



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ ЮРИДИЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ЯРОСЛАВА МУДРОГО

Електронне видання

Гриценко О.А.

Конспект лекцій з навчальної дисципліни
«УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ БІЗНЕСУ»
(вибіркова)

Харків
2019

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ ЮРИДИЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ЯРОСЛАВА МУДРОГО

Електронне видання

Гриценко О.А.

**Конспект лекцій з навчальної дисципліни
«УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ БІЗНЕСУ»**

(вибіркова)

для студентів
другого (магістерського) рівня вищої освіти
галузі знань 07 «Управління та адміністрування»
спеціальності 073 «Менеджмент»
спеціалізації «Бізнес-адміністрування»

**Харків
2019**

Гриценко О. А. Конспект лекцій з навчальної дисципліни «Управління вартістю бізнесу» (вибіркова) для студентів другого (магістерського) рівня вищої освіти галузі знань 07 «Управління та адміністрування» спеціальності 073 «Менеджмент» спеціалізації «Бізнес-адміністрування». Харків: Нац. юрид. ун-т ім. Ярослава Мудрого, 2019. 62 с.

*Рекомендовано до видання редакційно-видавничою радою
Національного юридичного університету імені Ярослава Мудрого
(протокол № 5 від 14.05.2019 р.)*

© Національний юридичний університет
імені Ярослава Мудрого, 2019

Тема 1. Теоретичні основи управління вартістю бізнесу

1. Основні поняття управління вартістю бізнесу.
2. Компонентні складові вартості бізнесу. Активи та пасиви компанії. Структура капіталу фірми. Процес капіталізації бізнесу.
3. Управління потенціалом за вартісними критеріями. Управління прибутком.
4. Етапи управління вартістю бізнесу.

Актуальність управління вартістю підприємства зростає через посилення конкурентної боротьби компаній за капітал інвесторів та акціонерів. Окрім того, необхідність управління вартістю підприємства продиктована сучасними вимогами до ведення бізнесу, які висуваються до топ-менеджерів підприємств. Фірма – це організаційна структура, управління якою спрямовано на досягнення успіху. Діяльність, якою займається фірма, називається бізнесом. Його основна мета забезпечити отримання прибутку. Організація бізнесу носить системно керований характер. Це передбачає організацію відтворення як матеріально-речових, так і вартісних (фінансових) ресурсів. Рух цих ресурсів має взаємопов'язаний характер. Але не завжди він збігається, приміром погіршення якості продукції (виробничо-технологічний аспект) не завжди призводить до зменшення виручки або прибутку (вартісний аспект), якщо на ринку не вистачає подібного продукту. Тому виникає необхідність управляти виробничим, технологічним потенціалом і вартістю бізнесу як окремими напрямками діяльності. Керованість бізнесом передбачає таке управління вартістю, що забезпечує її розширене відтворення. Управління вартістю компанії це процес, орієнтований на довгострокову перспективу й має стратегічне значення для компанії. Вартість фірми складається з *вартості активів, прибутку та вартості ризику*. Тому управління вартістю бізнесу означає управління всіма складовими, кожна з яких потребує використання специфічних інструментів. Ринкова вартість бізнесу дозволяє з

великим ступенем точності визначити, наскільки успішно здійснюється бізнес та на якому етапі розвитку знаходиться діяльність фірми. Збільшення ринкової вартості підприємства означає, що підприємство перебуває на стадії зростання, розвивається виробництво, розширюється мережа збуту, підприємство освоює нові ринки збуту. І навпаки, зниження ринкової вартості підприємства є головним індикатором неблагополучного стану справ, це може бути передкризовий стан або банкрутство. Прийняття раціональних ефективних управлінських рішень спирається на інформацію про вартість бізнесу. Інтерес до збільшення вартості бізнесу виявляють різні суб'єкти. Власники компаній зацікавлені в підвищенні вартості бізнесу в різних випадках: виходу на нові ринки; підвищення інвестиційної привабливості своєї компанії; реструктуризації або реорганізації компанії; необхідності злиття, поглинання або розділу бізнесу; виведення на фондовий ринок цінних паперів фірми. Менеджери завдяки зростанню вартості бізнесу отримують інформацію про доцільність своїх зусиль з управління компанією. Інвестори визначають умови вкладення певної кількості грошей. Кредитори – визначають кредитоздатність фірми. Держава виявляє передчасні умови банкрутства бізнесу.

Вартість бізнесу складається з різних компонентів: *сукупності активів (матеріальних та нематеріальних) та структури пасивів*. В основі управління бізнесом міститься структура капіталу за різними критеріями: джерелами походження, видами активів, формами власності тощо.

Процес управління вартістю бізнесу передбачає процес відтворення прибутку шляхом його капіталізації. *Капіталізацію* можна визначати різним чином: а) вартість цінних паперів, що котируються на фондовому ринку; б) оцінка вартості підприємства за прибутком; в) зростання власного капіталу банків;

г) процес перетворення вартості, втіленої в матеріальних та інших реальних цінностях, на джерело зростання вартості; д) процес капіталізації результатів виробництва. Основний зміст управління вартістю фірми передбачає процес управління

капіталізацією фірми. Це означає процес перетворення чистого прибутку в додатковий капітал, додаткові фактори виробництва в результаті чого досягається збільшення вартості бізнесу. Усі інші завдання фірми спрямовані на досягнення цієї мети.

На основі управління вартістю бізнесу будується розробка ринкової стратегії, яка передбачає створення концепції збільшення вартості, визначення цілей та принципів її забезпечення, розробка програми та інструментів. Управління вартістю бізнесу передбачає визначення умов його створення, що дозволяє виявити ключові фактори, що впливають на вартість компанії. Їх можна розділити умовно на дві групи: *фактори внутрішні й зовнішні*. До першої належать показники діяльності підприємства: виручка, прибуток, рентабельність, якість продукції, що випускається, технічна оснащеність виробництва і т. ін. До другої групи – конкурентне середовище, потенціал компанії на ринку, законодавча база, макроекономічна і політична ситуації в країні і регіоні.

У системі стратегії розвитку організації в сучасних умовах при обґрунтуванні фінансових стратегій виникає необхідність прогнозувати збільшення вартості бізнесу. Для фінансового менеджменту це стає пріоритетною методологією управління компанією.

Управління вартістю будується на аналізі балансу, звіту про прибутки і збитки. Управління вартістю передбачає підтримку розумної рівноваги між довгостроковими і короткостроковими цілями діяльності. Передумовами управління вартістю бізнесу є постійний контроль за обсягом і якістю продукції, що випускається, темпами зростання, досягненням цільового рівня рентабельності. Якщо акції компанії обертаються на біржі, то інформація про їх рух буде підвищувати вартість її паперів, збільшуючи ринкову капіталізацію. Важливою передумовою управління вартістю бізнесу є побудова грамотної і прозорої системи фінансової звітності, ведення бухгалтерського обліку за міжнародними стандартами. Збільшити вартість компанії можна завдяки успішному поєднанню позикових коштів і власного капіталу. Вартість компанії визначається її дисконтованими майбутніми

грошовими потоками, і нова вартість створюється лише тоді, коли компанія отримує таку віддачу від інвестованого капіталу, яка перевищує витрати на його залучення. На управлінні вартістю будується весь механізм прийняття стратегічних та оперативних рішень. Правильно налагоджене управління вартістю означає, що всі устремління компанії, аналітичні методи і прийоми менеджменту спрямовані до однієї спільної мети – допомогти компанії максимізувати свою вартість, будуючи процес прийняття управлінських рішень на ключових факторах вартості.

Сьогодні управління вартістю бізнесу будується на концепції нової управлінської парадигми, яка отримала назву *вартісно-орієнтоване управління* – VBM (Value Based Management). Ця концепція виникає в процесі розвитку фінансового менеджменту, як системної діяльності з управління вартістю бізнесу. В основі даної концепції лежить вартість фірми, яка розраховується відповідно до моделей Дюпона і дисконтованого грошового потоку. На основі VBM фінансові менеджери отримують необхідну інформацію про вартість бізнесу та здійснюють планування, моніторинг, оцінку та управління, забезпечуючи підвищення капіталізації фірми. *Модель Дюпона* (DuPont) розроблена фірмою "Дюпон" (США), використовується для визначення потенціалу компанії на основі інтегрального аналізу ефективності використання капіталу підприємства, передбачає розкладення показника "коефіцієнт рентабельності власного капіталу" на ряд фінансових коефіцієнтів. Залежно від кількості факторів, на які розкладаються показники ефективності, визначають двофакторну модель, яка побудована на аналізі рентабельності продажу та оборотності капіталу. У трьохфакторній моделі додається фінансовий важіль (відношення запозиченого капіталу до власних ресурсів фірми). У п'ятифакторній моделі до цих чинників додаються відношення виручки до активів та відношення активів до виручки. На основі методики Дюпона виявляються сильні та слабкі сторони фірми. На основі отриманої інформації фінансові менеджери розробляють напрями збільшення вартості капіталу, враховуючи його

компоненти (контроль за витратами, управління активами, збільшення прибутку завдяки маркетингу тощо).

Стратегія розвитку фірми в сучасних умовах повинна будуватися з урахуванням вимог та можливостей системи управління капіталом та реалізовуватися шляхом здійснення певних функцій (фінансової, виробничої, відтворювальної, накопичувальної, інвестиційної та вартісної) та базуватися на адекватних принципах. В умовах фінансової кризи кожне управлінське рішення повинне прийматися з погляду його впливу на вартість підприємства. В межах концепції вартісно-орієнтованого управління (VBM – підходу) враховують платність як позикового, так і власного капіталу, стан зовнішнього середовища, динаміку і прогнозування вартості підприємства, що дає можливість вирішити конфлікт інтересів акціонерів і менеджерів та оцінити ефективність використання капіталу підприємства. (додаткову інформацію можна отримати в матеріалі Афанасьєвої Т.А. Управління вартістю підприємства на сайті <http://intkonf.org/afanaseva-ta-upravlinnya-vartistyu-pidpriemstva/>.)

Управління вартістю бізнесу передбачає основні етапи: визначення вартості бізнесу та його основних компонентів, аналіз чинників впливу на вартість, розробка стратегії збільшення вартості, визначення сукупності заходів збільшення вартості бізнесу, періодичний аналіз та оцінка послідовності прийнятих рішень, моніторинг та контроль за виконанням розроблених програм. (більш детальну інформацію можна отримати в матеріалі Ровний Я.А. Основні елементи механізму управління вартістю підприємства, що розміщено на сайті: http://www.economy.in.ua/pdf/2_2013/25.pdf).

Тема 2. Основні підходи до визначення вартості бізнесу

1. Принципи оцінки бізнесу.
2. Види вартості бізнесу.
3. Цілі оцінки бізнесу в парадигмі управління. Інтереси

суб'єктів до визначення вартості бізнесу.

4. Вартість бізнесу як об'єкт управління.

Базисною умовою здійснення управління вартістю бізнесу є проведення оцінки фірми та всіх її складових. Оцінка вартості підприємства (бізнесу) у всіх випадках проводиться з метою здійснення грамотного управління його діяльністю на підставі прогнозованих даних, отриманих у процесі оцінки, щоб підприємство могло виконувати свою головну економічну функцію – приносити прибуток. Знання основ оцінки вартості бізнесу і управління на основі оцінки, вміння застосовувати на практиці результати такої оцінки важлива передумова прийняття ефективних управлінських рішень для досягнення необхідної прибутковості фірми. Процес оцінювання являє собою відтворення логіки всіх суб'єктів, що зацікавлені в отриманні інформації про вартість бізнесу. Процес оцінювання вартості бізнесу залежить від багатьох обставин: цілей оцінювання, факторів внутрішнього та зовнішнього середовища фірми, інтересів суб'єктів бізнесу. Водночас один і той самий об'єкт на одну дату має різну вартість залежно від цілей та способів оцінки. Оцінювання вартості бізнесу здійснюється з позицій різних суб'єктів. Підприємець здійснює оцінку для • забезпечення економічної безпеки, • розробки планів розвитку бізнесу, • випуску акцій, • оцінювання ефективності менеджменту. Власник може переслідувати такі цілі як вибір варіантів розпорядження власністю, розрахунків витрат при реструктуризації чи модернізації, обґрунтування ціни купівлі-продажу бізнесу або його частки, встановлення розміру доходу при ліквідації підприємства. Кредитні установи оцінюють вартість бізнесу для перевірки фінансової спроможності позичальника, визначення розміру позики, що видається під заставу. Страхові компанії оцінюють бізнес для встановлення розміру страхового внеску; визначення розміру страхових виплат. Фондові біржі – для розрахунку кон'юнктурних характеристик, перевірки обґрунтованості котирувань цінних паперів. Інвестори – для перевірки доцільності інвестиційних вкладень, визначення допустимої ціни покупки бізнесу з метою

включення його в інвестиційний проєкт. Державні органи – для визначення оподаткованої бази, встановлення доходу від примусової ліквідації через процедуру, банкрутства або для судових цілей.

Різні цілі оцінювання передбачають визначення різних видів вартості. Основна мета оцінювання – підвищення вартості бізнесу шляхом формування довготривалих цілей; оптимізації як структури капіталу, так і корпоративної моделі управління, володіння, контролю; удосконалення процедури захисту прав акціонерів; створення сприятливого іміджу компанії та торговельної марки; забезпечення ліквідності цінних паперів компанії; розширення доступу до джерел фінансування й інвестицій; провадження інновацій.

Оцінка вартості бізнесу завжди відбувається на певну дату, оскільки необхідно враховувати сукупність конкретних факторів, що існують на конкретному ринку в конкретний момент часу. Процес оцінювання носить системний характер, це означає, що вартість бізнесу повинна визначатися з різних сторін, що досягається використанням різних підходів: витратного, доходного, порівняльного.

В основі оцінки вартості знаходяться її *принципи* – об'єктивно наявні та суб'єктивно застосовані правила та норми оцінки. Об'єктивність принципів пов'язана з їхнім виникненням. Вони охоплюють об'єктивні якості самого об'єкта оцінки (корисність бізнесу, його структуру, можливості найкращого використання тощо), об'єктивні інтереси суб'єктів – принцип очікування (прогнозованої майбутньої вигоди); найкращого і найбільш ефективного використання власності та об'єктивні умови функціонування бізнесу в ринковій атмосфері – конкуренцію, закони попиту та пропозиції. Усі перераховані принципи розкриваються і конкретизуються в стандартах оціночної діяльності. Принципи оцінки можна розділити на три групи: Перша – заснована на уявленнях користувача, власника: корисність, заміщення, очікування. Друга – пов'язана з експлуатацією власності: вклад, залишкова продуктивність, динаміка доходів, збалансованість. Третя – зумовлена дією ринкового середовища: залежність, відповідність, пропозиція і

попит, конкуренція.

