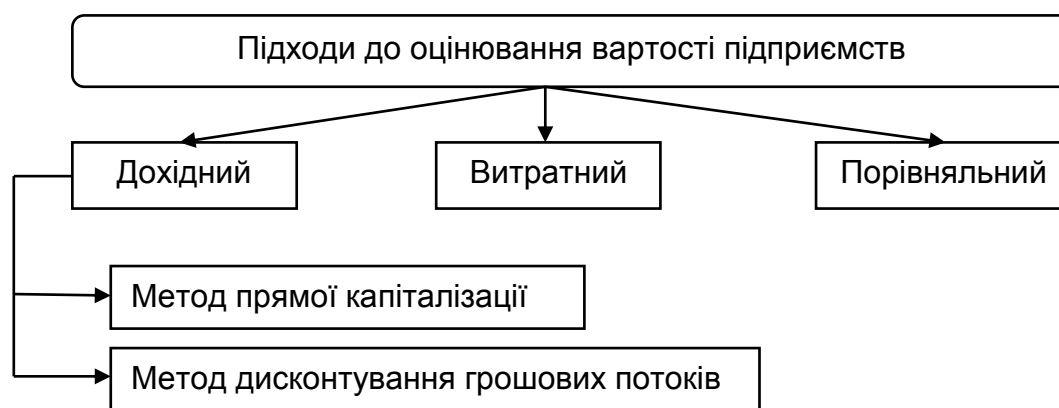


Рис. 6.5. Підходи до оцінювання вартості підприємств

Одним з найбільш розповсюджених підходів до оцінювання вартості підприємства є **дохідний підхід**, оскільки він дозволяє майбутньому інвестору зрозуміти, який дохід він зможе отримати від об'єкта інвестування. Інвестор ніколи не заплатить за об'єкт більше, ніж він може отримати від його використання. У рамках дохідного підходу виділяють два методи: прямої капіталізації та дисконтування грошових потоків.

Пряма капіталізація передбачає процес переведення валового грошового потоку (у вигляді суми чистого прибутку й амортизації за період) у вартість за допомогою відповідної ставки капіталізації. Пряма капіталізація

застосовується виключно у випадках, коли грошові потоки від функціонування бізнесу передбачаються постійними протягом всього періоду прогнозування. Застосування прямої капіталізації у разі оцінювання бізнесу або інтересів в бізнесі, майнових комплексів, що подібні до бізнесу, є обмеженим.

Дисконтування грошових потоків застосовується у випадках, коли прогнозовані доходи у вигляді чистих грошових потоків від функціонування бізнесу є неоднаковими за величиною або непостійними протягом певного періоду прогнозування. Дисконтування майбутнього чистого грошового потоку розраховується на кожен із майбутніх періодів. Такі надходження переводяться у вартість шляхом застосування ставки дисконту, яка використовує техніку теперішньої вартості.

Витратний (майновий) підхід базується на принципах корисності: потенційний покупець не заплатить за об'єкт більше, ніж його сукупні витрати на відновлення об'єкта в його теперішньому стані та поточних цінах. Теперішній стан розраховується за допомогою суми зносу. Вартість може бути подана у вигляді формули [9]:

$$V_{\text{внтр.}} = (V_{\text{в.}} + Z) \text{ поточні ціни,} \quad (6.5)$$

де $V_{\text{внтр.}}$ – вартість об'єкта, що визначається за допомогою витратного підходу;

$V_{\text{в.}}$ – вартість відновлення об'єкта;

Z – зношування.

Майновий підхід базується на акумуляції активів підприємства, які оцінено за ринковою, балансовою або ліквідаційною вартістю. Підхід включає такі методи оцінювання: накопичення чистих активів, скоригованої балансової вартості, за очікуваним результатом від ліквідації.

Метод чистих активів базується на визначенні вартості кожного з активів та пасивів балансу. Вид вартості кожного з активів визначається залежно від характеру відповідного активу.

Оцінювання за балансовою вартістю виконується за умови, що балансова вартість необоротних активів (матеріальних і нематеріальних) вважається достовірною. Коригування статей балансу виконується за аналогією з методом чистих активів.

Очікуваний фінансовий результат від ліквідації майнового комплексу дорівнює поточній ринковій вартості окремих активів комплексу, зменшеної на суму витрат, пов'язаних з продажем і погашенням зобов'язань.

Ліквідаційна вартість підприємства дорівнює ринковій вартості окремих активів, зменшеної на суму витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства, за вирахуванням усіх зобов'язань.

Ринковий (порівняльний) підхід часто застосовується в Україні, оскільки дозволяє робити достатньо суттєві коригування результатів оцінювання з огляду на деякі особливості оцінювання підприємства. Оскільки в процесі оцінювання важко знайти ідентичний об'єкт продажу, то вартість аналогів змінюється на розмір поправок.

Отже, вартість підприємства, визначена за допомогою порівняльного підходу, може бути виражена формулою:

$$V_{\text{порівн.}} = V_{\text{аналог.}} + П, \quad (6.6)$$

де $V_{\text{порівн.}}$ – вартість об'єкта, що визначається за допомогою порівняльного підходу;

$V_{\text{аналог.}}$ – вартість об'єктів-аналогів;

$П$ – розмір поправок.

Кожен з підходів має свої недоліки та переваги. Деякі вчені дотримуються думки, що доцільно обирати спосіб оцінювання вартості підприємства залежно від стадії життєвого циклу, в якій воно перебуває.

Конкретизувати переваги та недоліки кожного з методів, а також визначити умови застосування кожного з них автор пропонує у табличному вигляді (табл. 6.2).

Таблиця 6.2

Конкретизація переваг, недоліків і ситуацій застосування підходів до оцінювання ринкової вартості підприємств

Переваги	Недоліки	Умови застосування
1	2	3
1. Дохідний підхід		
1.1. Метод дисконтування грошових потоків		
Оцінювання проводять зі застосуванням одного показника – прибутку	Не дає різнопланової оцінки підприємства, оскільки не розрізняються джерела отримання прибутку. Неможливо достатньо точно прогнозувати майбутні грошові потоки	Не слід застосовувати для підприємств, що постійно мають збитки, для нових підприємств, навіть якщо вони дуже перспективні. Доцільно застосовувати для підприємств на стадії становлення, стабільності та спаду

1	2	3
1.2. Метод капіталізації		
Оцінювання виконується з використанням показника – прибутку, однак за умови, що підприємство буде отримувати стабільний прибуток протягом тривалого терміну	Недоцільно застосовувати з великою амплітудою коливань прибутковості	Найбільш ефективно застосовувати для підприємств на стадії становлення та стабільності
2. Витратний (майновий) підхід		
Дані для розрахунків можуть бути отримані безпосередньо зі звітності підприємства. Оцінка чітко відображає витрати, що пов'язані зі створенням об'єкта. Об'єкт може бути оцінений поелементно	Крім проведення розрахунків, передбачається опитування працівників, ознайомлення з об'єктом, що може стати причиною суб'єктивізації отриманих результатів оцінювання. У процесі оцінювання практично не враховується місце підприємства на ринку. Процес оцінювання досить складний	Можна застосовувати для оцінювання підприємств на стадії зростання та становлення. Якщо підприємство має основні засоби зі значним терміном служби, розрахунки суттєво ускладнюються визначенням зносу. Якщо підприємство знаходиться на стадії спаду або кризи, вартість може бути дещо заниженою
3. Порівняльний підхід		
Ціна підприємства визначається ринком, тобто вона більш об'єктивна та реальна; оцінювач тільки вносить деякі корективи та поправки. Вартість відображає фактично отримані результати діяльності підприємства	Не враховуються перспективи розвитку підприємства. Підхід потребує значної кількості даних про подібні об'єкти інвестування, а цей процес може викликати суттєві ускладнення. Усі поправки повинні бути чітко обґрунтовані	Підхід не може бути застосований для підприємств, що не мають аналогів на вітчизняному ринку. Оскільки не враховуються перспективи розвитку підприємства, то підхід недоцільно застосовувати для підприємств, що знаходяться на стадії зростання чи становлення

Також слід зробити акцент на тому, в яких ситуаціях застосовувати певний з підходів до оцінювання вартості підприємств з урахуванням стадії життєвого циклу підприємства.

Систематизацію цих висновків наведено на рис. 6.6.

Оцінювання вартості підприємства має проводитися з урахуванням особливостей ринкового позиціювання підприємства та його розвитку.

Якщо оцінювання буде проведене коректно та максимально точно, тоді всі зацікавлені особи отримають об'єктивний результат. Такими особами

можуть виступати: власники, потенційні інвестори, керівництво, кредитори, держава.

З погляду інвестора, вартість підприємства є однією зі складових інвестиційної привабливості, оскільки інвестор отримує інформацію про те, з чого складається підприємство, які доходи можна від нього очікувати. Тому інвестори не завжди вважають найбільш привабливим підприємство з найбільшою вартістю.

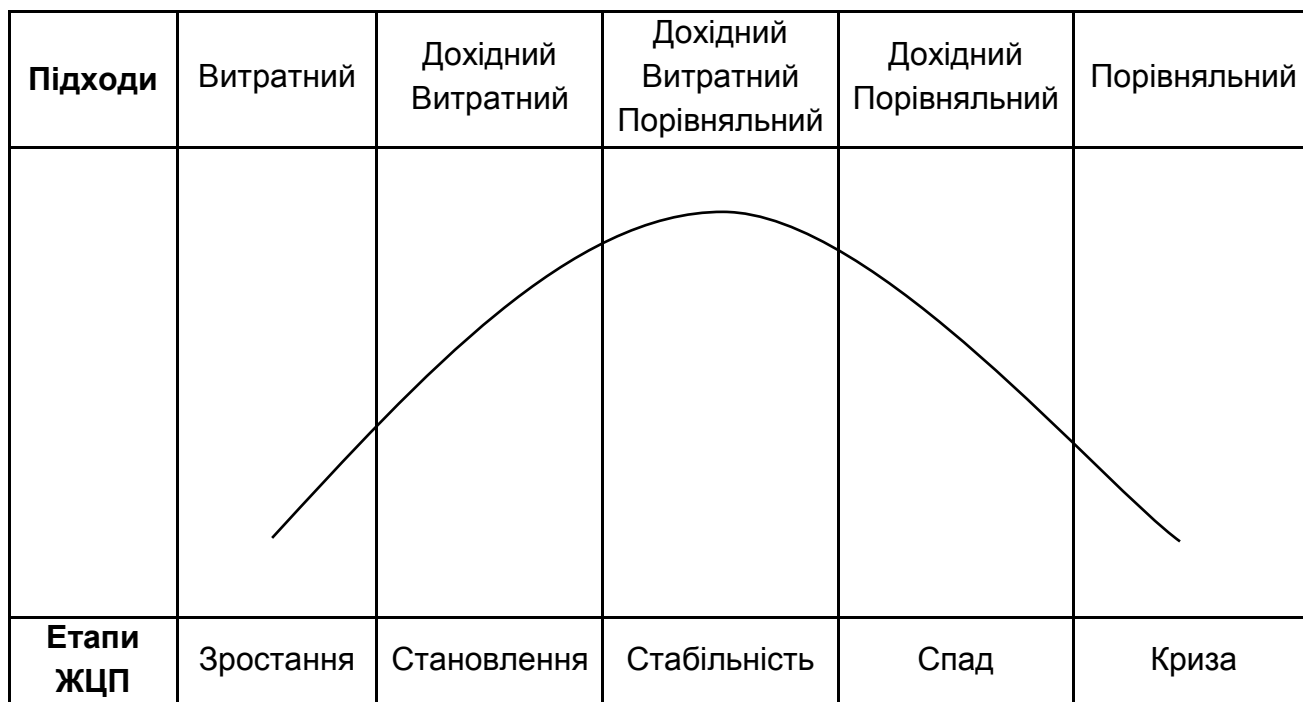


Рис. 6.6. Підходи до оцінювання вартості підприємства згідно з етапами життєвого циклу підприємства

Інвестор зацікавлений в тому, щоб кошти, які він вкладає у підприємство, приносили прибуток, бажано більший середньої депозитної ставки в банках. Така потреба обумовлюється тим, що вкласти гроші у виробництво більш ризиковано, ніж просто покласти їх на депозитний рахунок у банк.

Тому можна зазначити, що інвестор, як будь-який покупець, прагне заплатити за підприємство якомога менше коштів, отримавши якомога більший прибуток. Ідеальною для потенційного інвестора є ситуація, коли вартість підприємства має тенденцію до зменшення, а інвестиційна привабливість – до збільшення. Подібна динаміка може спостерігатися в разі, коли підприємство давно функціонує на ринку, має застаріле обладнання

або галузь не розвивається значними темпами, що обумовлює незначне, але все ж таки зменшення вартості підприємства. Проте, якщо керівництво вживає заходів щодо розширення асортименту продукції, зміцнює свій фінансовий стан, застосовує новітні технології, має хорошу репутацію, збільшує інвестиційну привабливість, має високу рентабельність, то слід очікувати, що воно реінвестує частину прибутку в сучасне устаткування, оновлення виробництва тощо, а це, в свою чергу, призведе до підвищення вартості підприємства. Саме така ситуація є найбільш вигідною для придбання підприємства.

Важливою умовою розвитку виробничо-господарської діяльності підприємства є забезпечення стабільного підвищення його інноваційного потенціалу. Але така позитивна тенденція має і зворотній бік, загрожуючи негативними наслідками. Так, наприклад, якщо підприємство постійно зміцнює свої позиції на ринку, отримує значні прибутки та забезпечує доступність інформації про свою діяльність і наміри широкому загалу, воно ризикує викликати підвищену увагу з боку не досить чесних суб'єктів і провокує рейдерство чи корпоративний шантаж. Протистояти таким діям, як показує практика, достатньо важко, і цю проблему повинна вирішувати служба безпеки суб'єкта господарювання. Організувати роботу такого підрозділу під силу тільки достатньо потужному підприємству. Середні та малі бізнес-організації не мають змоги їх утримувати, і тому таке завдання вимушені вирішувати фінансові менеджери.