В Україні розроблені власні Національні стандарти, які визначають загальні основи оцінювання, визначають підходи та інструменти оцінки рухомих та нерухомих речей, цілісних майнових комплексів, паїв та акцій. Ці національні стандарти спираються на Міжнародні та Європейські стандарти.

Залежно від цілей оцінки, характеру об'єкта, інтересів суб'єктів виникають різні форми та види вартості.

Найбільш поширеною є *ринкова вартість*. Саме вона визначає ринковий характер бізнесу. Під час визначення ринкової вартості активів визначається найбільш ймовірна ціна, за якою об'єкт оцінки може бути відчужений на дату оцінки на відкритому ринку в умовах конкуренції, коли сторони угоди діють розумно, маючи у своєму розпорядженні всю необхідну інформацію, а на ціну угоди не впливають будь-які надзвичайні обставини. Умовами виникнення ринкової вартості є:

- жодна зі сторін угоди не зобов'язана відчужувати свій бізнес, тобто ніхто не примушує їх до здійснення угоди;

- сторони угоди добре поінформовані про предмет угоди та діють у своїх інтересах, тобто в них присутня типова ринкова мотивація;

- об'єкт оцінки представлений на відкритому (конкурентному) ринку за допомогою публічної оферти, типової для аналогічних об'єктів оцінки;

- ціна угоди являє собою розумну винагороду за об'єкт оцінки, примусу до здійснення угоди щодо сторін угоди з чиєї сторони не було;

- платіж за об'єкт оцінки виражений у грошовій формі.

Поряд з ринковою вартістю існують інші форми, умовами виникнення яких є певні конкретні обставини.

Найчастіше на ринку індивідуальних переваг представлена *інвестиційна вартість*. Вона визначається для конкретного інвестора (покупця), який має особливі вимоги до активів, своє бачення перспектив його використання, ставлення до ризиків, можливості їх компенсувати специфічними засобами. Тобто це погляд на ринковий актив очима конкретного інвестора, що відрізняється від інших. Цей конкретний інвестор

має свій мотив придбання активу, з огляду на свої переваги. Він бачить інші можливості його використання та отримання доходу. Як правило це пов'язано з додатковою інформацією в умовах її асинхронного розповсюдження. Інвестиційна вартість тяжіє до ринкової, яка є її межею. Але у деяких випадках, коли не має інших альтернатив, інвестиційна вартість може перевищувати ринкову. Це відбувається тоді, коли актив має спеціалізований чи унікальний характер і не може мати еквівалентного замітника.

Спеціальна вартість виникає в тому випадку, коли актив має специфічні добавки до його ринкових властивостей. Це виникає завдяки наявності на ринку певного власника або користувача, для яких актив має найбільшу цінність, ніж для інших.

Страхова вартість визначається відповідно до умов укладення страхового контракту й залежить від самого об'єкта, можливостей його відтворення, переваг сторін угоди.

Податкова вартість розраховується на базі визначень, що містяться в нормативно-правових і фінансових документах, та відображає умови виникнення податкової трансакції.

Ліквідна вартість виникає, по-перше, у випадку необхідності реалізувати актив у термін, закороткий для проведення адекватного для нього маркетингу, а по-друге – за умов, коли продавець не схильний продавати, а покупець купує, знаючи про скрутний стан продавця.

Ліквідаційна вартість визначається за умов, якщо бізнес не може функціонувати і підпадає під банкрутство та необхідно оцінити вартість у випадку продажу його основних активів.

Оцінка бізнесу часто будується на визначенні поняття «цілісний майновий комплекс» – це сукупність активів, що забезпечують провадження окремої господарської діяльності на постійній і регулярній основі. Цілісними майновими комплексами можуть бути структурні підрозділи підприємств (цехи, окремі виробництва, дільниці тощо), що мають виробничо-технологічну завершеність, і які можуть бути виокремлені в самостійні об'єкти господарювання. Якщо об'єктом оцінки стає фірма, то вона розглядається як єдине ціле (особливий товар), до складу якого входять усі види майна,

майнових прав, зобов'язань, що функціонують у межах організаційно-правової форми та забезпечують конкретний вид підприємницької діяльності.

Особливої уваги потребує оцінка корпоративних прав, вартості часткового та контрольного інтересу (паketу). Якщо підприємство (фірма) – є товаром, то корисність її функціонування визначається бізнесом, тобто спроможністю використовувати всі матеріальні та нематеріальні фактори у такий спосіб, щоб вони забезпечували своїм власникам певний дохід. Тому вартість бізнесу у більшій мірі визначається не витратами на його здійснення (це вартість підприємства), а ринковими можливостями (корисними властивостями). Тому бізнес можна передати в нематеріальній формі, наприклад, репутацію, гудвіл, франчайзинг (надання торгової марки, планів, ринкової стратегії, послуг з контролю якості тощо).

При оцінці бізнесу його цінність визначається ні витратами на його відтворення, а вигідністю отримання певних правочинів (права на користування, отримання доходу, неможливість втручання, наслідування, віндикацію, заборону шкідливого впливу на інших людей чи речі та ін.).

Найбільше в ринковій економіці цінуються права абсолютної власності. Але така власність теж має певні обмеження. Вони можуть носити внутрішній, як, наприклад, сумісно-нероздільна власність, а також зовнішній характер. В останньому випадку мають місце обмежувальні та обтяжливі права. Обмежувальні права – це права третіх осіб, що обмежують права власника щодо користування та розпорядження його майном (застанова, іпотека, судовий позов, опікуєство). Обтяжливі права дозволяють третім особам користуватися майном, що перебуває у власності інших суб'єктів (оренда, концесія, сервітути, емфітевзиси, суперфіції, довірче управління). За цих умов треба розуміти, що ці права можуть мати свою власну вартість, або впливати на вартість бізнесу загалом.

Тема 3. Управління бізнесом з позицій витратного,

дохідного, порівняльного підходу

1. Умови, фактори та сфера використання витратного підходу.
2. Методи оцінки вартості бізнесу з позицій витратного підходу.
3. Умови, фактори та сфера використання дохідного підходу.
4. Методи оцінки вартості з позиції дохідного підходу.
5. Умови, фактори та сфера використання порівняльного підходу.
6. Методи оцінки вартості з позиції порівняльного підходу.

Вартість бізнесу може бути визначена з різних сторін, що передбачає застосування трьох основних підходів. Перший, ґрунтується на визначенні витрат, необхідних для відновлення або заміщення даного об'єкта, з урахуванням його зносу (витратний підхід). Його особливість полягає в тому, що він надає ретроспективний погляд на вартість бізнесу, тобто скільки було витрачено на його створення. Другий (перспективний) – передбачає визначення вартості очікуваних доходів від об'єкта оцінки (дохідний підхід). Третій – порівняльний (аналоговий) підхід заснований на порівнянні об'єкта оцінки з аналогічними об'єктами, щодо яких є інформація про ціни угод.

Витратна концепція припускає, що вартість активу дорівнює витратам на його заміщення або відновлення за вирахуванням знижки на його знецінення. В оцінці бізнесу дана концепція застосовується для оцінки створення нового бізнесу, унікальних об'єктів або фірм, вартість яких не на багато перевищує вартість їх матеріальних активів. Також витратна концепція застосовується для оцінки окремих складових вартості. Основний зміст витратного методу полягає в поєднанні всіх витрат на виробництво, придбання та реалізацію економічного активу з урахуванням його реального зносу. Витратний метод має два можливих варіанта застосування.

Перший забезпечує отримання ринкової вартості. У цьому випадку всі необхідні елементи беруться з даних відкритого ринку. При неринковому варіанті витратний підхід орієнтується на неринкові (нормативні) дані. Цей метод оцінки є найбільш поширеним при визначенні вартості економічних активів, що не мають розвинутого ринку, або цей ринок взагалі не існує внаслідок специфічності самого бізнесу. Відсутність такого ринка визначається недостатньою кількістю ознак досконалої конкуренції на ньому, чи внаслідок малої кількості продавців або покупців, чи диференційованим характером самого активу, чи асинхронністю або неповнотою розповсюдження інформації на ньому.

Витратний підхід дозволяє визначити граничний розмір вартості оцінюваного активу, за який він може бути створений. Це певний орієнтир для інвестора, який порівнює витрати для створення бізнесу з тією грошовою сумою, за яку йому пропонують цей об'єкт придбати. У цьому випадку діє принцип заміщення, суть якого полягає в тому, що за умов наявності певної кількості однорідних (за корисністю, дохідністю) об'єктів найбільш високим попитом будуть користуватися об'єкти з найнижчою вартістю. Існуючі альтернативні способи задоволення потреб дозволяють покупцеві заміщувати один іншим. Витратний підхід може використовуватися не тільки для визначення вартості відчутних активів (нерухомість, обладнання та т.п.), але також при оцінці нематеріальних об'єктів (товарних знаків, торговельних марок, винаходів, промислових зразків тощо), коли розраховуються витрати на дослідження, підготовку необхідних кадрів, рекламу та просування на ринку, підвищення ділової репутації, доведення розробки до стану кінцевого призначення, усунення морального знецінення та ін.

Найчастіше витратний підхід є досконалим при оцінці:

- техніко-економічного обґрунтування нового будівництва;
- найкращого та найефективнішого використання земельної ділянки;
- вибору варіантів модернізації чи реконструкції

бізнесу;

- спеціалізованих активів та видів бізнесу;
- для цілей страхування;
- незавершеного будівництва;
- бізнесу, коли не має необхідної інформації про використання інших методів;
- судового розподілу майна фірми.

Витратний підхід має як позитивні, так і негативні риси.

Перевагами витратного підходу є можливість враховувати вплив виробничих та господарських факторів на зміни вартості активів. Крім того, він дає оцінку рівню розвитку технологій з урахуванням ступеня зносу активів. Оскільки розрахунки витратного підходу спираються на фінансові документи, його результати можуть бути перевірені. До *негативних рис* витратного підходу належить неможливість обчислення потенційного прибутку; складності оцінювання нематеріальних активів, таких як авторські права, патенти, комп'ютерні програми, престиж (гудвіл), оскільки витратний підхід орієнтується на інформацію про минулий стан бізнесу, і не віддзеркалює максимальної корисності підприємства в умовах застосування інноваційних продуктів.

Витратний підхід використовується шляхом застосування певних методів. *Метод відновної вартості* дозволяє розраховувати всі витрати, необхідні для створення точної копії оцінюваної фірми. Ці витрати розглядаються як відновна вартість оцінюваного об'єкта. *Метод ліквідаційної вартості* використовується у випадку, коли фірма припиняє свою діяльність, розпродає свої активи і погашає свої зобов'язання. Метод визначає найнижчу вартість бізнесу, що не співпадає з його ринковою вартістю.

Витратний підхід використовується для оцінки активів, що мають спеціальне використання, як наприклад, лікарні, учбові, пенітенціарні заклади, церкви, музеї, шахти, електростанції та т. п. Для таких об'єктів важко знайти порівняні продажі, тому єдиним методом оцінки стає визначення витрат на їх відбудову. Витратний підхід використовується у страхових випадках. Страхову компанію

цікавить не повна ринкова вартість активів, що застраховані, а лише та їх частина, яка може бути втрачена внаслідок знищення за певних умов, що зумовлені страховим полісом. Це можна зробити тільки при використанні певних процедур витратного підходу, що дозволить відновити зруйновані частини майна. Важливе значення метод витрат має при визначенні найкращого та найбільш ефективного використання земельної ділянки (наприклад, її використання під житлову чи комерційну забудову). У цьому випадку інвестор визначає вартість його забудови на основі розрахунку сукупності всіх витрат.

Якщо власник бізнесу приймає рішення про його перепрофілювання, реструктуризацію чи модернізацію, він, першочергово, підрачує всі витрати, що будуть пов'язані з цим процесом, а потім порівнює з розміром майбутнього ймовірного доходу. Це дозволить йому прийняти раціональне рішення.

З допомогою витратного методу розраховується вартість *відтворення активу* (тобто визначається скільки може коштувати актив, якщо б його створювали сьогодні в поточних цінах), яка має дві основні форми: відновна вартість та вартість заміщення. *Відновна вартість* – це витрати на виробництво в поточних цінах достеменної копії активу (з використанням тих же матеріалів, стандартів, проектів), що оцінюється. Відновну вартість можна розрахувати шляхом індексування первісної вартості активу на індекси збільшення чи зменшення вартості грошей. Найчастіше цей метод використовується для оцінки унікальних активів, які не можуть бути відтвореними у сучасних умовах. *Вартість заміщення* – це витрати в поточних цінах на створення активу однакової корисності, але за умов використання сучасних елементів виробництва (нових матеріалів, будівельних конструкцій, дизайну та інноваційних розробок тощо).

Оцінювання бізнесу (визначення його вартості) діючого підприємства дещо відрізняється від оцінювання підприємства як майнового комплексу. Ця відмінність пов'язана з тим, що бізнес – поняття ширше, ніж майновий комплекс. Підприємство як майновий комплекс містить усі види майна, призначеного для його діяльності: земельні ділянки, будівлі і споруди,

машини та устаткування, сировину, продукцію, нематеріальні активи, майнові зобов'язання. Тому оцінка цілісного майнового комплексу означає визначення вартості кожного окремого активу. Оцінювання ринкової вартості бізнесу означає визначення в грошовому виразі вартості всіх активів фірми як товару, тобто, її корисності для потенційного покупця, і витрати, необхідні для отримання цієї корисності. При оцінці бізнесу враховуються умови отримання прибутку.