В означених ситуаціях виникає суперечність між необхідністю підвищення рівня інвестиційної привабливості підприємства (ІПП) і забезпеченням його фінансово-економічної безпеки. Зняти цю суперечність можна скористувавшись такими підходами:

1) **інтенсивний підхід до управління ІПП.** Його особливість полягає в поглибленому аналізі факторів, які впливають (чи можуть вплинути) на підвищення (чи стабілізацію) фінансового стану та впровадження заходів зі вдосконалення діяльності підприємства. Тобто підприємство визначає фактори, які негативно чи позитивно впливають на його фінансовий стан, самостійно усуває їх, розробляючи та реалізуючи відповідні заходи. Тим самим забезпечується підвищення рівня його інвестиційного потенціалу. Іншими словами, інтенсивний підхід до управління ІПП базується на підвищенні ефективності діяльності підприємства тільки за рахунок використання власних ресурсів і резервів, що приводить до підвищення ІПП;

2) **екстенсивний підхід до управління ІПП.** Його особливість полягає в тому, щоб шляхом використання спеціальних методик завуальовувати інформацію щодо перспектив серйозних змін у діяльності підприємства, штучно зменшуючи чи збільшуючи його можливості. Тобто підприємство акцентує увагу потенційних інвесторів на вигідному для них об'єкті інвестування, не розкриваючи повністю всі свої реальні інтереси. Такий прийом є тимчасовим виходом із ситуації, можливістю показати підприємство потенційному інвестору в достатньо вигідному для останнього аспекті, не відображаючи повною мірою свої наміри щодо змін, на які воно сподівається, залучаючи інвестиційний капітал.

Таким чином, підвищення ІПП можна здійснювати в два етапи: на першому етапі максимально використовувати власні ресурси та резерви; на другому – залучати додатково фінансові ресурси інших суб'єктів, «завуальовуючи» дійсні можливості та перспективи розвитку суб'єкта господарювання.

Екстенсивний підхід можна назвати особливим мистецтвом фінансового менеджменту, і його використання ґрунтується на *принципі асиметричної інформації*. І тут важливо зважувати на норми моралі, етики, щоб не порушити та не зруйнувати повністю інтереси потенційного інвестора.

Очевидно, що поєднання обох підходів дозволить отримати більш широке поле для маневрування публічною інформацією з метою залучення фінансових ресурсів і підвищення ІПП.

Додатково слід указати на проблемні моменти, які виникають під час комплексного фінансового аналізу суб'єкта господарювання: існує декілька методик оцінювання фінансового стану підприємства, які часто дають різні результати.

Ще одним важливим питанням для об'єкта інвестування є визначення місця в середовищі конкурентів, аби мати можливість реально оцінювати свої шанси на отримання коштів від інвесторів і виходячи з цього формувати подальшу стратегію розвитку.

Водночас постає нова проблема, яка полягає в тому, що складніше за все об'єктивно визначити ІПП для внутрішнього користування, адже існує декілька методик розрахунків, які можуть давати результати, що суттєво відрізняються.

Отже, щоб управляти чимось, необхідно мати якомога більше об'єктивної інформації про цей об'єкт.

Зрозуміло, що фінансовий менеджер повинен мати максимально реальні дані, щоб у подальшому мати змогу управляти інвестиційною привабливістю. Постає питання: як можна найбільш об'єктивно оцінити ІПП, як саме досягти максимальної точності розрахунків? На початковому етапі, коли розраховуються коефіцієнти, не виникає особливих проблем. На перший погляд, ситуація абсолютно чітка, але інколи виникає проблема зіставлення результатів розрахунків з нормативними значеннями, адже нормативи не враховують сферу діяльності підприємства, стадію його життєвого циклу, особливості виробничого процесу тощо.

Складніша ситуація з визначенням інтегрованого показника інвестиційної привабливості. Тут необхідно застосовувати метод експертних оцінок, що не завжди доцільно, оскільки:

доволі важко знайти спеціалістів, добре обізнаних в конкретній сфері виробництва;

думки експертів можуть радикально відрізнятись.

Тому виникає необхідність у загальній шкалі оцінки рівня інвестиційної привабливості, яка б не потребувала постійного залучення експертів і порівняння показників з нормативними значеннями.

Виходом з такої ситуації може стати складання інвестиційних рейтингів.

Саме рейтингова оцінка дозволяє визначити позицію підприємства серед конкурентів. Відтак керівництво зацікавлене в постійному вивченні цього питання, аби відслідковувати найменші зрушення в рейтингу та вчасно реагувати на зміни.

Для складання рейтингів фінансовому менеджеру знадобиться та ж сама фінансова звітність, що й для інтегральної оцінки ІПП.

Але проаналізувати значення великої кількості показників в стислий час достатньо важко, тому необхідно звести їх в один, який складатиме основу рейтингової оцінки ІПП. Виходом з ситуації може стати розрахунок таксономічного показника рівня розвитку, який розраховують за методом повної редукції.

Сутність **методу таксономічного аналізу** полягає в розрахунку синтетичного показника, який враховує узагальнене значення інших показників. За результатами розрахунку таксономічного показника фінансовий менеджер може відслідковувати становище підприємства серед інших представників галузі.

Перспективи використання рейтингової оцінки підприємств схематизовані на рис. 6.7.



Рис. 6.7. Перспективи використання рейтингової оцінки

Для досягнення ефективного використання інформації всіма сторонами даного процесу, необхідно створити передумови для співпраці підприємств. Їх взаємодія забезпечить можливість позитивних змін у розвитку та підвищенні конкурентоспроможності підприємства.

Отже, коли точно визначений рівень ІПП, настає час для інтенсивного управління інвестиційної привабливістю, яке дозволить покращити ситуацію на підприємстві.

У сучасній практиці господарювання застосовується багатоаспектний підхід до аналізу інвестиційної привабливості підприємства. Загальний економічний та фінансовий стан досліджуваного підприємства у рамках

визначення його інвестиційної привабливості, як правило, має відображатися цілою низкою показників.

1. Загальна характеристика досліджуваного підприємства за такими її складовими:

характеристика виробничої бази (використовувані технології, наявність сучасного устаткування, у тому числі іноземного; екологічна шкідливість виробництва; складське господарство; наявність власного транспорту; географічне розташування; наближеність до транспортних комунікацій; розмір земельної площі, яку займає підприємство);

характеристика технічної бази підприємства (технології; залишкова та відновлювана вартість основних засобів; коефіцієнт зношення);

номенклатура продукції, що випускається (обсяг виробництва; експорт; стан сировинної бази; імпорт сировини та матеріалів; зв'язки з іншими підприємствами; постачальники та споживачі; оцінювання стабільності попиту на вироблену продукцію);

виробнича потужність, можливість нарощування обсягів виробництва; місце підприємства в галузі, на ринку; рівень монопольності підприємства;

характеристика дирекції; схеми управління; чисельність персоналу, його структура, заробітна плата;

статутний фонд; власники підприємства; номінал і ринкова ціна акцій, розподіл пакета акцій;

структура витрат на виробництво, у тому числі за основними видами продукції, їх рентабельність;

обсяг прибутку та його використання за звітний період.

2. Фінансові відносини підприємства:

склад дебіторської та кредиторської заборгованості, її аналіз за часом виникнення та характеристикою боржників;

показники фінансової стійкості та ліквідності;

аналіз платоспроможності;

оцінювання прибутковості.

Оскільки потенційні інвестори приділяють підвищену увагу цим показникам, то саме вони повинні якісно перетворюватися для покращення ІП.

Тож керівництву слід не тільки усвідомлювати місце підприємства в інвестиційному рейтингу, але й зважати на зазначені показники, які в першу чергу цікавлять інвесторів.