Однією з важливих властивостей бізнесу є його здатність приносити своєму власнику чи користувачу – певну вигоду (або дохід). Тому власник оцінює свій актив залежно від цієї спроможності. Такий метод оцінювання отримав назву *дохідний підхід* або метод капіталізації. Його суттю є співставлення майбутніх доходів інвестора з поточними витратами. Це зіставлення завжди ведеться з урахуванням часу та невизначеності (ризиків). Дохідний метод віддзеркалює мотивацію типового інвестора – отримання майбутніх доходів із необхідними характеристиками. Оскільки між розміром інвестицій і вигодами від об'єкта їх вкладення завжди існує безпосередній зв'язок, вартість активів повинна визначатися як вартість прав на отримання майбутніх доходів. Тим самим вартість активу – це поточна вартість майбутніх грошових потоків. Основна *перевага* дохідного підходу полягає в тому, що він відображає уяву інвестора про актив як джерело доходу, тобто його дохідність виступає основою його цінності. Дохідний підхід є найпоширенішим для оцінки всіх видів дохідних активів, тому що віддзеркалює їх внутрішній зміст. Він застосовується при оцінці як ринкової, так і неринкової (насамперед інвестиційної) форм вартості. Перевагами цього методу є можливість відобразити реальні наміри потенційного покупця активу, проаналізувати якісну та широку інформацію, враховувати конкурентні умови та специфічні риси як самого об'єкта (його якісні та кількісні властивості), так і покупця (його наміри, перспективи використання тощо).

Дохідний метод оцінки пов'язаний з витратним, тому, що витрати на створення активу застосовуються при визначенні грошового потоку. Також цей підхід тісно пов'язаний з

ринковим (аналоговим) методом оцінки, бо потребує використання інформації про розмір орендних платежів, рівня доходності, операційних витратах тощо. *Недоліком* цього підходу є те, що він побудований на прогностичних даних, що потребує всебічної обізнаності та високої компетенції оцінювача.

Для цілей оцінки вживаються два варіанта дохідного методу – *пряма капіталізація* та *дисконтування*. Перший метод використовується, якщо очікується, що майбутні чисті доходи або грошові потоки приблизно будуть рівні поточним, або темпи їх зростання не будуть занадто швидкими, та достатньо прогнозовані. Водночас доходи є досить значними і позитивними. Розрахунок вартості активу з використанням прямої капіталізації передбачає наявність двох величин – прогнозованого розміру річного доходу і відповідної ставки капіталізації. Грошові потоки, які мають рівновеликі значення і нараховуються за рівний інтервал часу мають назву – ануїтети. Якщо доходи або грошові потоки в прогнозований час не будуть рівнозначні, то треба використовувати метод непрямої капіталізації або дисконтування. Цей метод побудовано на використанні таких величин: розмір і динаміка майбутніх доходів, часовий період їх отримання, розмір реверсії, ставка дисконту.

Застосування обох методів ґрунтується на визначенні та аналізу ставки капіталізації або коефіцієнту дисконту. Обидва показники мають дивергентну основу, сутність якої полягає в тому, що в них присутні дві взаємовиключні та взаємозалежні сторони, а саме дохідність і ризик. Зростання доходу зумовлює збільшення ризику, а зростання останнього вимагає своєї компенсації шляхом збільшення доходу. Тому ставка капіталізації або дисконту складається з двох частин – доходу і премій (компенсацій) ризиків.

Важливе значення для розуміння і використання дохідного підходу має часова теорія грошей. Найпростішим виразом цієї теорії є таке висловлення «поточні гроші завжди дорожчі завтрашніх». Гроші змінюють свою вартість залежно від часу. Це обумовлено, з одного боку, альтернативністю

використання грошей, а з другого – інфляцією. Факторами, що впливають на вартість грошей є зміни цін, доходів і позичкового відсотка, що формує характер очікування. Останні можуть бути еластичними – коли майбутні зміни рівнів є попередніми і нееластичними – коли їхні зміни не збігаються. Залежно від еластичності очікування змінюється поведінка інвесторів. Нееластичність очікування викликає невизначеність і ризик поведінки. Багато невизначеностей в економічному житті мають об'єктивну обчислювальну ймовірність (наприклад, страхові ризики), тому вони можуть бути перекладені на плечі відповідних інститутів страхування. Причому такі ризики стають статтею витрат бізнесу й безпосередньо не впливають на його прибутковість. Поведінка власника бізнесу в умовах об'єктивних ризиків залежить від його психологічного ставлення до них. Тому є суб'єкти не схильні до ризиків, нейтральні до них та схильні до ризиків. Останні передбачають дії, спрямовані на їхнє запобігання, об'єднання й розподіл.

Ціною очікування виступає відсоток на капітал. Мірою вартості очікування виступає норма дисконту, а процес виміру цієї вартості перетворюється в дисконтування. *Дисконт* (норма, ставка, коефіцієнт) як економічний феномен являє собою кристалізовану структуру всіх відносин, пов'язаних із ймовірністю ведення бізнесу. У структурі ставки дисконту відбиваються альтернативні інвестиційні можливості використання грошей на фінансових ринках. Тому ставка дисконту включає, з одного боку, безризикову (номінальна) ставка, що означає еластичність очікування, з другого – вона повинна містити додаткові компенсації за нееластичність цих чекань (невизначеність вкладення в актив). З третього – ставка дисконту враховує специфічні ризики інвестування в бізнес окремої сфери господарювання. З четвертого – вона відбиває індивідуалізовані риси поведінки власника бізнесу, тобто виражає його індивідуальні переваги, можливості, відносини до ризиків. Приміром, схильні до ризиків інвестори закладають у норму дисконту додаткові премії, що компенсують можливі втрати. У процесі конкуренції індивідуальних ставок дисконту

формується її ринкова величина. Якщо ставка дисконту є мірою вартості очікування, то процес виміру вартості чекання перетворюється на процес дисконтування. Останній дозволяє визначити вартість активу з урахуванням їх майбутнього використання, й означає приведення майбутньої вартості доходів (від користування, володіння) на сучасний момент (тобто теперішньої вартості). Метод капіталізації (пряма капіталізація) чистого доходу визначає потік доходу й перетворює його в поточну вартість шляхом застосування норми капіталізації. Завдяки цьому методу враховується майбутній дохід. Дохідний підхід дає можливість визначити вартість бізнесу залежно від зміни ставки капіталізації. Метод капіталізації дивідендів застосовується для оцінювання компанії, акції якої котируються на фондовому ринку. Зручність для оцінювання бізнесу цим методом полягає в тому, що використовується інформація, що публікується у відповідних звітах. Метод капіталізації надлишкового доходу ґрунтується на отриманні додаткового прибутку від гудвілу. Він відображає майбутні доходи та дозволяє визначити вартість нематеріальних активів.

Метод дисконтування грошового потоку дає змогу більш реально оцінити майбутній потенціал бізнесу. У якості дисконтованого доходу використовується або чистий дохід, або грошовий потік. Вартість бізнесу в цьому випадку дорівнює вартості чистих активів, сумі вартостей усіх його активів (матеріальних і нематеріальних) за вирахуванням зобов'язань.

Процедури визначення змін вартостей грошей дозволяють розрахувати необхідну вартість активу. Існують шість процедур (функцій) визначення вартості грошей.

Перша функція: нагромаджена сума грошової одиниці (майбутня вартість грошової одиниці). Ця функція використовується тоді, коли є інформація про сьогоднішню вартість грошей і потрібно визначити накопичену суму (майбутню вартість). Вона має таку формулу:

$FV = PV(1 + i)^n$, де FV – майбутні гроші, PV – сучасні гроші, $(1+i)$ – фактор нагромадження суми грошової одиниці

при річному нарахуванні відсотку. Економічний зміст цієї функції полягає в тому, щоб визначити суму, яка буде накопичена до кінця певного періоду при заданій ставці доходу, якщо сьогодні положити на рахунок одну грошову одиницю.

Друга функція: сучасна вартість одиниці (реверсії). Ця функція дозволяє оцінити сучасну вартість тих грошей, які можуть бути отримані або сплачені) наприкінці певного періоду часу. Її формула:

$$PV = FV \frac{1}{(1+i)^n} .$$
 Економічний зміст цієї функції

полягає в тому, щоб визначити сучасну вартість грошової суми, яка буде отримана при заданій ставці відсотку.

Третя функція: сучасна вартість анuitету. Ця функція дозволяє оцінити сучасну вартість рівновеликий платежів (анuitетів), які будуть нараховуватися за окремі періоди часу (наприкінці, або на початку кожного періоду).

Четверта функція: нагромадження грошової одиниці за певний період. На основі цієї функції визначається вартість серії рівновеликих періодичних платежів (надходжень).

П'ята функція: внесок на амортизацію грошей. Вона використовується для визначення анuitетних платежів, що призначаються для погашення (амортизації) кредитної заборгованості.

Шоста функція: формування фонду заміщення. Вона дозволяє визначити розмір рівновеликих періодичних платежів, котрі необхідно робити протягом необхідного періоду з тим, щоб наприкінці строку мати на рахунку (при заданому відсотку) певну суму грошей.

Метод прямої капіталізації використовується в разі, коли грошові потоки носять або стабільний, довгостроковий, позитивний за значенням розмір, або зростають помірно та стійко. Базова формула розрахунку має такий вигляд:

$$V = \frac{ЧОД}{СК},$$
 де V – вартість активу, ЧОД – чистий

операційний дохід, СК – ставка капіталізації. Така формула дозволяє представити вартість активу як переведення

(конвертація) річного (або середньорічного) чистого операційного доходу в поточну вартість. Недоліками цього методу є неможливість врахувати несталість потоку доходу в разі додаткових вкладень в актив (приміром, необхідність реконструкції або модернізації бізнесу), непрозорість інформаційного забезпечення ринку того чи іншого активу, неможливість отримати достовірну інформацію про угоди купівлі-продажу подібних об'єктів, розрахувати необхідні операційні витрати з обслуговування цього активу тощо.

У випадку оцінки бізнесу важливо визначити вид доходу, який може використовуватися при капіталізації. Це може бути прибуток, рента, дохід за цінними паперами тощо.

Основний алгоритм застосування методу прямої капіталізації побудовано на використанні таких понять, як потенційний валовий дохід, дійсний валовий дохід, чистий операційний дохід, ставка капіталізації.

Потенційний валовий дохід (ПДВ) – очікуваний сумарний розмір грошового доходу, який може бути отримано від бізнесу з урахуванням припущення, що на дату оцінки він буде доступним для початку функціонування.

Для визначення ПДВ необхідно скласти сумарну величину всіх доходів, що пов'язані з використанням бізнесу. Таку інформацію можна отримати з різного роду фінансових документів (балансу, звіту тощо). Іноді необхідно провести реконструювання фінансової звітності з тим, щоб отримати інформацію про можливий розмір потенційного доходу. Частина потенційного доходу в прогнозований період часу може бути не отримана з будь-яких причин. Втрати, що пов'язані з трансакційними операціями (формування правомочностей здійснення специфікації прав вимірювання, пошук і аналіз інформації, передбачення опортуністичної поведінки тощо) зменшують розмір потенційного доходу та перетворюють його на *дійсний валовий дохід (ДВД)*. Останній відображає дохід від бізнесу без урахування витрат на його експлуатацію. Безумовно, здійснення бізнесу пов'язано з певними витратами. Вони поділяються на *фіксовані (постійні), операційні (експлуатаційні) і резерв на заміщення*. Фіксовані

витрати – це податки на майно, страхові внески. Ці витрати не залежать від умов функціонування бізнесу. Операційні витрати передбачають видатки на утримання майна і підтримку його доходності. Відрахування операційних витрат з величини дійсного валового доходу формують *чистий операційний дохід*. Останній власно і є тим видом доходу, який може бути капіталізованим. Цей дохід може виступати у формі: чистого прибутку (він розраховується виходячи з норми віддачі капіталу та норми відсотку) та чистого грошового потоку (його розмір дорівнює чистому прибутку + амортизації + приріст довгострокової заборгованості – приріст власного обігового капіталу – капітальні вкладення).

Суттєве значення при використанні методу капіталізації має розрахунок ставки капіталізації. Залежно від показника чистого доходу і вартості майна розрізняють такі види ставок капіталізації, як *загальна* (відношення чистого операційного доходу до загальної вартості майна), *ставка для власного капіталу* (відношення грошового потоку до оподаткування до власних засобів, що вкладені в бізнес), *ставка капіталізації для залучених коштів* (іпотечна незмінна), що виражає відношення щорічних виплат по кредиту до розміру самого кредиту. Існує декілька способів розрахунку ставки капіталізації. Найпростішим з них є її визначення на основі ринкових даних, тобто тих середніх значень, що вже склалися на певний період часу. Найповніше ставка капіталізації представлена у формулі Елвуда:

$$R = Y - MC + dep - app(SFF), \text{ де:}$$

- R – загальна ставка капіталізації;
- Y – ставка доходу на акціонерний (власний) капітал;
- M – відношення величини іпотечного капіталу до вартості;
- C – іпотечний коефіцієнт;
- dep – зменшення вартості майна за прогнозний період;
- app – збільшення вартості майна за прогнозний період;
- SFF – фактор (коефіцієнт) фондопогашення при ставці

У за прогнозний період володіння.

Найчастіше використовується сумарний спосіб розрахунку ставки капіталізації. Для цього методу потрібно, поперше встановити безризикову ставку доходу, а потім до неї додавати компенсації (премії) за ризик інвестування залежно від виду активу. *Безризикова* ставка дохідності – це ставка відсотку високоліквідних активів, що відображає фактичні ринкові можливості вкладення грошових коштів без будь-якого ризику їх втрати (не повернення). Основі вимоги до безризикової ставки:

- дохідність найбільш ліквідних активів,
- порівняно низький рівень ставки,
- забезпечення повернення капіталу (наявність певних гарантій),
- доступність використання активу для більшості інвесторів,
- прийнятний альтернативний варіант вкладення грошей.

Для визначення безризикової ставки можна прийняти ставку дохідності за довгостроковими урядовими облігаціями, як світового, так і національного ринку. Якщо використовується показник світового ринку, то він доповнюється компенсаціями ризику інвестування в певній країні (так званий ризик країни). Безризикова ставка може бути номінальною і реальною. У практиці оцінки враховується остання. Її можна визначити таким чином:

$$R_r = \frac{R_n - I}{1 + I}, \text{ де } R_r - \text{реальна ставка, } R_n - \text{номінальна}$$

ставка, I – індекс інфляції.

При розрахунку складових компенсації (премії) за ризики, слід враховувати специфічні властивості того чи іншого бізнесу. Ризик бізнесу – це оцінений ступінь невизначеності отримання в майбутньому доходу. Ризики поділяються на систематичні (ринкові) і несистематичні (специфічні). Найчастіше приходиться брати до уваги такі премії: компенсація низької ліквідності активів бізнесу, компенсація за

інвестиційний менеджмент (чим більші за розміром та складністю інвестиції, тим більше компетентного управління вони потребують), компенсація за інвестування в специфічні активи. Якщо оцінюються активи акціонерного товариства, то зміни доходу порівнюються з урахуванням галузевих відмінностей (тобто використовують галузеві коефіцієнти бета).

Для всіх активів існує ринкова премія за інвестування. Вона пов'язана з несистематичними ризиками. Розмір ринкового ризику визначається як різниця між середньоринковою ставкою доходу і ставкою доходу від інвестицій в конкретний бізнес. Середньоринкова ставка доходу визначається виходячи з розміру доходів на ринку цінних паперів за достатньо довгий період часу у ретроспективі. Різниця між ретроспективною ставкою доходу для власного капіталу та безризиковою ставкою доходу дорівнює ринковій премії.

Метод дисконтування грошових потоків (ДГП) має більш складний характер і дозволяє оцінювати бізнес у разі отримання від нього несталих доходів, прогнозуючи їх динаміку і характерні риси їх отримання. Цей метод застосовується, коли: передбачається, що грошові потоки будуть суттєво відрізнятися від поточних, грошові доходи носять сезонний характер, бізнес має багатофункціональне призначення, отримання доходу тісно пов'язано з додатковими інвестиціями, нерухомі активи тільки будуються, або тільки введені в експлуатацію, або потребують витрат на реконструкцію і модернізацію.

Метод ДГП дозволяє оцінити вартість активу, прогнозуючи грошові потоки і залишкову вартість, тобто *вартість реверсії*. Остання означає повернення капіталу наприкінці прогнозного періоду. Це та остаточна вартість, яку власник має право повернути після строку використання його об'єкта. Реверсія розраховується як ринкова вартість (ціна продажу) активу наприкінці його використання. Грошовий потік – це показник досягнутих результатів і відображає наявність грошових коштів на рахунку власника активу.

Для розрахунку вартості бізнесу методом

дисконтування потрібні такі дані: тривалість прогнозного періоду, прогнозні величини доходів, грошових потоків, включаючи реверсію, ставка дисконтування. Загальний вигляд методу дисконтування можна представити в такій формулі:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{NOI_t}{(1+i)^t} + \frac{FV}{(1+i)^n}, \text{ де } i - \text{ ставка дисконту, NOI -}$$

чистий операційний дохід, FV – майбутня вартість продажу, n – період володіння, t- номер періоду.

Використання ДГП передбачає такий алгоритм:

1. Визначається прогнозний період функціонування бізнесу і можливості отримання доходу від нього.

2. Прогнозується розмір грошових потоків, включно з реверсією, для цього потрібно: а) проаналізувати фінансову звітність про доходи і витрати за деякий попередній період (орієнтовно протягом 3-5 років), б) провести моніторингові дослідження сучасного стану ринку оцінюваного активу і динаміку змін його основних характеристик, в) провести прогноз доходів та витрат на основі реконструювання звітності про доходи.

3. Розраховуються всі необхідні види доходу (потенційний валовий дохід, дійсний валовий дохід, чистий операційний дохід).

4. Розраховується ставка дисконту. Остання може співпадати зі ставкою капіталізації, якщо грошові потоки незмінні й необмежені часом. Це найпоширеніший спосіб розрахунку ставки дисконту. Якщо грошові потоки збільшуються постійними темпами, то ставка капіталізації визначається згідно з моделлю М. Дж. Гордона: $k = q - t$, де k ставка дисконту, q – норма доходу, t – довгострокові темпи зростання грошового потоку. У тому випадку, коли грошові потоки зменшуються, ставку дисконту розраховують методом підсумування норми доходу та норми повернення капіталу (методи Рінга, Інвуда).

5. Визначається вартість реверсії. Реверсія – це дохід від перепродажу об'єкта або вартість об'єкта у постпрогнозований період. Найпростішим способом

розрахунку є формула:

$$R = \frac{FV}{(I + q)^{n+1}}, \text{ де } R - \text{вартість реверсії, } FV - \text{вартість}$$

об'єкта, виходячи з прогнозного рівня цін на подібні активи (або вартість, що розрахована методом витрат), $(1 + q)^{n+1}$ – ставка дисконту з урахуванням часу здійснення перепродажу (звичайно, приймається рік, що слідує за останнім прогнозним терміном володіння активом).

Об'єктивною передумовою використання *порівняльного підходу* виступає наявність розвинутого ринку оцінюваного активу. Це означає, що на ринку повинні бути ознаки досконалої конкуренції. Важливою рисою такого ринку є наявність аналогічних активів (тому цей метод часто називають аналоговим), що передбачає їх схожі характеристики. Залежно від виду активу такими схожими характеристиками можуть бути *однакова корисність* (галузь функціонування, розмір доходу, термін і ймовірність його отримання, фінансові показники). *Строк експозиції*, тобто період часу, коли актив повинен бути на ринку, щоб бути проданим. Так, якщо об'єкт було реалізовано занадто швидко, то це може свідчити, що його ціна була занижена, а якщо об'єкт знаходився на ринку більше стандартного строку його експозиції, то ціна ймовірно була завищена. В обох випадках транзакція була нетиповою, що не дозволяє подібний актив приймати як належний аналог. Умовами порівняння є *незалежність суб'єктів транзакції*, тобто сторони угоди не повинні знаходитися в особливих відносинах, приміром бути родичами, або представниками холдингу і дочірньої компанії, або мати інші взаємозалежні та взаємозацікавлені стосунки. Транзакції повинні бути однорідними. Тобто оцінка для податкової транзакції (в даному випадку транзакція несе риси ієрархічних зв'язків) не може дати той самий результат, що і транзакція угоди рівноправних сторін. Суб'єкти транзакції повинні мати *аналогічну мотивацію* (наміри), *правомочності* користування активом (наявність або відсутність обтяжень чи обмежень), *однакові умови фінансування* (тобто відсутність різного роду переваг при

отриманні джерел придбання активу. Для оцінки бізнесу важливе значення мають галузева характеристика, розмір фірми, рівень її диверсифікації, перспективи росту, фінансові ризики, географічне розміщення, якість менеджменту, ринки збуту.

Порівняльний підхід базується на *принципі альтернативних інвестицій*. Це означає, що інвестор вкладає гроші в актив з метою отримання певного доходу. Особливості того чи іншого активу цікавлять його тільки з позиції перспектив одержання майбутнього доходу. Прагнення до максимального доходу від інвестицій при адекватному ризику і вільному перетоку капіталу забезпечує вирівнювання ринкових цін. Аналоговий метод побудовано на *принципу заміщення*, тобто можливості розподіляти ресурси таким чином, щоб досягнути максимального ефекту від їх використання.

Основними *перевагами* порівняного підходу є те, що він орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу схожих активів. У цьому випадку ціна вже склалася на ринку, тобто вона віддзеркалила основні вимоги, що пред'являє інвестор до основних параметрів активу. Крім того цей підхід реально відображає попит та пропозицію на конкретний вид активу, оскільки угода вже відбулася, а ціна інтегрально врахувала ситуацію, що склалася на ринку цього активу.

Водночас, порівняльний підхід має низку суттєвих *недоліків*, що обмежують і ускладнюють його широке використання. По-перше, цей метод не враховує перспективи та майбутні властивості функціонування бізнесу. По-друге, аналоговий підхід можна використовувати за наявності багатогранної інформації, як про сам об'єкт, так і велику кількість подібних об'єктів. Ринки не завжди є прозорими, а інформація на них не завжди має *релевантний характер*, тобто поточні дані не співпадають з реальним значенням. По-третє, застосування порівняного підходу потребує складного коректування, тобто застосування поправок у проміжні розрахунки і у кінцевий результат, які базуються на глибокому обґрунтуванні.

Залежно від цілей, характеру об'єкта і конкретних умов

функціонування бізнесу порівняний підхід передбачає застосування декількох методів.

Метод парного продажу застосовується в разі наявності на ринку двох об'єктів, що є дуже близькими за своїми властивостями, припускається розходження тільки одного параметру, яким пояснюється різниця в їх цінах. У цьому разі можна розрахувати поправку на цей параметр і використати її для коректування при визначені ціни об'єкта.

Метод ринку капіталу засновано на використанні цін, що склалися на фондовому ринку. Основою для порівняння стає ціна на одиничну акцію акціонерного товариства відкритого типу. Цей метод можна використовувати при оцінці міноритарного пакету акцій.

Метод угод зорієнтовано на ціни придбання фірми в цілому або контрольного пакету акцій.

Метод галузевих коефіцієнтів або метод галузевих співвідношень базується на існуванні певних співвідношень між ціною та конкретними фінансовими показниками (прибутком, обсягом реалізації тощо). Галузеві коефіцієнти формуються протягом тривалого часу і виявляються у процесі статистичних спостережень. Узагальнені зв'язки між вартістю фірми та її фінансово-господарськими результатами знаходять свій вияв у певних показниках. Наприклад, ціна бензозаправної станції коливається в діапазоні 1,2-2,0 від місячного виторгу. А вартість підприємства роздрібної торгівлі знаходиться в залежності від розміру чистого річного доходу (в розбіжності 0,75-1,5) збільшеного на вартість обладнання і запасів, якими володіє підприємство.

Застосування порівняльного (аналогового) підходу передбачає послідовне виконання певного алгоритму процедур.

1. Вивчення ринку, на якому функціонує бізнес, та відбір найближчих аналогів для порівняння. 2. Перевірка інформації за кожним відібраним активом за певними критеріями: типовість мотивації суб'єктів угоди (чи не було додаткових зобов'язань чи тиску), незалежність сторін угоди (відсутність родинних чи інших близьких зв'язків), достатність інформаційних даних як для продавця, так і для покупця (тобто

наскільки повно вони знайомі з об'єктом угоди), відповідний час експозиції об'єкта для обох співучасників обмінної операції, загальні умови фінансування (відсутність привілеїв, незвичайних можливостей, приміром участі іноземного інвестора або використання заставної). 3. Порівняння бізнесу, що оцінюється, з кожним аналогом та виявлення відмінностей. Для оцінки бізнесу важливе значення мають порівняння фінансових показників (ліквідності, прибутковості, активності і стійкості). 4. Визначення поправок та їх внесення в ціну активу. Існують такі методи оцінки поправок: засновані на аналізі парного продажу, експертні, статистичні (що засновані на математичних моделях), кількісні та відсоткові.

Використання аналогового підходу засноване на розрахунку *цінових мультиплікаторів*. Останні визначають відношення між ринковою ціною активу і його фінансовою базою, тобто певним показником грошово-фінансового результату функціонування бізнесу. Такі результати залежать від особливостей функціонування активу. Використання того чи іншого мультиплікатора залежить від цілей оцінки та виду активу. В оціночній практиці використовують два типи мультиплікаторів: інтервальні та миттєві. До перших належать співвідношення ціни до прибутку, грошового потоку, дивідендних виплат, виторгу від реалізації. До других – відношення ціни до балансової вартості, чистої вартості активу. Для розрахунку мультиплікатора необхідно, по-перше, визначити ціну активу за вибраними аналогами, а, по-друге, розрахувати фінансову базу (за певний період або на дату оцінки).

Найбільш розповсюдженим є мультиплікатор ціна/прибуток, або ціна/грошовий потік. Це пов'язано з тим, що найбільш доступною є інформація саме про прибуток і грошовий потік. У якості фінансової бази можна використовувати будь-який вид прибутку (прибуток до оподаткування, до сплати відсотків), який повинен бути ідентичним за всіма видами порівняних активів. При оцінці великих підприємств частіше застосовують мультиплікатор ціна/чистий прибуток, а в разі оцінки невеликих фірм:

ціна/прибуток до сплати податків (щоб уникнути впливу різниці в оподаткуванні). Якщо фінансовою базою виступає грошовий потік, то обсяг прибутку збільшується на розмір амортизації. Цей мультиплікатор використовують при оцінці вартості підприємств, в активах яких переважає нерухомість із малим фізичним зносом. У процесі оцінки треба використовувати якомога більше мультиплікаторів, оскільки їх застосуванням залежно від фінансової бази дає різні результати, що дозволяє виявити найбільш обґрунтований розмір вартості. Мультиплікатор ціна/дивіденди може розраховуватися на базі фактично сплачених дивідендів або на основі потенціальних дивідендних виплат. Перший випадок більш підходить до оцінки з метою поглинання. У цьому випадку більш важливо знати реальні результати, оскільки при поглинанні фактичний режим хазяйнування буде змінено. Саме цей мультиплікатор можна використовувати при оцінці міноритарного пакету акцій, бо його інвестор не в змозі буде змінити дивіденду політику товариства. У разі оцінки контрольного пакету треба орієнтуватися на потенціальні можливості підприємства виплачувати дивіденди. До миттєвих мультиплікаторів відносять: ціна/балансова вартість активів, ціна/чиста вартість активів (власний капітал).

Т е м а 4. Управління вартістю нерухомих активів

1. Особливості нерухомих активів.
2. Види нерухомих активів.
3. Управління інвестиційним потенціалом нерухомих активів.
4. Методи оцінки земельної власності та нерухомої власності.

Нерухомість – важлива складова будь-якого бізнесу, а її вартість має достатньо питому вагу у вартості бізнесу. Нерухомість – це земля і все що з нею міцно пов’язане природним чином (ліси, водойми, надра) або діями людей

(будівлі, споруди, будівлі). Як будівельний об'єкт її розглядають як будівлі, споруди, будинки (різних конструкцій, поверховості, комфортність), будови, споруди, приміщення (вбудовані, прибудовані, окремо розташовані), квартири (зі своїми характеристиками). Усі ці характеристики відображені в Будівельних нормах і правилах, та в спеціальній інструкції про інвентаризацію нерухомих об'єктів. *Нерухомість* за своєю сутністю – це капітал, що зрощений із землею. Тому управління нерухомими активами – це управління капіталом з урахуванням його фізичного, економічного та правового зв'язку із землею. У структурі бізнесу виокремлюють *нерухомі речі* – предмети, що є приналежністю нерухомості (вбудоване обладнання, меблі, інженерні комунікації і т. ін.), *нерухоме майно* (нерухомі активи) – сукупність відокремлених нерухомих речей, що належать окремим суб'єктам і приносять їм вигоду та користь, *нерухома власність* – сукупність повноважень, пов'язаних із привласненням, користуванням, розпорядженням нерухомістю. Нерухома власність буває необмеженою (абсолютне право власності), і обмеженою – спільно-часткова (наприклад, власність подружжя) і спільно-розділена (як в кондомініумах). До нерухомої власності відносяться такі обтяження, як сервітути (речові і особисті). Сервітути не мають своєї власної вартості, але впливають на вартість тих об'єктів, на які вони накладені.