Ще одним важливим фактором є перспективи розвитку підприємства, інвестиційний потенціал. Тому велика увага приділяється нематеріальним активам, які належать підприємству. Оскільки їх надзвичайно важко оцінити, то інколи вони можуть відігравати вирішальну роль у прийнятті інвестиційного рішення.

Оскільки інвестиційна привабливість підприємства є узагальненою характеристикою переваг і недоліків окремих об'єктів інвестування з точки зору конкретного інвестора згідно зі сформованими ним критеріями, то її оцінка повинна враховувати коло інвесторів із різними інтересами та пріоритетами [15]. Оцінювання інвестиційної привабливості підприємства спирається на аналіз основних його факторів, а також дає можливість підвищити рівень обґрунтованості інвестиційних рішень, оскільки враховує різні групи інвесторів.

Актуальною є проблема вибору об'єкта для інвестування. Промислові підприємства мають різні перспективи розвитку, і вкладання в них коштів є достатньо ризикованим. Проте саме промислові підприємства забезпечують збільшення ВВП країни, тому потребують інвестицій для подальшого розвитку. На розв'язанні цієї проблеми сфокусована увага багатьох науковців – як вітчизняних, так і зарубіжних. Вчені прагнуть розробити об'єктивну модель оцінювання інвестиційної привабливості окремих підприємств – потенційних об'єктів інвестування. Іноді, визначаючи доцільність інвестування коштів в певне підприємство, використовують методики оцінювання інвестиційної привабливості з прогнозуванням показників на перспективу.

Одним з важливих параметрів ефективності діяльності підприємства є його *вартість*. Цей показник у значній мірі пов'язаний з ІПП, оскільки дозволяє інвестору реально оцінити перспективи та потенціал підприємства.

Важливим моментом у визначенні ІПП є методика, з використанням якої проводяться розрахунки. Бажано, щоб аналіз ураховував якомога більше факторів, що дозволить максимально об'єктивно оцінити, наскільки підприємство привабливе для інвесторів, не застосовуючи громіздких розрахунків. З метою оптимізації процесу визначення ІПП було запропоновано використовувати *рейтингову оцінку*.

Управління інвестиційною привабливістю повинно стати частиною стратегії вартісно-орієнтованого управління підприємством, результатом якого будуть комплексні перетворення на підприємстві, а головним показником – збільшення ринкової вартості підприємства.

Практична частина

Запитання для самоконтролю

1. Надайте характеристику інвестиційної діяльності підприємства.
2. Побудуйте схему причинно-наслідкових зв'язків активізації інвестиційної діяльності підприємства та зміни його ринкової вартості.
3. Наведіть приклади грошового потоку від інвестиційної діяльності.
4. Сформууйте перелік факторів, що впливають і на інвестиційну діяльність підприємства, і на його ринкову вартість.
5. Розкрийте поняття «інвестиційна привабливість підприємства».
6. Чим оцінювання та аналіз інвестиційної привабливості підприємства відрізняються від загального фінансового аналізу?
7. Які показники використовують для оцінювання інвестиційної привабливості підприємства?
8. Які методи оцінювання ефективності інвестиційної діяльності ви знаєте?
9. Порівняйте підходи визначення ефективності інвестиційної діяльності підприємства за допомогою показника доданої вартості та чистої приведеної вартості.
10. Чи можна використовувати показник середньозваженої вартості капіталу в якості ставки дисконтування?

Тести

1. Який показник характеризує економічний прибуток організації, тобто визначає обсяг отриманого доходу з урахуванням упущеної вигоди, яка виникає через неможливість вкласти інвестиційні ресурси альтернативним способом:

- a) NPV;
- б) EVA;
- в) IRR;
- г) PP;
- д) IP?

2. У чому полягають переваги розрахунку рівня доданої вартості для оцінювання ефективності інвестиційної привабливості:

- a) можливість урахування інвестиційних ризиків;
- б) можливість оцінювання доданої вартості, забезпеченої інвестиціями;

- в) висока точність результатів стратегічного аналізу;
- г) поєднання елементів вартісного та витратного підходів;
- д) можливість урахування інвестиційних та операційних ризиків?

3. Які з наведених методів є методами визначення інвестиційної привабливості:

- а) кількісні;
- б) якісні;
- в) експертні;
- г) комплексні;
- д) раціональні?

4. Які з наведених висловлювань, що стосуються методу капіталізації доходів правильні:

- а) за методом капіталізованої вартості дані про вартість, склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку;
- б) метод використовується для оцінювання вартості підприємства як цілісного майнового комплексу та корпоративних прав підприємства;
- в) метод базується на даних про залишкову вартість активів;
- г) метод доцільно застосовувати за стабільних доходів підприємства чи за стабільних темпів їх зміни;
- д) капіталізована вартість доходів – це те саме, що і теперішня вартість Cash-flow?

5. Постійний оборот активів у процесі їх використання пов'язаний з:

- а) ризиком;
- б) часом;
- в) ліквідністю;
- г) правильні відповіді а, б, в;
- д) правильної відповіді немає.

6. Для оцінювання кредитно-фінансового інституту в якості фінансової бази можна використовувати:

- а) дивіденди або потік виплат акціонерам банку;
- б) прибуток (його різні види); фінансові надходження;
- в) валовий прибуток;
- г) грошовий потік;
- д) додану вартість.

7. Для прогнозування чистого прибутку фінансово-кредитного інституту використовують такі методики:

- а) серед - модель;
- б) інвестиційну модель;

- в) дохідну модель;
- г) витратну модель;
- д) компенсаційну модель.

8. *Умови формування інвестиційної привабливості підприємства:*

- а) є можливості для розвитку персоналу підприємства;
- б) інвестовані кошти повинні вивести підприємство на якісно інший рівень за обсягами виробництва, технологіями, якістю продукції;
- в) є можливості для подальшого розвитку підприємства;
- г) інвестовані кошти повинні достатньо швидко окупатися;
- д) інвестовані кошти повинні формувати грошовий потік.

9. *До користувачів інформації про інвестиційну привабливість підприємства можна віднести:*

- а) власників;
- б) інвесторів;
- в) державу;
- г) персонал;
- д) кредиторів.

10. *Джерела інформації про інвестиційну привабливість – це:*

- а) фінансова звітність;
- б) галузеві коефіцієнти;
- в) фондові індекси;
- г) макроекономічні прогнози;
- д) маркетингові спостереження.

Практичні завдання

Завдання 6.1. Інвестиційна компанія оцінює доцільність інвестування коштів у вигляді придбання одного із двох підприємств: меблевого комбінату «Гілея» чи торговельного комплексу «Козачок».

На момент оцінювання виробничо-господарської та фінансової діяльності цих підприємств були зібрані такі дані:

1. підприємство «Гілея» є відносно стабільним; ризик його діяльності оцінюється значенням коефіцієнту бета на рівні 0,5 пунктів;

2. на підприємстві «Козачок» останнім часом спостерігається зростання та падіння доходів. У зв'язку з цим його показник ризиковості на момент оцінювання становив 1,2 пунктів.

Міжнародним агентством Bloomberg ставку доходності інвестування капіталу, за умов відсутності ризиків, визначено на рівні 6 %, а середня прибутковість акцій вітчизняних підприємств оцінена ним у 12 %.

Визначте, в яке із підприємств доцільно, на ваш погляд, інвестувати капітал інвестиційній компанії, скориставшись розрахунковою ставкою дисконтування.

Завдання 6.2. Підприємство випускає два види продукції: столи та стільці. Воно має тимчасово надлишкові активи вартістю 600 тис. грн, які не будуть задіяні для випуску продукції на протязі наступних 2 років. Ці активи підприємство здає в оренду.

Підприємство закінчує освоєння нової технології виробництва продукції, в результаті чого вивільнилась частина основних фондів за ринковою вартістю у 400 тис. грн, що знаходяться на балансі підприємства. Фінансисти підприємства очікують отримати такі вільні грошові потоки від продажу продукції та від оренди майна:

від продажу столів: за першій рік – 200 тис. грн, за другий рік – 300 тис. грн;

від продажу стільців: за першій рік – 300 тис. грн, за другий рік – 200 тис. грн;

надходження від оренди тимчасово надлишкових активів – 70 тис. грн.

Ставка дисконтування грошових потоків для цього виду бізнесу складає 22 %. Підприємство очікує, що на початку третього року бізнес буде мати вартість у 1 млн грн.

Оперуючи вхідними даними визначте, яку вартість має бізнес підприємства на початок поточного року.

Завдання 6.3. Інвестор планує отримати 25 % доходу на свої інвестиції в об'єкт нерухомості. Для фінансування угоди є можливість отримати кредит у розмірі 80 % від вартості цього об'єкта нерухомості під 19 % річних.

Визначте ставку капіталізації та вартість об'єкта нерухомості за умови, що чистий операційний дохід від нього становить 50 000 грн.

Завдання 6.4. Визначте, яку суму кредиту отримав інвестор для придбання об'єкта нерухомості вартістю 500 тис. грн, якщо відомо, що коефіцієнт капіталізації складає 0,18. Рівень доходу, отриманого інвестором на власні інвестиційні ресурси, складає 25 %.

Рекомендована література

1. Астраханцева І. А. Фінансове моделювання вартості підприємства в невизначених економічних умовах / І. А. Астраханцева // *Фундаментальні дослідження*. – 2011. – № 4. – С. 154–160.
2. Бабенко А. Г. Анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности предприятий / А. Г. Бабенко, С. В. Нехаенко // *Проблемы материальной культуры*. Серия «Экономические науки». – 2014. – № 2. – С. 1–4.
3. Базилюк В. Б. Формування моделі оптимізації структури капіталу підприємства / В. Б. Базилюк // *Наукові записки*. – 2014. – 1–2 (46–47). – С. 28–31.
4. Баліцька В. В. Структурування капіталу підприємств та оцінка ефективності його використання / В. В. Баліцька // *Формування ринкових відносин в Україні*. – 2008. – № 6. – С. 56–62.
5. Бланк І. А. Основы финансового менеджмента : в 2 т. / И. А. Бланк. – 4-е изд., стер. – Москва : Изд. «Омега-Ли», 2012. – 617 с.
6. Бланк І. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. 2-е изд., стер. – Москва : Изд. «Омега-Ли», 2008. – 512 с.
7. Бледных К. В. Факторы, влияющие на цену акций компании [Электронный ресурс] / К. В. Бледных, Г. А. Рахмадулина // *Научное сообщество студентов XXI столетия. Экономические науки : сб. ст. по мат. XII Междунар. студ. науч.-практ. конф. № 12*. – Режим доступа : <http://sibac.info/archive/economy/12.pdf>.
8. Болодурина М. П. Система показателей оценки эффективности деятельности предприятий в составе нефтегазового холдинга [Электронный ресурс]. / М. П. Болодурина, К. А. Конышева // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2012. – № 35. – Режим доступа : <http://cyberleninka.ru/article/n/sistema-pokazateley-otsenki-effektivnosti-deyatelnosti-predpriyatij-v-sostave-neftegazovogo-holdinga>.
9. Брюховецька Н. Ю. Підходи до визначення капіталізації підприємства / Н. Ю. Брюховецька // *Наукові праці ДонНТУ. Серія «Економіка»*. – 2007. – № 31–1. – С. 224–229.
10. Висоцька І. Б. Оптимізація структури капіталу підприємства з метою підвищення його фінансової безпеки [Електронний ресурс], / І. Б. Висоцька, В. В. Комаричина. – Режим доступу : http://nltu.edu.ua/nv/Archive/2013/23_1/224_Wys.pdf.

11. Вишневецький В. Теорія вартості в економічній науці / В. Вишневецький // Економіст. – 2007. – № 5. – С. 35–46.
12. Всеукраїнська асоціація фахівців оцінки. Концепція розвитку оцінної діяльності в Україні (2016-2025) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.afo.com.ua/uk/news/1/1034>.
13. Всеукраїнська асоціація фахівців оцінки. Структура нових «Міжнародних Стандартів Оцінки», проект яких опублікував Міжнародний комітет стандартів оцінки (IVSC) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://afo.com.ua/ru/news/2/406>.
14. Гаппоква А. К. Управління вартістю підприємства як необхідна умова його сталого розвитку / А. К. Гаппоква, М. Г. Аксоров // Економічний вісник Ростовського державного університету. – 2010. – Т. 8. – № 1. – С. 7–12.
15. Гурунян Т. В. Оценка стоимости бизнеса (предприятия) : учеб. пособ. / Т. В. Гурунян, О. Ю. Щербина // РАНХиГС; Сиб. ин-т упр. – Новосибирск : Изд. СибАГС, 2015. – 259 с.
16. Европейские стандарты оценки (TEGOVA) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ocenchik.ru/documents/laws/standard/378/>.
17. Еланцев С. В. Управление доходами, расходами и прибыль корпорации / С. В. Еланцев // Вестник Шадринского государственного педагогического университета. – 2015. – № 1 (25). – С. 103–108.
18. Ендовицкий Д. А. Анализ инвестиционной привлекательности организации / Д. А. Ендовицкий. – Москва : КНОРУС, 2010. – 376 с.
19. Єсіпов В. Є. Оцінка бізнесу: повне практичне керівництво: основні принципи, підходи і методи, прикладні аспекти / В. Є. Єсіпов. – Москва : Ексмо, 2008. – 345 с.
20. Жорова Є. Р. Оптимізація фінансової структури капіталу підприємства / Є. Р. Жорова // Економіка підприємства. Бізнесінформ. – 2014. – № 4. – С. 330–334.
21. Жуковская И. В. Эффективность управления инвестиционными ресурсами предприятия / И. В. Жуковская // Южная аналитическая компания [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.1-fin.ru/?id=451>.
22. Замазій О. В. Оптимальна структура капіталу підприємства як чинник його конкурентоспроможності / О. В. Замазій // Економіка та управління підприємствами. – ПолтНТУ. – 2013. – № 3 (40). – С. 110–116.
23. Кабир Л. С. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия и ее роль в системе инвестиционного менеджмента (обзор)

[Электронный ресурс] / Л. С. Кабир// Финансы и кредит. – 2010. – № 12 (396). – Режим доступа : <http://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-investitsionnoy-privlekatelnosti-predpriyatiya-i-ee-rol-v-sisteme-investitsionnogo-menedzhme-ta-obzor>.

24. Калиниченко М. П. Маркетингова капіталізація промислових підприємств / М. П. Калиниченко // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций : региональный аспект. – 2011. – С. 134–144.