Управління вартістю нерухомих активів і передбачає виявлення їх особливих рис. До них відносяться:

- *непереміщуваність* (імовільність), тобто неможливість переміщення без землі;

- *непряма імовільність* (здатність розміщувати різні види діяльності). Ця властивість розділяє нерухомість на неспеціалізовану (може використовуватися для різних видів діяльності) і спеціалізовану (призначену для вузько функціонального застосування, як, наприклад, шахти, електростанції і т. ін.);

- *низька ліквідність*, обумовлена тривалістю створення, довготривалістю маркетингового періоду реалізації. Ліквідність залежить від виду, характеру і місця розташування нерухомості;

- *неоднорідність* – диференціація властивостей і якостей нерухомості залежно від самого об'єкту (наприклад, якість матеріалів, планування, розміщення в будівлі і розташування в районі і т. ін.) і бажань, смаків та уподобань споживачів;

- *неаддитивність* - неможливість рівноцінно розділити нерухомість за кількісними параметрами;

- *нееластичність пропозиції* (у зв'язку з обмеженістю землі та довготривалістю і капіталоємністю створення самої нерухомості);

- *тривалість функціонування*, що призводить до економічного (зовнішньому) і функціонального знецінення нерухомості, тобто неможливістю швидко позбутися від застарілих і не функціональних об'єктів;

- *здатність до утворення ренти*, тобто доходу від обмеженості економічного активу. Утворення економічної ренти від нерухомості пов'язане, по-перше, з абсолютним і відносним обмеженням землі (дохід набуває абсолютної, диференційованої, монопольної ренти), по-друге, з історичною, архітектурною та містобудівною цінністю окремих видів нерухомості (пам'ятників, унікальних споруд).

Управління нерухомими активами залежить від їх виду. У структурі вартості бізнесу може існувати виробнича нерухомість: будівлі і споруди, що призначені для виробництва (промислові, сільськогосподарські об'єкти нерухомості тощо); комерційна: об'єкти, у яких розміщуються види діяльності, що надають послуги споживачам (торгові приміщення, ресторани, кафе, офіси, готелі і т. ін.).

Управління нерухомими активами передбачає наявність у них *інвестиційних якостей*, що пов'язані з вкладенням грошей та отриманням різних видів доходів. Дохід від нерухомості формується за рахунок норми заміщення вартості (норма амортизації), норми повернення капіталу (середня норма прибутку), норми відшкодування капіталу в грошовій формі (норма банківського відсотка), норми земельної ренти (абсолютна і диференціальна). Частка кожного компонента доходу залежить від виду нерухомості. Споживча нерухомість

забезпечує отримання прихованої ренти. У виробничій нерухомості істотну частку доходу формує норма заміщення і норма повернення капіталу. Комерційна нерухомість забезпечує отримання ренти. Чисто інвестиційна нерухомість (призначена для вкладення у фонди спільного інвестування) орієнтується на норму банківського відсотка.

Найчастіше власники бізнесу зацікавлені в управлінні дохідною нерухомістю – це ті види нерухомості, у структурі якої істотну роль займає диференціальна рента за містом розташування і трансфертна рента, що обумовлена найкращим і найбільш ефективним функціональним використанням.

У структурі нерухомих активів суттєве місце займає земельна власність. Остання розподіляється на дві частини: земля, як природний фактор (сільськогосподарські земельні ділянки), і земля як просторова сфера розміщення всіх інших об'єктів (несільськогосподарські землі). Залежно від використання несільськогосподарські землі бувають житлової, комерційної, селитебної (змішаної) забудови, промислового використання, рекреаційного призначення тощо. На ринку землі представлені такі сектори: облаштовані (збудовані і незабудовані ділянки) і необлаштовані землі. У структурі нерухомих активів можна виокремити такі сегменти: права користування (оренда, забудова, концесії) і права власності. Управління нерухомими активами передбачає визначення вартості залежно від певних ринкових процесів.

Оскільки нерухомість завжди є інвестиційним благом, тобто вимагає вкладення грошових коштів, що забезпечують дохід, то на вартість нерухомих активів впливають процеси, що відбуваються на ринку фінансового капіталу. Виробнича нерухомість є частиною ринку факторів виробництва і залежить від закономірностей його функціонування (попиту та пропозиції на товари та послуги, які можна виробляти в її сфері). Дохідна нерухомість є альтернативною формою отримання доходу, і тому вона взаємопов'язана з ринком цінних паперів. Сьогодні на ринок цінних паперів надходять папери, безпосередньо пов'язані з нерухомістю. Це заставні, житлові сертифікати (їх випускають будівельні фірми), іпотечні облігації (їх випускають фірми, які

скуповують заставні) та деривативи (похідні цінні папери). Оскільки нерухомість може виступати об'єктом іпотечного кредитування, стан ринку нерухомості відчуває вплив ринку кредитних ресурсів. Вартість нерухомих активів багато в чому залежить від земельної ренти, а тому на їх вартість впливають процеси, що здійснюються на ринку земельних ресурсів.

Управління нерухомими активами здійснюється завдяки різним видам трансакцій: приватизація (перетворення державної власності на недержавні форми); оренда (найм) – тимчасове платне користування нерухомістю на певних умовах; суперфіції та емфітевзиси – довгострокові, успадковані, відчужувані права користування нерухомим майном (за спеціальним призначенням); лізинг – користування нерухомістю, придбаної на замовлення користувача з правом її подальшого викупу; концесія – користування земельною ділянкою з метою її облаштування й отримання довгострокового доходу; купівля-продаж – передача повного пучка повноважень власності від одного суб'єкта до іншого; обмін – взаємна передача нерухомості від однієї особи до іншої з передачею відповідних прав і обов'язків; застава та іпотека – спосіб забезпечення виконання кредитних зобов'язань за допомогою нерухомості. При іпотеці предметом застави стає нерухомість, яку купують; оподаткування - безоплатний спосіб вилучення частини вартості нерухомості на користь держави або місцевих органів влади; кредитування, фінансування, інвестування – способи вкладення коштів у нерухомість.

З нерухомими активами найчастіше пов'язані рейдерські операції – придбання нерухомості без згоди її власника з використанням процедури покупки на відкритих торгах, агресивної скупки контрольних пакетів акцій, введення до складу керівників своєї людини з подальшим захопленням установчих документів.

Управління нерухомими активами означає передачу права цілеспрямованого впливу на нерухомість третім особам (банку, інвестиційним фондам, пайовим інвестиційним фондам, девелоперським компаніям тощо) з метою отримання доходу від функціонування нерухомих активів.

Управління нерухомими активами передбачає врахування його зносу та знецінення. Знос має багато аспектів для розгляду. Бухгалтер ототожнює це поняття з амортизацією, для будівника – знос означає погіршення технічного стану конструкцій. З точки зору оцінювача, знос – це втрата вартості власності під впливом різноманітних факторів. Іншими словами знос виявляється у зменшенні ринкової вартості оцінюваного майна відносно його первісної величини. На відміну від бухгалтерського тлумачення зносу, як запрограмованого пропорційного відшкодування вартості зношування активів за певний час, оціночний знос матеріального активу не завжди відповідає його фактичному віку. Залежно від ознак втрати активом його певних властивостей (зносу) і чинників зменшення його вартості (знецінення) ці два явища поділяють на фізичний, функціональний і зовнішній знос (знецінення). *Фізичний знос* – це зменшення вартості майна внаслідок втрати їм певних споживчих властивостей через природні явища або погане використання.

Функціональний знос (або моральний) – це зменшення вартості майна через його невідповідність сучасним ринковим вимогам, тобто актив не може задовольнити потреби інвестора, що виникли в нових умовах. Чинниками функціонального зносу виступає відсутність необхідних елементів, тобто тих, без яких актив не може відповідати сучасним вимогам. У цьому випадку необхідно додання, заміна або модернізація існуючих елементів з метою доведення активу до сучасних стандартів. Управління цими поліпшеннями вимагають розрахунку необхідних інвестицій, що повинні відповідати ринковим покращенням якості нерухомих активів. У протилежному випадку мова буде йти про надлишкові поліпшення, що рівнозначні функціональному знеціненню. *Зовнішній (економічний) знос* – це зменшення вартості майна внаслідок змін зовнішнього середовища: суспільних стандартів, законодавчих і фінансових умов, появи сервітутів, демографічної ситуації, екологічної ситуації тощо. Зовнішній знос найбільш характерний для нерухомих речей, які не можуть бути переміщені в інше місце при погіршенні навколишньої

ситуації. Якщо фізичний і функціональний зноси відбуваються із самими активами, то зовнішній пов'язаний з впливом навколишнього середовища. Щодо перших двох типів знос може бути усувним та неусувним, то останній переважно буває неусувним (але трапляється його самоусунення). Критерієм поділу зносу на усувний та неусувний виступає не технічні можливості його усунення. Знос може бути названий *усувним*, якщо витрати на його усунення менше майбутнього зростання вартості активу. І навпаки, якщо витрати на ліквідацію зносу перевищують збільшення ринкової вартості активу, то такий знос буде *неусувним*.

Найпоширенішими способами визначення вартості загального зносу є капіталізація витрат в орендній платі, капіталізація надлишкових експлуатаційних витрат, що необхідні для утримання активу в належному стані.

Розмір накопиченого зносу (сукупності всіх його форм) залежить від строку життєдіяльності нерухомого активу. З позиції управління нерухомими активами важливо виділяти: *строк фізичного життя* (час, протягом якого об'єкт здатний реально використовуватися згідно зі своїм призначенням), *строк економічного життя* (час, протягом якого поліпшення вносять внесок у вартість об'єкта, тобто знос має усувний характер), *фактичний вік* (час від введення активу в експлуатацію до дати оцінки), *ефективний вік* (час існування активу, виходячи із його фізичного стану, функціональних можливостей, сприйняття споживачів). Ефективний час може бути як менший, так і більший за фактичний. *Залишковий строк економічного життя* – можливий термін функціонування до завершення економічного життя. Період фізичного життя визначається з конкретних характеристик активу (якість матеріалів, технічні параметри тощо). Цей період встановлюється заздалегідь, ще на етапі проектування самого активу. Він відбиває нормативний (розрахунковий) час існування. Економічний строк життя залежить від якості ремонту, модернізації, реконструкції об'єкта, за рахунок яких він може бути подовжений.

Багато інвестиційних проектів пов'язані з формуванням

кошторисної вартості нерухомих активів. Кошторисна вартість передбачає визначення капітальних вкладень, фінансування будівництва, формування договірних цін у будівництві та розрахунків за виконання підрядних (будівельно-монтажних) робіт, оплату обладнання, його доставку на будівельний майданчик і монтаж, а також відшкодування інших витрат, необхідних для початку інвестування. Існує нормативна система розробки кошторисної документації. Вона складається з кошторисних нормативів, кошторисних норм, локальних, об'єктних кошторисів, кошторисних розрахунків.

Кошторисні нормативи – це узагальнена назва сукупності кошторисних норм, розцінок і цін, що об'єднані у спеціальних збірниках (ДБН). У цих збірниках надаються правила й положення, що містять необхідні вимоги для визначення кошторисної вартості будівництва, реконструкції будівель і споруд, розширення й технічне переозброєння підприємств усіх галузей народного господарства. *Кошторисна норма* – це сукупність ресурсів, де враховується витрати праці будівельників, термін роботи машин, потреба у матеріалах та будівельних конструкціях, встановлених для всіх видів будівельних і монтажних робіт. Для складання кошторисної документації необхідно провести інвентаризацію, тобто скласти перелік усіх видів робіт, що необхідно зробити, а також розробити необхідні робочі креслення. Кошторисна документація включає локальні, об'єктні та зведені кошториси. Локальні кошториси складаються на окремі види робіт і витрат (наприклад, поза майданчикові роботи, установка інженерного обладнання, проведення комунікацій тощо). Об'єктні кошториси об'єднують локальні кошториси і формують договірні ціни на будівництво. Зведені кошториси розробляються на основі об'єктних та включають ті види робіт, які безпосередньо не пов'язані з будівництвом основного об'єкта, приміром тимчасові споруди, або допоміжні будівлі. Кошторисна документація розробляється з урахуванням інформації про поточні ціни на використані ресурси. Ця інформація залучається із ринкових даних. Якщо такі дані важко отримати, то ціни складаються на основі базисного рівня

(фіксовані ціни на певну дату), кошторисних цін, що приведені в Збірниках кошторисних цін на матеріали, вироби і конструкції, а потім індексуються з урахуванням змін, що відбулися за певний час.

У сучасних умовах інвестиційний проект стає складовою процесу девелопменту. Це один з актуальних видів діяльності з нерухомими активами. *Девелопмент* – це діяльність, що пов'язана з інвестуванням і розвитком нерухомості. Процес девелопменту за своїм змістом більш широке поняття ніж будівництво. Метою девелоперської діяльності є здійснення інвестиційного проекту на ринкових засадах. Тому на першому місці знаходяться питання, що пов'язані з оцінкою ринкового потенціалу інвестиційного проекту.

Процес девелопменту включає в себе такі етапи: ініціювання інвестиційного процесу, тобто пошук сфери вкладення капіталу; оцінка інвестиційного проекту, визначення доцільності його здійснення. Ця оцінка побудована за принципом найкращого і найефективнішого використання з урахуванням технічних умов, економічної (фінансової) доцільності, правової припустимості. Потенційного інвестора цікавить термін повернення первісних інвестицій, реальний приріст активів від придбання, потенційна стійкість до ризиків грошового потоку. Для визначення доцільності інвестиційного проекту необхідно провести оцінку, як загальних можливостей, що пов'язані з ринком (оцінка потенціалу ринку), так і оцінку переваг і недоліків прогнозованого проекту (оцінка потенціалу об'єкта). По-перше, визначається вірогідна ціна ринкової вартості інвестиційного проекту, по-друге – розраховуються витрати з розвитку об'єкта (підготовка проекту, придбання землі, будівництво чи реконструкція), а потім визнається прогноз прибутку та ефективність проекту за формулами внутрішньої норми прибутку

$$\sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1 + IRR)^t} = 0, \text{ та індексу прибутковості } PI = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + k)^i}}{I_0},$$

де IRR – внутрішня норма прибутку, PI – індекс прибутковості, p – кількість періодів, i – номер періоду, k – ставка капіталізації, CF – грошові потоки, I_0 – початкові інвестиції. Більш простими є коефіцієнти загальної ефективності (річний прибуток/капітальні вкладення), строк окупності (капітальні вкладення/річний прибуток). Але ці показники не враховують вартість грошей залежно від часу. При оцінці інвестиційної привабливості проекту необхідно враховувати: зміну вартості грошей за часом, інфляційні процеси, можливості альтернативного інвестування, необхідність обслуговування капіталу, що залучені для фінансування. Учасники процесу девелопменту визначаються згідно з етапами його реалізації. Це можуть бути: власники самого об'єкта, девелопер (компанія, що буде здійснювати будівництво), державні органи, інвестори проекту (інвестиційні компанії, банки, муніципальні органи тощо), проектні і будівельні підрядні організації, архітектори, кошторисник, професіональні консультанти з питань планування, оподаткування, оцінювач, менеджери з продажу, узуфруктарії, громадські організації й, нарешті, споживачі (покупці, орендарі, інвестори та ін.). Відновна вартість інвестиційного проекту буде складатися: прямі витрати (будівельно-монтажні роботи) + накладні витрати + прибуток підрядника (ця сума визначає ціну підрядника) + вартість інженерного обладнання + непрямі витрати інвестора (інвестиції в землю, оплата послуг проектно-кошторисних організацій, маркетингові, рекламні, страхові витрати, поточні трати у період між закінченням будівництва і продажем об'єкта, податки) + прибуток інвестора.

Управління нерухомими активами починається з їх оцінки. При оцінці використовують три основні методичні підходи: витратний (визначають усі види витрат на створення нерухомості і вартість землі, на якій вона розташована), капіталізація доходу (щорічна величина орендної плати ділиться на ставку капіталізації), порівняльний (знаходяться ринкові аналоги, і вони коригуються на існуючі відмінності для оцінюваної нерухомості). Найбільш поширеним методом оцінки землі вважається техніка залишку для вартості ділянки

землі. Цей метод виконується в наступній послідовності: а) необхідно визначити поліпшення землі, тобто який вид нерухомості буде функціонувати за принципом найкращого і найбільш ефективного використання земельної ділянки; б) прогнозується ринкова вартість нерухомості, що буде збудована; в) визначаються витрати на будівництво нерухомого об'єкта, включаючи прибуток підприємця; г) вартість землі визначається як різниця між ринковою вартістю нерухомості і витратами на її будівництво. Для визначення вартості земельної ділянки необхідно отримати інформацію про вартість будівництва, чистий операційний дохід від усієї власності, коефіцієнти капіталізації для землі і для будівель.

Тема 5. Управління вартістю нематеріальних активів (4 год)

1. Роль та значення нематеріальних активів у капіталізації вартості фірми.
2. Визначення вартості майнових прав інтелектуальної власності.
3. Управління інвестиціями у нематеріальні активи.
4. Управління гудвілом.

Під нематеріальними активами розуміють засоби, що не мають фізичної форми, що робить їх невідчутними (intangible assets), але вони мають спроможність приносити фірмі дохід. Нематеріальні активи (НМА) – це інтелектуальний капітал підприємства, яким слід керувати з метою підвищення ефективності його використання. Суб'єктами управління НМА виступають власники бізнесу, менеджери відповідних структурних підрозділів фірми. Об'єкти управління НМА – сукупність нематеріальних активів підприємства: інтелектуальна власність, майнові права, гудвіл. Мета управління НМА – підвищення ефективності функціонування об'єкта управління.

Процес управління нематеріальними активами здійснюється на різних рівнях: методологічному, економічному, соціальному, організаційному, функціональному

та інформаційному. *Методологія* процесу управління НМА складається з наступних основних компонентів: 1) визначення мети – планований результат управління; 2) оцінка ситуації – характеризується сукупністю чинників, що враховуються; 3) визначення проблеми – протиріччя між метою й ситуацією; 4) відшукування управлінського рішення – організаційна робота щодо практичного вирішення проблеми у керованій системі. *Економічний зміст* процесу управління НМА – визначення потреб у ресурсах, їх розподіл, оцінка та використання. *Соціальний зміст* процесу управління НМА – роль людини у його здійсненні. *Організаційний зміст* процесу управління НМА – регламентування, нормування, інструктування, відповідальність. *Функціональний зміст* процесу управління НМА – планування, прогнозування, організація, координація, регулювання, стимулювання, контроль, аналіз, облік. *Інформаційний зміст* процесу управління НМА – пошук, комплектування, обробка і передача інформації (див.: <https://ukrbukva.net/page,4,120674-Analiz-effektivnosti-ispolzovaniya-nematerialnyh-aktivov.html>).

З точки зору управління нематеріальні активи представляють вкладення в нематеріальні об'єкти, що використовуються протягом довгострокового періоду (що перевищує рік), та дозволяє віднести їх до необоротних активів. Нематеріальні активи підлягають обліку доти, поки вони приносять дохід. За економічною сутністю нематеріальні активи становлять майнові чи інтелектуальні права фірми у будь-якій області, у тому числі: 1) права користування земельними ділянками, природними ресурсами; 2) авторські права; 3) патенти; 4) ліцензії; 5) ноу-хау. Відсутність матеріально-речової форми є особливістю нематеріальних активів і причиною складності оцінки їх вартості та доходу від їх використання.

Управління НМА починається з постановки їх на баланс фірми. Тому перший етап управління – підрахунок їхньої собівартості за вирахуванням амортизації. Під собівартістю нематеріальних об'єктів розуміється сукупність усіх витрат,

пов'язаних із їх придбанням і підготовкою до використання. На нематеріальні активи нараховується амортизація методом прямолінійного рівномірного лінійного списання. Знос нематеріальних активів виключається з собівартості продукції. Це означає, що завищення вартості нематеріальних активів буде збільшувати ціну продукту фірми, тим самим може призводити до погіршення умов функціонування продукту фірми на ринку, особливо в разі високоеластичного попиту. Під зносом нематеріальних активів слід розуміти сукупність можливого технологічного, функціонального й економічного знецінення конкретного нематеріального активу. Під технологічним зносом розуміється невідповідність технологічних можливостей, якими володіє даний нематеріальний актив, можливостям нових більш прогресивних у цьому сенсі нематеріальних об'єктів аналогічного призначення. Технологічний знос пов'язаний із появою нових прогресивних технологій аналогічного використання. Під економічним зносом розуміється зниження вартості даного нематеріального активу у зв'язку зі зниженням на нього ринкового попиту.

Більшість авторів наполягає на тому, що оцінка вартості нематеріальних активів для подальшого включення у баланс підприємства повинна здійснюватися на основі *принципу консерватизму*, який передбачає прагнення скоріше знизити, ніж завищити вартість активу й очікувану прибутковість від його використання. Вважається, що фірма, яка більшою мірою враховує можливі збитки, ніж можливі прибутки, має більш реальне уявлення про своє фінансове становище і, відповідно, проводить більш реальну і зважену фінансову політику. Завищення балансової вартості нематеріальних активів призводить до викривлення балансу і спонукає можливості: 1) для навмисного приховування частини заборгованості шляхом заниження його вартості; 2) зловживанням податковими пільгами в разі невинного завищення бази для амортизаційних відрахувань при застосуванні прискореної амортизації.

Розрізняють неспецифічні і специфічні методи оцінки нематеріальних активів. *Неспецифічні* (загальні для

матеріальних і нематеріальних активів) методи передбачають оцінку нематеріальних активів шляхом використання або фактичної собівартості (первісної балансової вартості); або поточної відновної вартості (поточної балансової вартості). Фактична собівартість (історична вартість) являє собою сукупність усіх витрат, пов'язаних із придбанням і підготовкою до використання, і підлягає подальшій переоцінці та зменшенні на різні види зносу. Оцінка фактичної собівартості нематеріальних активів здійснюється за реальною, документально підтвердженою ціною їх придбання в разі їх дійсного придбання на ринку, а не створення власними силами на фірмі (див. ukrbukva.net/page,4,120674-Analiz-effekt).

Часто для постановки НМА на баланс фінансові менеджери підраховують відновну вартість (replacement cost), яка являє собою переоцінену без вирахування амортизації первісної вартості нематеріального активу, скориговану відповідно до ринкової ціни аналогічного об'єкта з урахуванням його функціональних відмінностей від оцінюваного об'єкта. Поточна вартість (present value) являє собою дисконтовану вартість майбутніх грошових потоків, яку можуть принести активи у звичайній діяльності фірми.

До *специфічних способів* можна віднести: визначення вартості нематеріального активу шляхом аналізу відповідного сегмента ринку; самостійного збору відомостей про ціни продажу активу, які мали реальне місце при укладенні угод купівлі-продажу аналогічного нематеріального активу; отримання котирування ціни аналогічного нематеріального активу від спеціалізованих позабіржових брокерів; ініціювання переговорів із приводу продажу нематеріального активу, що підлягає оцінці, щоб дізнатися, за якою ціною він може бути проданий.

Управління вартістю НМА фінансовим менеджером здійснюється в наступних випадках: а) НМА є об'єктом вкладення в статутний капітал; б) необхідність визначення майнових часток у статутному капіталі при злитті або роз'єднанні організацій; в) при оптимізації співвідношення активів фірми з метою мінімізації оподаткування; г) при оцінці

та переоцінці активів для обов'язкового і повного обліку всіх активів підприємства; д) при купівлі-продажі патентів, ліцензій та інших прав на об'єкти інтелектуальної власності; е) при кредитуванні під заставу майна, що містить об'єкти інтелектуальної власності; ж) при визначенні частки об'єктів інтелектуальної власності у вартості інвестиційного проекту; з) при франчайзингу. При купівлі-продажу товарної, або торгової марки; к) при ліквідації підприємства. (див. Аналіз ефективності використання нематеріальних активів <https://ukrbukva.net/page,4,120674-Analiz-effektivnosti-ispolzovaniya-nematerial-nyh-aktivov.html>).

Існує три типи інвестицій в НМА. Перший – інвестиції у створення нової продукції, наукові дослідження, завдяки яким фірма може набувати певних ноу-хау, деяких нових професійних прийомів, навиків та компетенції, які не вдається скопіювати іншим конкурентам. Іноді компанії тимчасово блокують нововведення, володіючи патентом на ексклюзивне використання. Це основа маркетингу у деяких видах бізнесу (приміром у фармацевтичній індустрії). Другий – інвестиції у маркетингові та наукові дослідження, що дозволяють повному поглянути і передбачити зміну смаків і стилю життя споживачів, щоб виявити будь-які важливі новації. Також необхідно формувати розуміння та очікування дистриб'юторів, оскільки вони представляють собою суттєвий компонент фізичної доступності бренду. Третій – інвестиції у внесення товару у списки для тих, хто займається продажем, і мерчендайзерів у торговій мережі, що забезпечують комунікації зі споживачами, щоб забезпечити унікальність бренду і його помітність на ринку, обізнаність споживачами.

У структурі НМА важливу роль відіграє гудвіл як нематеріальний актив, що виникає завдяки назві, репутації, наявності постійної клієнтури, місцем розташування, продуктам і аналогічним чинникам, які не можна виділити і/або оцінити окремо, але які створюють економічні вигоди.

Ділова репутація фірми може визначатися у вигляді різниці між покупною ціною фірми (як майнового комплексу загалом) і балансовою вартістю з урахуванням усіх її активів і

зобов'язань.

Позитивну ділову репутацію організації слід розглядати як надбавку до ціни, що сплачується покупцем в очікуванні майбутніх економічних вигод. Негативну ділову репутацію організації слід розглядати як знижку з ціни, що надається покупцеві у зв'язку з відсутністю факторів наявності стабільних репутації якості, навичок маркетингу і збуту, ділових зв'язків, досвіду, рівня кваліфікації персоналу, і враховувати як доходи майбутніх періодів. Наявність гудвілу природно виступає гарантією якості продукції й мінімізацією ризику, і тому він повинен включатися в ціну. Виплачуючи велику ціну за компанію з гудвілом, фінансові аналітики набувають майже гарантований потік грошових коштів у майбутньому. Якщо гудвіл сильний, він принесе вигоду завдяки високому ступеню прихильності споживачів і, отже, стабільності продажів у майбутньому. Вартість гудвілу значно зростає, коли він пов'язаний із брендом. Визначаючи фінансову вартість бренду, власники повинні брати до уваги джерела будь-якого додаткового доходу, які виникають завдяки сильному бренду. Додаткових покупців можна залучити завдяки товару, ідентичному вже існуючому на ринку, але під торговою маркою, що має сильну репутацію. Якщо фірма обирає таку стратегію, то бренд може увійти в преміальну ціну для забезпечення додаткової норми прибутку, і, як наслідок, економії, зумовленої значними масштабами. Розширення бренду на нові сегменти ринку може призвести до збільшення відрахувань за використання торгової марки і підвищення ефективності. Щоби підрахувати цю вартість, необхідно вилучити витрати на управління брендом, його просування на національному та міжнародному ринках, на контроль якості та інвестиції в дослідження, розробку нової продукції, витрати на рекламу, офіційну реєстрацію торгової марки, інвестований капітал та ін. Фінансова вартість бренду - різниця між додатковим доходом, який приносить бренд, і пов'язаними з ним витратами за найближчі кілька років, які повертаються за певною дисконтною ставкою вже сьогодні. Число врахованих років визначається бізнес-планом потенційних інвесторів.

Ставка дисконтування використовується для підрахунку майбутніх грошових потоків і залежить від наявності або браку довіри з боку інвесторів. Важливим є той факт, що чим сильніше бренд, тим менше ризик. Отже, чистий потік грошових коштів вдається оцінити більш точно, коли сила бренду висока.

Т е м а 6. Управління корпоративними правами фірми

1. Особливості управління корпоративними правами компанії.
2. Особливості функціонування корпоративних цінних паперів
3. Оцінка корпоративних прав.
4. Особливості дивідендної політики фірми.