25. Карцев П. В. Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса [Электронный ресурс] / П. В. Карцев, А. А. Аканов. – Режим доступа : http://www.rea-centre.ru/download/IncomeApproachTo Business Valuation_QuestionsOfValuations_2012-2_FINAL.pdf.

26. Касьяненко Т. Г. Современные проблемы теории оценки бизнеса / Т. Г. Касьяненко. – СПб. : Изд. : СПбГУЭФ, – 2012. – 353 с.

27. Когденко В. Г. Анализ показателей создания стоимости / В. Г. Когденко // Экономический анализ : теория и практика. – 2010. – № 19. – С. 11–20.

28. Комаричина В. В. Оптимізація структури капіталу підприємства з метою підвищення його фінансової безпеки / В. В. Комаричина, І. Б. Висоцька // Економіка, планування та управління в галузях : наук. вісник НТЛУ. – 2013 – Вип.23.1. – С. 224–230.

29. Корягін М. В. Бухгалтерський облік у системі управління вартістю підприємства: теоретико-методологічні концепції [Текст] : монографія / М. В. Корягін. – Львів : ЛІКА, 2012. – 389 с.

30. Корягін М. В. Методика визначення неадекватності бухгалтерської оцінки вартості підприємства / М. В. Корягін // Економічні науки. Серія «Облік і фінанси». – 2013. – Вип. 10 (3). – С. 356–363.

31. Корягін М. В. Оцінювання вартості підприємства в системі бухгалтерського обліку : монографія / М. В. Корягін. – Львів: ТОВ «НВП «Інтерсервіс», 2012. – 62 с.

32. Корягін М. В. Теоретико-методологічні засади оцінки вартості підприємства / М. В. Корягін // Економіст. – 2012. – № 10. – С. 58–60.

33. Косорукова И. В. Стоимостно-ориентированный подход к анализу конкурентоспособности бизнеса / И. В. Косорукова // Современная конкуренция. – 2 (38). – 2013. – С. 74–84.

34. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Котлер, Д. Мурин. – М. : Олимп-Бизнес, 2000. – 578 с.

35. Крейдич І. М. Проблеми вартісно-орієнтованого управління розвитком підприємства [Електронний ресурс] / І. М. Крейдич, А. О. Гагарін. – Режим доступу : [http://ev.fmm.kpi.ua/article/view File/80123/75678](http://ev.fmm.kpi.ua/article/view/File/80123/75678).

36. Кривов'язюк І. В. Капіталізації як основа динамічного розвитку підприємств / І. В. Кривов'язюк, І. М. Пушкарчук, Ю. В. Волинчук // Економічний форум. – 2017. – № 1. – С. 135–143.

37. Курінна О. В. Теоретичні аспекти оптимізації структури капіталу підприємства / О. В. Курінна // Наук. вісник Академії муніципального управління. Серія «Економіка». – 2012. – № 12. – С. 94–100.

38. Лапішко М. Л. Особливості визначення ставки капіталізації, для оцінки комерційної нерухомості в умовах неактивного ринку [Електронний ресурс] / М. Л. Лапішко, І. І. Гохберг. – Режим доступу : <http://www.vestnik-ekonom.mgu.od.ua/journal/2015/11-2015/35.pdf>.

39. Левчак І. Я. Вартість підприємства як критерій ефективності управління / І. Я. Левчак // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка». – 2014. – Вип. 1 (42). – С. 104–108.

40. Луговнина С. М. Особенности формирования оценки эффективности инвестиций в агропромышленном комплексе [Электронный ресурс] / С. М. Луговнина // Нижегородский государственный университет им. Н. И. Лобачевского. – Режим доступа : [http://www.unn.ru/pages/elibrary/vestnik/West_ecn_finans_2005_1\(7\)/71.pdf](http://www.unn.ru/pages/elibrary/vestnik/West_ecn_finans_2005_1(7)/71.pdf).

41. Люта О. В. Теоретичні підходи до оптимізації структури капіталу підприємства з погляду сучасної фінансової теорії / О. В. Люта, А. Г. Бухтіарова // Інноваційна економіка. – 2012. – № 1. – С. 92–96.

42. Мартин Дж. Д. VBM – управление, основанное на стоимости. Корпоративный ответ революции акционеров / Дж. Д. Мартин, Дж. В. Петти. – Москва :Баланс Бизнес Букс, 2006. – 256 с.

43. Международные стандарты оценки (МКСОИ) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ocenchik.ru/docs/468.html>.

44. Международные стандарты оценки 2011 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://smao.ru/files/dok_novosti/2013/perevod_mco.pdf.

45. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств [Текст] : монографія / О. Г. Мендрул. – Київ : КНЕУ, 2002. – 224 с.

46. Методичні рекомендації до виконання практичних робіт з навч. дисц. «Фінансовий менеджмент» для студентів спеціальності 8.03050801 «Фінанси і кредит» усіх форм навчання / уклад. І. В. Журавльова, М. М. Берест, О. П. Полтініна. – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2016. – 76 с.

47. Мингалиев К. Н. Финансовый менеджмент : практикум / К. Н. Мингалиев, И. В. Буланова. – Москва : Финансовая наука, 2012. – 140 с.

48. Мироседи С. А. Факторы и резервы увеличения прибыли предприятия / С. А. Мироседи, Т. Г. Мироседи, Ю. С. Веремеева // Символ науки. – 2016. – № 5. – С. 161–165.

49. Мінухін С. В. Методи і моделі проектування на основі сучасних Case-засобів : навч. посіб. / С. В. Мінухін, О. М. Беседовський, С. В. Знахур. – Харків : Вид. ХНЕУ, 2008. – 272 с.

50. Момот Т. В. Інформаційно-аналітична база експрес-оцінювання вартості акціонерних товариств будівельної галузі в умовах обмеженої мобільності корпоративних прав на ринку цінних паперів / Т. В. Момот, І. М. Писаревський, А. І. Чудопал // Комунальне господарство міст. – 2016. – № 129. – С. 6–10.

51. Момот Т. В. Структурно-змістовне дослідження понятійної бази оціночної діяльності: міжнародний досвід та проблеми національної адаптації [Електронний ресурс] / Т. В. Момот, А. І. Чудопал, А. В. Степанова. – Режим доступу : <http://khg.kname.edu.ua/index.php/khg/article/viewFile/4458/4427>.

52. Муравьева Н. Н. К вопросу об эффективном управлении инвестиционной привлекательностью коммерческих организаций [Электронный ресурс] / Н. Н. Муравьева, И. В. Жилина // Проблемы экономики и менеджмента. – 2016. – № 2 (54). – Режим доступа : <http://cyberleninka.ru/article/n/k-voprosu-ob-effektivnom-upravlenii-investitsionnoy-privlekatelnostyu-kommercheskih-organizatsiy>.

53. Муравьева Н. Н. Сравнительный анализ методик интегральной оценки инвестиционной привлекательности коммерческих организаций / Н. Н. Муравьева, А. М. Федотова // ScienceTime. – 2015. – № 4 (16). – С. 499–504.

54. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п>.

55. Національний стандарт № 2 «Оцінка нерухомого майна» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1442-2004-п>.

56. Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-п>.

57. Національний стандарт № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1185-2007-п>.