У процесі управління вартістю бізнесу значна роль відводиться управлінню корпоративними правами. Це пов'язано з тим, що управління вартістю корпоративних прав передбачає використання різного роду цінних паперів для збільшення вартості бізнесу, оскільки саме завдяки ним здійснюється ринкова капіталізація компанії. У якості інструмента управління вартістю цінні папери стають засобом залучення грошового капіталу. У бізнесі функціонують основні та похідні цінні папери, які потребують різних форм використання, що зумовлено особливостями їх обігу на фондовому ринку. Управління цінними паперами залежить від їх економічних якостей: ліквідності, доходності, курсу, надійності, можливостей самостійного обігу, потенціалу курсової вартості. Управління основними цінними паперами передбачає управління майновими правами на будь-який актив (товар, гроші, капітал, майно, різного роду ресурси та ін.). Похідні цінні папери права (зобов'язання) виникають у зв'язку зі зміною ціни базисного активу, тобто активу, що лежить в основі даного цінного паперу. До похідних цінних паперів належать ф'ючерсні контракти (товарні, валютні, процентні,

індексні тощо). Обіг цінних паперів відбувається у сфері таких видів діяльності, як брокерська, депозитарна, реєстраторська, трастова, клірингова і консультаційна. Цінні папери як об'єкти управління мають вільний характер переходу від однієї особи до іншої у порядку правонаступництва й не обмежені в обороті. Управління цінними паперами передбачає регулювання правом володіння, майновими та зобов'язальними правами; правами на передачу права власності. Особливі механізми виникають при оперуванні інвестиційними, або капітальними цінними паперами, що є об'єктом вкладення капіталу (акції, облигації, ф'ючерсні контракти та ін.). На фондовому ринку є певні стандарти, які представляють собою сукупність економічних, юридичних і технічних вимог до цінних паперів, виконання яких є обов'язковим для управління корпоративними правами.

Акція – це основний вид цінних паперів, що підтверджує пайову участь у статутному капіталі компанії. Акції стають головним інструментом отримання прибутку від діяльності компанії у вигляді дивідендів від нарахованої та/або розподіленого чистого прибутку підприємства, отриманого в результаті операційної діяльності фірми, економічного і стратегічного розвитку, розширення бізнесу й капіталізації.

При управлінні вартістю кожного конкретного пакета слід розрізняти мажоритарний і міноритарний пакет акцій, які обумовлюють відмінності при прийнятті ключових рішень. Чим більше пакет акцій, тим більший вплив на діяльність бізнесу має його власник. При оцінці вартості це виражається в премії за контроль. Водночас, треба враховувати, що міноритарні пакети є більш ліквідними і тому часто можуть бути об'єктом грінмейлу (як різновиду рейдерських захоплень).

Управління корпоративними правами означає визначення вартості бізнесу або його частки, як суб'єкта господарювання, з усією сукупністю належних йому активів, прав і зобов'язань. Управління вартістю бізнесу вимагає якісної та достовірної оцінки корпоративних прав з урахуванням перспектив відповідної галузі, її зростання і привабливості.

Управління корпоративними правами залежить від таких чинників, як кількість і види активів; можливості доступу

до необхідної інформації та документації; звернення й котирування на фондовій біржі.

Управління корпоративними правами передбачає проведення особливої дивідендної політики, яка включає чотири основні етапи:

1) оцінку основних факторів, що визначають формування та реалізацію дивідендної політики;

2) визначення типу дивідендної політики та виду дивідендних виплат;

3) розробка механізму розподілу прибутку відповідно до обраного типу дивідендної політики;

4) оцінка ефективності проведеної дивідендної політики.

На вибір дивідендної політики фірми впливають такі фактори, як:

- стратегія розвитку бізнесу;

- розміри отриманого прибутку;

- вимога підтримки достатнього рівня ліквідності;

- наявні обмеження, пов'язані з використанням позикового капіталу;

- можлива диференціація груп акціонерів;

- доступ фірми на ринки капіталу;

- правове регулювання дивідендних виплат.

Відповідно до існуючих факторів, дивідендна політика може формуватися за трьома типами (див. «Дивідендна політика підприємства, фінансова звітність про власний капітал корпорацій» https://sinref.ru/000_uchebniki/00800economica/003_lekcii_finansi_02_raznoe_/493.htm).

1. *Консервативна* дивідендна політика передбачає, що виплату дивідендів слід проводити у пропорціях, які дозволяють задовольняти потреби виробничого розвитку й більш високими темпами нарощувати вартість чистих активів, а, отже, і ринкову вартість акцій.

2. *Помірна політика* нарахування дивідендів полягає в пошуку балансу інтересів акціонерів, які потребують виплати дивідендів, і потреб підприємства в нарощуванні капіталу.

3. *Агресивна дивідендна* політика передбачає нарахування максимально можливого розміру дивідендів.

Кожен тип політики передбачає певний вид (методи) дивідендної політики:

- *залишкова дивідендна* політика, яка будується на першочерговому обліку інвестиційних можливостей компанії, обмеженості зовнішніх джерел фінансування або їх високої вартості;

- *політика фіксованого дивідендного виходу*, за якою компанія встановлює оптимальне значення дивідендного виходу і дотримується його. Але оскільки величина чистого прибутку варіюється по роках, то грошовий вираз дивідендних виплат теж буде різний;

- *політика незнижуваних дивідендів* (фіксованих дивідендних виплат), суть якої – ніколи не знижувати щорічний розмір дивіденду на акцію. Перевагою даної методики виплати дивідендів є впевненість акціонерів у незмінності розміру поточного доходу, можливість підтримки постійного курсу вартості акцій на фондовому ринку, недоліком – слабкий зв'язок із фінансовими результатами діяльності компанії;

- *політика виплати дивідендів акціями*, яка може проводитися у разі неблагополучного фінансового стану, або при тимчасовій нестачі фінансових коштів для реалізації інвестиційних програм при загальній фінансовій стійкості;

- *політика викупу власних акцій*, яка може розглядатися як дивідендна політика, альтернативна грошовим виплатам дивідендів, оскільки викуп власних акцій означає використання чистого прибутку на виплати власникам капіталу;

- *політика автоматичного реінвестування дивідендів*, за якою акціонер має право вибору між отриманням дивіденду в грошовій формі і покупкою на вказану суму додаткової кількості акцій;

- *політика низької дивідендної прибутковості*, яка має мету утримання контролю над компанією, і полягає в непрямих високих виплатах із чистого прибутку окремим групам акціонерів (наприклад, необхідності матеріальної допомоги колишнім працівникам, а нині акціонерам компанії).

Тема 7. Організація процесу управління вартістю бізнесу

1. Фактори впливу на управління розвитком вартості бізнесу.
2. Принципи організація управління вартістю бізнесу. Транспарентність та відкритість бізнесу. Наявність вартісного мислення.
3. Управління прибутком із метою збільшення інвестиційної привабливості. Критерії ефективності управління вартістю фірми.
4. Сучасні інструменти та етапи вартісного управління.

Вартість бізнесу стає об'єктом управління, що спрямовано на його капіталізацію, шляхом управління певними факторами. Уся сукупність факторів поділяється на *зовнішні*, насамперед, ринкова кон'юнктура, орієнтація на вартість альтернативного бізнесу, майбутні вигоди від володіння тощо, та *внутрішні* – ступінь контролю над бізнесом, ступінь ліквідності активів; ризики отримання доходів та прогнозування майбутнього сценарію. Відповідно до цих факторів формується весь процес управління вартістю бізнесу. Для різних видів бізнесу ці фактори мають різне значення та питому вагу у вартості бізнесу.

Обов'язковими елементами регулярної системи управління вартістю є:

- наявність ефективного власника, який орієнтується на капіталізацію бізнесу;
- розробка сукупності інструментів управління вартістю;
- менеджмент, кваліфікація якого надає йому можливість володіти інструментами управління на всіх етапах функціонування бізнесом;
- система моніторингу за реалізацією програми управління;
- система контролю з боку всіх зацікавлених сторін;
- система мотивування менеджерів в усіх підрозділах.

Управління вартістю найправильніше розуміти як єдність вартісного мислення та управлінських інструментів (процесів і систем), що необхідні для перекладу цього мислення на мову конкретних дій. Управління вартістю бізнесу здійснюється різними способами відповідно до всієї системи управління.

Перший спосіб – модернізація діючого виробництва, будівництво нових виробничих потужностей та розширення інфраструктури, підвищення якості продукції відповідно до зростаючих потреб ринку. Ефективність управління означає, що приріст вартості повинен бути більшим, ніж вкладені кошти. Перед менеджером при реалізації цього способу постають питання: відібрати інвестиційні проекти за критерієм їх значущості для вартості компанії; з проектів, що пройшли перший етап відбору, необхідно вибрати ті, які демонструють найкращі фінансові показники з точки зору інвестиційного аналізу (NPV, IRR, PI і т. ін.).

Другий спосіб – реформування, реструктуризація. Цей спосіб ефективний для великих багатoproфільних компаній з багаторічною історією існування. Він є найбільш поширеним у країнах із розвиненим діловим минулим. Матеріальні витрати на проведення реформування компанії, як правило, істотно нижче можливих витрат при реалізації інвестиційної програми, адже підприємство підвищує ефективність діючого виробництва. Але для кожного способу управління вартістю виникають свої специфічні ризики. Основний ризик управління виникає внаслідок того, що основні підрозділи фірми (виробничі, фінансові, інформаційні, контрольні та звітні) можуть виявитися не готовими реалізовувати свої функції у процесі реформування, що може призвести до опору або саботажу програми реформування. Тому важливим завданням менеджерського апарату фірми стає детальний аналіз ймовірності, характеру та методів опору або саботажу персоналу змінам. Подібний опір присутній при реалізації будь-яких проектів, однак особливо часто воно виникає при зміні систем управління. З цією метою менеджерський состав повинен запровадити спеціальну підготовчу роботу

(організацію семінарів, тренінгів, роз'яснювальну роботу) з персоналом і довести персоналу цілі, завдання, характер реформування. Важливо сформувати у персоналу почуття причетності, додаткової відповідальності за те, що відбувається. Ефективність цієї роботи буде значно підвищена в разі доведення впливу процесів реформування та реструктуризації на зміни індивідуальних стандартів життя (в колективі та поза ним).

Третій спосіб – організація реінжинірингу бізнес-процесів, що передбачає фундаментальне переосмислення і радикальне перепроєктування бізнес-процесів для досягнення максимального ефекту виробничо-господарської і фінансово-економічної діяльності. Реінжиніринг стає ефективним за умов представлення інформації, що зрозуміла для тих, хто буде його реалізувати. Важливою передумовою його організації стає формування *вартісного мислення*, тобто можливість усвідомлювати та бачити увесь процес перетворення матеріальних та нематеріальних речей у вартісну форму та її головні показники: виручка, прибуток, дохід, зарплата тощо. Вартісне мислення керується чіткими правилами, стандартами, образами, у які поєднуються вартісні аспекти діяльності та суспільні цінності (першочергово, захист навколишнього середовища та безпечний розвиток). Вартісне мислення будується на науковому аналізі, розуміння того, які параметри діяльності впливають на вартість компанії. Реінжиніринг бізнес-процесів передбачає наявність двох основних етапів: визначення оптимального (ідеального) виду бізнес-процесу (передусім основного); визначення найкращого (за коштами, часом, ресурсам і т. ін.) способу перетворення існуючого бізнес-процесу в оптимальний (з економічної, фінансової, правової точки зору) результат.

Весь процес підготовки до управління вартістю підприємства, як правило, здійснюється в чотири етапи (див. «Вартість підприємства і вартісний підхід до управління. https://revolution.allbest.ru/management/00727993_0.html).

На першому етапі здійснюється аналіз ситуації (діагностика підприємства) і оцінка поточної вартості компанії

(бізнесу). На даному етапі проводиться діагностика реального стану підприємства з урахуванням усіх напрямків і систем: маркетингу, збуту, виробництва, управління тощо; визначається вартість бізнесу на поточний момент. З одного боку, це етап діагностики, з іншого – визначення базового рівня, у порівнянні з яким на перспективу можна буде оцінити ефективність виконаних дій. Основна мета оцінки полягає у визначенні вартості активів фірми (бізнесу), що необхідно замовнику для прийняття управлінських рішень. На цьому етапі всі зацікавлені суб'єкти визначають свої цілі та програму дій. Відповідно до цього кожний суб'єкт повин отримати свій власний результат оцінки. Оцінку треба провести, якщо буде необхідно продати частину активів, застрахувати певні види майна, отримати банківський кредит під заставу майна; здати певні капітальні активи в оренду; оформити частину майна в якості внеску до статутного капіталу.

На другому етапі здійснюється коригування стратегії розвитку в напрямі збільшення вартості. На даному етапі: • формується система ключових факторів вартості; • проводиться її тестування; • визначаються цільові якісні та кількісні значення ключових факторів вартості; • проводиться узгодження стратегії підприємства з цільовими значеннями ключових факторів вартості; • вибирається оптимальна з можливих альтернативних стратегій розвитку підприємства.

На третьому етапі відбувається розробка плану заходів (бізнес-плану) відповідно до обраної стратегії. На даному етапі розробляється план змін в організаційно-функціональній структурі для встановлення зон відповідальності підрозділів компанії; розробляється план виробництва, маркетингу, збуту, орієнтований на досягнення цільових показників факторів вартості, визначених на етапі формування (коригування) стратегії; визначаються значення факторів вартості більш низького рівня, зміна яких впливає на чинники вартості вищих рівнів; готується план інвестиційних програм; розробляються заходи з управління ризиками.

На четвертому етапі починається реалізація плану впровадження системи управління вартістю. На ньому

визначаються: • чинники вартості, які повинні бути розподілені за певними структурами компанії і виконавцями як об'єкти контролю та відповідальності; менеджери компанії, які розробляють методи управління факторами вартості. На цьому етапі ведеться моніторинг виконання плану й аналітична робота; виявляються кількісні та якісні відхилення досягнутих значень відповідних показників від цільового рівня, здійснюються дії з усунення відхилень; за необхідності змінюються цілі й коригуються плани. Важливим завданням цього етапу стає розробка системи мотивації та стимулювання персоналу, що повинні відповідати очікуваним настроям працівників.

Існують різні моделі управління вартістю бізнесу. Серед яких найбільш теоретично і практично ґрунтовними є:

- *модель А. Дамодарана* (вона призначена для корпоративних структур);

- *модель «Пентагон»* (вона заснована на ключовій ролі реструктуризації як інструменту управління вартістю);

- *модель К. Уолша* (вона з'єднує традиційний підхід до фінансового аналізу діяльності компанії, що базується на фінансових коефіцієнтах, і новий напрям аналізу компаній, заснований на оцінці її вартості);

- *модель збалансованої системи показників* (це система показників дозволяє сформувати наскрізну систему контрольованих показників діяльності компанії, орієнтованої на зростання вартості як компанії, так і її окремих підрозділів і окремих співробітників).