58. Николаенко А. А. Оценка бизнеса методом чистых активов [Электронный ресурс] / А. А. Николаенко, М. Г. Ефимова. – Режим доступа : <http://dspace.susu.ru/xmlui/bitstream/handle/0001.74/5711/24.pdf?sequence=1>.

59. Новикова И. Ю. Комплексный анализ как основа объективной оценки инвестиционной привлекательности предприятия [Электронный ресурс] / И. Ю. Новикова. – Режим доступа : <http://izdatelstvo.isea.ru/epm/dl.ashx?id=2852>.

60. Основные финансовые инструменты фондового рынка [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://gasoilmoney.ru/razgovori-o-dengah/finansovie-instrumenti>.

61. Офіційний сайт IVSC (International Valuation Standards Council). – Режим доступу : <https://www.ivsc.org/>.

62. Офіційний сайт The European Group of Valuers' Associations – TEGoVA. – Режим доступу : <http://www.tegova.org/>.

63. Патрушева О. Г. Управління вартістю промислових підприємств: теорія, методика, практика / О. Г. Патрушева, Д. Ю. Брюханов, Д. А. Белкін. – Ярославль : Ярославський держ. ун-т, 2007. – 296 с.

64. Поливана Т. М. Формування оптимальної структури капіталу корпорацій: теоретичні підходи та міжнародний досвід / Т. М. Поливана // Економіка. Фінанси. Право. – 2008. – № 3. – С. 18–22.

65. Ралко О. С. Методи визначення ставки дисконтування [Електронний ресурс] / О. С. Ралко // Наук. вісник Міжнар. гуманітарного уні-ту. – Режим доступу : <http://www.vestnik-econom.mgu.od.ua/journal/2015/11-2015/35.pdf>.

66. Реук А. М. Концепция управления капитализацией: генезис и методологические основы / А. М. Реук, К. Н. Мищенко, А. Ю. Сахаров // Экономический анализ : теория и практика. – 2015. – № 9. – С. 42–51.

67. Ромашин О. В. Інструменти вартісно-орієнтованого управління підприємством [Електронний ресурс] / О. В. Ромашин. – Режим доступу : <http://svitppt.com.ua/ekonomika/instrumenti-vartisnoorientovanogo-upravlinny-a-pidpriemstvom.html>.

68. Синадський В. Ставки дисконтування та їх обрахунок [Електронний ресурс] / В. Синадський. – Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/sdu/085.htm.

69. Сініцин О. О. Характеристика методів регулювання та оптимізації структури капіталу корпорації / О. О. Сініцин // Ефективна економіка. – 2014. – № 4. – С. 88–92
70. Сорокина С. В. Система факторов, влияющих на формирование прибыли предприятия / С. В. Сорокина // Вісник СевНТУ. Серія «Економіка і фінанси». – 2011. – Вип. 116. – С. 205–210.
71. Средневзвешенная стоимость капитала [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://discovered.com.ua/glossary/srednevzveshennaya-stoimost-kapitala/>.
72. Стандарты оценки [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://discovered.com.ua/glossary/standarty-ocenki/>.
73. Старик Р. Я. Методологічні аспекти оцінки рівня інтелектуального капіталу / Р. Я. Старик // Наук. вісник НЛТУ України. – 2010. – № 20. – С. 233–241.
74. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В. М. Суторміна. – Київ : КНЕУ, 2004. – 566 с.
75. Татарина К. Ю. Стоимостно-ориентированное управление компанией или создание стоимостного мышления / К. Ю. Татарина // Молодой ученый. – 2016. – № 7. – С. 1002–1006.
76. Турило А. М. Оцінка вартості підприємства в системі фінансово-економічної стратегії його розвитку / А. М. Турило // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С. 95–100.
77. Федеральные стандарты оценки (ФСО) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.expertgroup.ru/ru/fso_1_2_3.html.
78. Фінансовий менеджмент : підручник / кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – Київ : КНЕУ, 2005. – 535 с.
79. Хайдукова Д. А. Классификация факторов, влияющих на прибыль предприятия / Д. А. Хайдукова // Молодой ученый. – 2016. – № 21. – С. 519–521.
80. Харитонов Л. В. Методы оценки эффективности инвестиционной деятельности предприятий АПК [Электронный ресурс] / Л. К. Харитонов, Е. М. Шадоба, В. И. Рулинский. – Режим доступа : <http://research-journal.org/economical/medody-ocenki-effektivnosti-investicijnoy-deyatelnosti-predpriyatij-ark/>.
81. Чеботарев Н. Ф. Оценка стоимости предприятия : учебник [Электронный ресурс] / Н. Ф. Чеботарев. – Режим доступа : <http://www.alleng.ru/d/econ-fin/econ-fin224.htm>.

82. Чернышева Г. Н. Специфика управления прибылью предприятия в условиях нестабильной экономики [Электронный ресурс] / Г. Н. Чернышева. – Режим доступа : http://www.rusnauka.com/7_NITSB_2014/Economics/3_161483.doc.htm.

83. Чубук Л. П. Методи визначення ставок дисконту та капіталізації для оцінки нерухомості, адекватних ринковим умовам / Л. П. Чубук // Вісник Київського нац. ун-ту ім. Тараса Шевченка. Серія «Економіка». – 2013. – № 151 – С. 48–53.

84. Шадоба Е. М. Инвестиционная деятельность предприятия как фактор активизации и роста конкурентоспособности инновационной деятельности промышленных предприятий / Е. М. Шадоба, Д. В. Медведева // Бюллетень научных работ Брянского филиала МИИТ. – 2012. – № 1 (1). – С. 137–141.

85. Шевчук Н. В. Аналітичні моделі вартісно-орієнтованого управління підприємством [Електронний ресурс] / Н. В. Шевчук. – Режим доступу : <http://www.slideshare.net/alegre380/4-shevchuk-n>.

86. Якубовский В. Я. Общность и различия в международных стандартах оценочной деятельности IVS-2017 и европейских стандартах EVS-2016 [Электронный ресурс] / В. Я. Якубовский. – Режим доступа : <http://www.afo.com.ua/ru/news/2-general-assessment/1150-valeriyakubovskyy-ivs-2017-vs-evs-2016>.

87. Deng M. Another Look at Equity and Enterprise Valuation based on Multiples [Electronic resource] / M. Deng, P. D. Easton, J. Yeo // Social science researchnetwork. – Access mode : http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1462794.

Структура Міжнародних Стандартів Оцінки 2017

Вступ. 100 Серія – Загальні стандарти

Загальні стандарти застосовуються у всіх випадках, за винятком лише спеціальних випадків чи додаткових вимог, що зумовлюють спеціальне застосування стандартів, до активів чи зобов'язань.

МСО 101 – Загальні поняття і принципи;

МСО 102 – Оцінні підходи;

МСО 103 – Бази оцінки;

МСО 104 – Загальні вимоги до проведення оцінки;

МСО 105 – Звіт про оцінку.

200 Серія – Застосування стандартів

У застосуваннях стандартів описуються вимоги для конкретних випадків, формулюються спеціальні оцінні вимоги для кожного розглядуваного випадку, відповідність цих стандартів до загальних стандартів МСО.