У моделі управління прибутком можна визначити низку особливостей, у тому числі:

- 1) об'єктом управління в моделі являється не факторний, а результуючий показник – прибуток як результат взаємодії витрат суб'єкта господарювання та його доходів;

- 2) ця модель цілісно інтегрує функціонально-організаційні блоки інших моделей (наприклад, інвестування, фінансування, управління дебіторською та кредиторською заборгованістю та інші);

- 3) ця модель орієнтується на управлінні фінансування

суб'єкта господарювання за рахунок власного капіталу;

4) ця модель базується, переважно, на методах фінансового контролінгу.

Важлива особливість моделі управління прибутком пов'язана з виникненням операційного синергетичного ефекту, який з'являється внаслідок економії на операційних витратах за рахунок об'єднання служб маркетингу, обліку, збуту. Крім того, об'єднання може призвести до зміцнення позиції компанії на ринку, отримання технологічного ноу-хау, торгової марки, що сприяє не тільки зниженню витрат, але й диференціації продукції, що випускається. Синергетичний ефект дозволяє придбати додаткові економічні вигоди в результаті успішного об'єднання компаній (при злитті й поглинанні) і перевищенні їх вартості. Дані економічні вигоди утворюються внаслідок більш раціонального використання їх загального фінансового потенціалу, взаємодоповнення технологій та продуктів, що випускаються, можливості зниження поточних витрат виробництва та інших аналогічних чинників об'єднаних компаній (див. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств: монографія Київ: КНЕУ, 2002. С. 55-64).

Т е м а 8. Механізм антикризового управління вартістю бізнесу

1. Передумови виникнення кризового стану фірми.
2. Концепція антикризового управління бізнесом
3. Механізми протидії кризовим процесам.
4. Управління вартістю фірми в процесі санації й реорганізації фірми.

Управління вартістю бізнесу спрямоване на перманентну капіталізацію фірми. Але це не завжди може бути досягнуто внаслідок різних причин, умов і факторів. Скільки потенціал фірми включає дві складові (матеріально-речову та фінансову), виникають різні обставини та алгоритми вирішення питання антикризового управління. З одного боку, кризовими

явищами у виробничо-технологічному потенціалі займається широке коло менеджерів, з іншого – кризами у вартісному вимірі займаються фінансові менеджери. Власника бізнесу цікавлять обидві сторони його бізнесу. Тому власнику бізнесу, менеджеру необхідно завжди розуміти можливість виникнення кризової ситуації в багатопрофільному розумінні. З точки зору управління вартістю це означає порушення вартісних вимірів діяльності фірми. Кризовий стан фірми полягає в його неспроможності здійснювати фінансове забезпечення поточної виробничої діяльності. Кризовий стан фірми характеризується за трьома параметрами: *джерела* (причини, фактори, умови) виникнення; *вид кризи* (технологічна, організаційна, інвестиційна, управлінська, психологічна, економічна, фінансова); *стадія розвитку* кризи (передкризова, кризова, вихідна). Аналіз цих ознак дозволяє правильно визначити діагноз фінансової неспроможності підприємства та підібрати найбільш ефективний алгоритм антикризових заходів.

Кризові ситуації на фірмі виникають на всіх стадіях її життєвого циклу: зародження, розвитку та вмирання. Для кожного етапу існують свої особливі чинники кризи. Найчастіше прояв кризового стану починається зі зниження прибутку, або виникнення збитків. Але це можуть бути короткострокові, епізодичні ситуації, або вони можуть набувати затяжного характеру й закінчуватися банкрутством. Для запобігання цього становища необхідно вчасно зрозуміти причини, внаслідок яких підприємство потрапляє в кризовий стан. Для нейтралізації кризових явищ фірма переводиться на спеціальний режим антикризового управління із застосуванням специфічних методів та прийомів управління вартості (див. Управління фінансовою сталістю підприємства https://knowledge.allbest.ru/finance/3c0a65635a3ad69a4d53b88521206c37_0.htm).

Антикризове фінансове управління фірмою слід розглядати у двох аспектах: *по-перше*, це комплекс профілактичних заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи: системний аналіз сильних та слабких сторін підприємства, оцінювання ймовірності банкрутства, управління

ризиками (їх виявлення, оцінювання та нейтралізація), упровадження системи попереджувальних заходів. По-друге – це система управління фінансами, що спрямована на виведення компанії з кризи, у тому числі проведенням санації чи реструктуризації суб'єкта господарювання. Отже, *антикризове управління фінансами* слід розуміти як особливий режим, який полягає в організації фінансової роботи на підприємстві з урахуванням необхідності профілактики та нейтралізації фінансової кризи. Головне завдання антикризового фінансового менеджменту полягає в ефективному використанні фінансового механізму з метою запобігання банкрутству та забезпечення фінансового оздоровлення підприємства. Нестійка та невизначена кон'юнктура ринкового середовища вимагає постійного моніторингу всіх аспектів діяльності фірми.

Діяльність з антикризового управління вартістю, капіталом, активами та ризиками включає планування, реалізацію та контроль фінансових цілей, розроблення стратегій та заходів, спрямованих на попередження чи виведення підприємства з кризи.

Об'єктом антикризового управління є сукупність усіх фінансово-економічних ризиків, активів, капіталу, фінансових потоків та вартість бізнесу, яке перебуває у режимі антикризового управління. Концепція антикризового управління включає: діагностику, аналіз проблеми, постановку цілей та розроблення антикризової стратегії на основі відбору відповідних немонетарних (виробничих, технологічних, маркетингових) та монетарних (прибутковість, рентабельність, ліквідність, платоспроможність, вартість) чинників.

Основною метою антикризового управління є швидке відновлення платоспроможності та фінансової сталості підприємства, що допоможе запобігти банкрутству. Для цього на підприємстві *розробляють політику антикризового управління*, реалізація якої передбачає (див. *Антикризове управління фінансами підприємства*: https://pidruchniki.com/1346020452151/finansii/antikrizove_upravlinnya_finansami_pidpriyemstva):

- 1) періодичне визначення фінансового стану для

завчасного виявлення ознак розвитку кризи;

2) визначення масштабів кризового стану фірми;

3) вивчення причини, основних чинників, що зумовили розвиток кризових явищ, у тій чи іншій сфері діяльності;

4) формування мети та підбір основних механізмів антикризового управління фірми за зростання ймовірності банкрутства;

5) запровадження внутрішніх механізмів стабілізації підприємства;

6) вибір ефективних форм санації;

7) забезпечення ліквідаційних процедур за умови банкрутства підприємства.

Внутрішній механізм фінансової стабілізації передбачає такі етапи: усунення неплатоспроможності; відновлення фінансової сталості; розроблення адекватної фінансової стратегії для прискорення економічного зростання. Основними завданнями стають: оптимізація виробничої діяльності шляхом вилучення збиткової продукції; удосконалення організаційної структури через реорганізацію або ліквідацію нерентабельних підрозділів; розробка і впровадження програми скорочення витрат; підвищення ефективності управління активами фірми.

В умовах кризи актуальним є забезпечення швидкого обігу капіталу. Відомо, що різні структурні елементи капіталу фірми мають різну ліквідність. Тому, однією з найпоширеніших причин низького рівня прибутковості підприємств є превалювання нерухомих активів (засоби виробництва), що мають низьку ліквідність. Амортизація цих нерухомих активів є значною складовою ціни товарів. За ринкової економіки рентабельність більшою мірою залежить від інтенсивності продажу, ніж від рівня ціни на кінцеву продукцію підприємства. Саме тому необґрунтовано високий рівень цін може сприяти виникненню та поглибленню кризи на підприємстві. Основними елементами антикризового управління стають: діагностика наявних проблем; загальне формулювання цілей та розроблення антикризової стратегії; оперативне планування; прийняття рішення та реалізація планів; внутрішній та зовнішній контроль; розробка

рекомендації щодо корекції планів та діяльності (див. Управління фінансовою сталістю підприємства https://knowledge.allbest.ru/finance/3c0a65635a3ad69a4d53b88521206c37_0.html).

Одним із важливих інструментів антикризового управління фінансами, засобом подолання фінансової кризи та запобігання банкрутству підприємства є санація. У широкому розумінні *санація* – це сукупність усіх можливих заходів, спрямованих на фінансове оздоровлення суб'єкта господарювання. До санаційної системи включаються елементи фінансово-економічних, виробничо-технічних, організаційно-правових та соціальних заходів, спрямованих на досягнення чи відновлення платоспроможності, ліквідності, прибутковості та конкурентоспроможності підприємства-боржника в довгостроковому періоді (Фінансова санація як складова антикризового управління. URL: <https://studfiles.net/preview/5392834/page:5/>).

Санація підприємства охоплює сукупність заходів фінансово-економічного характеру, які відображають фінансові відносини, що виникають у процесі мобілізації та використання внутрішніх і зовнішніх фінансових джерел оздоровлення підприємств. Метою фінансової санації є покриття поточних збитків на усунення причин їх виникнення, поновлення або збереження ліквідності та платоспроможності підприємств, скорочення всіх видів заборгованості, поліпшення структури капіталу та мобілізація фінансових ресурсів, необхідних для проведення санаційних заходів виробничо-технічного та організаційного характеру. Джерелами фінансування санації можуть бути власні або запозичені кошти. Головним критерієм прийняття рішення щодо санації чи ліквідації підприємства є його *санаційна спроможність*. Остання означає наявність у підприємства, що перебуває у фінансовій кризі, фінансових, організаційно-технічних та правових можливостей, які визначають здатність до успішного проведення його фінансової санації. Загальні передумови санаційної спроможності: наявність у підприємства можливостей мобілізації необхідного для фінансового оздоровлення капіталу; спроможність

ефективно використати капітал; наявність можливостей для своєчасного розрахунку з інвесторами. Економічними критеріями санаційної спроможності підприємства є його здатність до забезпечення ліквідності, відновлення прибутковості та одержання конкурентних переваг. Зазначені кількісні та якісні критерії є тісно взаємозв'язаними між собою. Так, досягнення конкурентних переваг можливе лише за наявності стійкої ліквідності та платоспроможності, водночас орієнтація лише на забезпечення ліквідності дає можливість забезпечити життєздатність підприємства тільки в короткостроковому періоді. Санаційну спроможність підприємства слід визначати на основі оцінювання трьох основних показників: а) показника поточної платоспроможності; б) коефіцієнта забезпечення власними засобами; в) коефіцієнта покриття (див. Антикризове фінансове управління підприємство: <http://5fan.ru/wievjob.php?id=63670>).

Діагностика санаційної спроможності підприємства здійснюється за рішенням ініціатора фінансової санації підприємства. На підставі результатів аналізу санаційної спроможності робиться висновок про доцільність чи недоцільність санації даної господарської одиниці. Якщо підприємство перебуває в глибокій кризі, не сумісній із подальшим його існуванням, виробничий потенціал зруйновано, структура капіталу та майна незадовільна, ринки збуту продукції втрачено, стратегії розвитку підприємства бракує, то робиться висновок про те, що підприємство є санаційно неспроможним і його доцільно ліквідувати. Інакше санація означатиме лише відстрочення часу ліквідації підприємства й нічого, крім додаткових збитків, власникам та кредиторам не дасть.

Крім санації в антикризовий алгоритм управління вартістю бізнесу можна застосовувати реструктуризацію підприємства. У попередній лекції ми розглядали реструктуризацію як спосіб управління вартістю підприємством. Тому реструктуризацію можна розглядати з двох сторін. Перша – це комплекс профілактичних заходів,

спрямованих на недопущення фінансової кризи: системний аналіз сильних та слабких сторін фірми, оцінка ймовірності банкрутства, управління ризиками (виявлення, оцінка та нейтралізація), упровадження системи запобіжних заходів, тощо. З другого – це система управління фінансами, спрямована на виведення підприємства з кризи, зокрема за допомогою санації чи реструктуризації суб'єкта господарювання. В умовах фінансової кризи – це проведення організаційно-господарських, правових, виробничо-технічних заходів, спрямованих на зміну структури суб'єкта господарювання, його управління, форм власності, організаційно-правових форм, які здатні відновити прибутковість, конкурентоспроможність та ефективність виробництва. У механізмі проведення реструктуризації виділяють такі форми: реструктуризація управління підприємством; реструктуризація виробництва та активів; фінансова реструктуризація пасивів; корпоративна реструктуризація (реорганізація). Реструктуризація включає заходи з приведення у відповідність виробництва, системи управління та організаційної структури, бізнес-процесів тощо до вимог стратегії відновлення прибутковості та конкурентоспроможності підприємства. Реструктуризацію, доцільно розпочинати на ранніх стадіях кризи. Вона спрямована переважно на подолання причин стратегічної кризи та кризи прибутковості. Меншою мірою реструктуризація сприяє вирішенню проблеми платоспроможності підприємства. В сучасних умовах реструктуризація здійснюється на основі *реінжинірингу*, який передбачає системне моделювання й оптимізацію ресурсних та інформаційних потоків, у результаті чого спрощується організаційна структура, мінімізуються матеріальні, фінансові та трудові затрати. (див. [Фінансова санація як складова антикризового управління https://studfiles.net/preview/5392834/page:5/](https://studfiles.net/preview/5392834/page:5/)).

Отже, головна мета антикризового фінансового управління є встановлення управління, яке здатне передбачати, попередити, подолати та знизити ймовірність виникнення фінансової кризи й одночасно утримувати фінансову стійкість

та стабільний розвиток підприємства.

ЗМІСТ

Тема 1. Теоретичні основи управління вартістю бізнесу.....	3
Тема 2. Основні підходи до визначення вартості бізнесу....	7
Тема 3. Управління бізнесом з позицій витратного, дохідного, порівняльного підходу.....	12
Тема 4. Управління вартістю нерухомих активів.....	30
Тема 5. Управління вартістю нематеріальних активів.....	40
Тема 6. Управління корпоративними правами фірми.....	45
Тема 7. Організація процесу управління вартістю бізнесу...	49
Тема 8. Механізм антикризового управління вартістю бізнесу.....	54

Навчальне видання

Електронне видання

Гриценко О.А.

Конспект лекцій з навчальної дисципліни

«УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ БІЗНЕСУ»

(вибіркова)

для студентів
другого (магістерського) рівня вищої освіти
галузі знань 07 «Управління та адміністрування»
спеціальності 073 «Менеджмент»
спеціалізації «Бізнес-адміністрування»

Відповідальна за випуск *Л. С. Шевченко*

Редактор

Комп'ютерна верстка *А. В. Старжинської*