МСО 201.01 – Справедлива вартість у рамках Міжнародних стандартів Фінансової звітності;

МСО 201.02 – Оцінка для нарахування амортизації;

МСО 201.03 – Оцінка для оренди;

МСО 201.04 – Оцінка для тестів знецінення;

МСО 201.05 – Оцінка нерухомості, обладнання та устаткування в громадському секторі;

МСО 202.06 – Оцінка нерухомості для забезпечення зобов'язань.

Вступ до Стандартів з оцінки активів

МСО 301.01 – Оцінка бізнесу і часток у бізнесі;

МСО 301.02 – Оцінка нематеріальних активів;

МСО 302.01 – Оцінка обладнання;

МСО 303.01 – Оцінка інтересів в нерухомості;

МСО 303.02 – Оцінка історичної нерухомості;

МСО 303.03 – Оцінка інвестиційної нерухомості під час створення;

МСО 303.04 – Оцінка торгової нерухомості;

МСО 304.01 – Оцінка фінансових інструментів.

Глосарій. Зауваження.

Стандарт МСО 305.01 зарезервований під неопублікований стандарт з оцінювання фінансових зобов'язань.

Стандарт МСО 306.01 зарезервований під неопублікований стандарт з оцінювання біологічних активів.

Стандарт МСО 307.01 зарезервований під неопублікований стандарт з оцінювання у видобувних галузях.

Нормативно-правова база оцінної діяльності в Україні:

- 1) «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оцінну діяльність в Україні» – Закон України № 2658-III від 12.07.2001 р.;
 - 2) «Про оцінку земель» – Закон України № 1378 від 11.12.2003 р.;
 - 3) «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» – Національний стандарт № 1 від 10.09.2003 р. № 1440;
 - 4) «Оцінка нерухомого майна» – Національний стандарт № 2 від 28.10.2004 р. № 1442;
 - 5) «Оцінка цілісних майнових комплексів» – Національний стандарт № 3 від 29.11.2006 р.;
 - 6) «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності» – Національний стандарт № 4 від 3.10.2007 р.;
 - 7) «Про затвердження Методики оцінки майна» – Постанова КМУ від 10.12.2003 р. № 1891;
 - 8) «Положення про порядок проведення експертної оцінки державного майна при приватизації» – Наказ ФДМУ від 20.03.1995 р. № 100 (74/610);
 - 9) «Про експертну грошову оцінку земельних ділянок» – Постанова КМУ від 11.10.2002 р. № 1531;
 - 10) «Порядок проведення експертної грошової оцінки земельних ділянок» – Наказ Держкомзему України від 09.01.2003 р. № 2;
 - 11) «Щодо оформлення звіту про оцінку майна і висновку про вартість майна» – Інструктивний Лист ФДМУ від 09.10.2003 р. № 10-36-12633;
- Спеціальні питання оцінювання:*
- 1) «Про затвердження Порядку визначення початкової вартості пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, що підлягають продажу на конкурсах» – Наказ ФДМУ від 23.01.2004 р. № 105 (№ 135/8734) (додаток 1 і додаток 2);
 - 2) «Про затвердження Методики грошової оцінки пам'яток» – Постанова КМУ від 26.09.2002 р. № 1447;
 - 3) «Про затвердження Порядку визначення вартості відтворення чи заміщення земельних поліпшень – будинків, будівель та споруд малоповерхового житлового будівництва» – Наказ ФДМУ від 23.12.2004 р. № 2929/227 (№ 135/8734);

Закінчення додатка Б

4) «Про затвердження Порядку продажу у 2006 р. земельних ділянок державної власності, на яких розташовані об'єкти, що підлягають приватизації» – Постанова КМУ від 26.09.2006 р. № 1360;

5) «Про затвердження Порядку надання орендарю згоди орендодавця державного майна на здійснення невід'ємних поліпшень орендованого державного майна» – Наказ ФДМУ від 03.10.2006 р. № 1523 (№ 1123/12997);

6) «Про затвердження Методики товарознавчої експертизи та оцінки колісних транспортних засобів» – Наказ Мінюста та ФДМУ від 24.07.2009 р. № 1335/5/1159 ;

7) «Про затвердження Порядку визначення оцінної вартості об'єктів права інтелектуальної власності, що перебувають у державній власності або були створені (придбані) за державні кошти, з метою зарахування на бухгалтерський облік» – Наказ ФДМУ від 13.12.2005 р. № 3162;

8) «Про затвердження Методики оцінки майнових прав інтелектуальної власності» – Наказ ФДМУ від 25.06.2008 р. № 740;

9) «Внесення змін та доповнень до Роз'яснення деяких положень Методики оцінки майна, затвердженої постановою Кабінету Міністрів України» – Лист Фонду державного майна України № 10-36-9502 від 10.12.2003 р., наданих листом Фонду державного майна України від 23.01.2004 р. № 10-36-835;

10) «Про затвердження Інструкції щодо проведення поділу, виділу та розрахунку часток об'єктів нерухомого майна» – Наказ Міністерства з питань житлово-комунального господарства України від 18.06.2007 р. № 55.

Зміст

Вступ.....	3
Розділ 1. Предмет і змістовність управління вартістю підприємства.....	5
1.1. Економічна змістовність вартості підприємства	6
1.2. Сутність вартісно-орієнтованого управління підприємством... ..	10
1.3. Значення управління вартістю в системі менеджменту підприємства.....	17
Розділ 2. Концепції та інформаційне забезпечення управління вартістю підприємства	25
2.1. Міжнародні стандарти оцінної діяльності	26
2.2. Національні стандарти оцінної діяльності	30
2.3. Сучасне інформаційне забезпечення оцінної діяльності	33
Розділ 3. Підходи до оцінювання вартості підприємства.....	45
3.1. Дохідний підхід до оцінювання вартості підприємства.....	46
3.2. Витратний підхід до оцінювання вартості підприємства.....	52
3.3. Порівняльний підхід до оцінювання вартості підприємства.....	57
Розділ 4. Позичування підприємства на фондовому ринку як елемент управління вартістю	65
4.1. Форми та види фінансових інструментів.....	66
4.2. Фактори впливу на зростання ринкової вартості цінних паперів підприємства	68
4.3. Визначення напрямів управління вартістю підприємства шляхом активізації його діяльності на фондовому ринку	74
Розділ 5. Раціоналізація структури капіталу за критерієм вартості підприємства.....	83
5.1. Критеріальний вибір оптимальної структури капіталу підприємства	84
5.2. Визначення впливу вартості капіталу на ринкову вартість підприємства.....	92
Розділ 6. Взаємозв'язок інвестиційної діяльності й управління вартістю підприємства	102
6.1. Визначення основних показників ефективності інвестиційної діяльності підприємства.....	103
6.2. Узгодження процесу управління інвестиційною привабливістю та вартістю підприємства	110
Рекомендована література.....	128
Додатки.....	136

НАВЧАЛЬНЕ ВИДАННЯ

Полтініна Ольга Павлівна

УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА

Навчальний посібник

Самостійне електронне текстове мережеве видання

Відповідальний за видання *І. В. Журавльова*

Відповідальний редактор *М. М. Оленич*

Редактор *Н. І. Ганцевич*

Коректор *Т. А. Маркова*

План 2017 р. Поз. № 14-ЕНП. Обсяг 140 с.

Видавець і виготовлювач – ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 61166, м. Харків, просп. Науки, 9-А

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до Державного реєстру
ДК № 4853 від 20.02.2015 р.*