

**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ: ОСНОВИ МЕТОДОЛОГІЇ
ДОХОДНОГО ПІДХОДУ**

*Досліджено еволюцію поглядів на оцінку вартості підприємства,
розглянуто зміст основних термінів, що застосовуються в методології визначення вартості
підприємства, розроблено алгоритм комплексної оцінки вартості підприємства доходним підходом*

Постановка проблеми. Сучасні трансформаційні процеси вимагають наукового розв'язання нових економічних завдань, що постали на часі. Серед них особливе місце належить управлінню вартістю підприємств. Звернення до цієї проблеми обумовлено актуальністю її впливу на підвищення ефективності господарювання. Підтвердженням тому є слова відомих американських вчених Коупленда Т., Коллера Т. та Мурріна Дж.: "...Якщо в країнах, економіка яких не орієнтована на максимальне підвищення вартості для акціонерів, інвестори будуть отримувати меншу віддачу на вкладений капітал, чим в країнах, що мають таку орієнтацію, то в результаті подальшої глобалізації ринку капіталу перші поступово почнуть відчувати недостатність інвестицій і все більше відставати у всесвітній конкуренції. По мірі того, як капітал стає все більш мобільним, система, що опирається на вартість, набуває все більшу вагу і значення..." [1, с. 26].

Управління, орієнтоване на вартість, дозволяє врахувати інтереси зацікавлених в результатах діяльності підприємств осіб, забезпечити розвиток за рахунок припливу капіталу, об'єднати зусилля менеджерів на всіх внутрішньокорпоративних рівнях управління задля досягнення єдиного кінцевого результату.

Визначити вартість з метою прийняття обґрунтованих управлінських рішень досить складно. На сьогодні можна виділити три групи основних методів оцінки вартості підприємства. По-перше, це майнові (балансові, витратні) методи, які базуються на визначенні чистої вартості майна за даними бухгалтерського обліку. Основна формула розрахунку вартості бізнесу для витратного підходу: "Власний капітал = Активи – Зобов'язання". Вважається, що такий підхід дає найнижчу, песимістичну оцінку бізнесу.

Порівняльний (ринковий) підхід до оцінки бізнесу не має собі рівних, що пояснюється його простотою на перший погляд. Він передбачає, що цінність активів визначається тим, за скільки вони можуть бути продані за наявності детально сформованого фінансового ринку.

Найбільш надійним та точним, але і трудомістким за думкою більшості експертів, є прибутковий (доходний) підхід до оцінки вартості бізнесу. Такий підхід містить цілу групу схожих між собою методів і моделей оцінювання і пов'язаний з дисконтуванням майбутньої вигоди (дивідендів, прибутку, грошових потоків і т. ін.). Логічним обґрунтуванням цього є умова: потенційний покупець не заплатить за бізнес більшу суму, ніж поточна вартість майбутніх доходів компанії.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Світовою науковою думкою розроблено комплекс теоретичних положень щодо кожного з підходів, які зводяться до термінології, принципів та методів оцінки підприємства. Акцентування уваги на дослідженні теоретико-методологічних основ доходного підходу дозволить сформулювати глибше розуміння сучасних проблем і перспектив його використання у вітчизняній практиці.

До сучасних вчених, що досліджують питання управління вартістю, належать Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррін; Керш Стівен Р.; К. Уолш [1; 2; 3] тощо. До найбільш відомих імен в економіці нерухомості належать Фридман Дж. та Ордуей Н., що узагальнили весь Америка-ський досвід використання методології оцінки нерухомості, що приносить дохід [4].

Окремі аспекти управління вартістю національних підприємств розглядаються вітчизняними науковцями в

межах досліджень проблематики: конкурентоспроможності – О.М. Алимовим, реформування власності – О.І. Амошею, структурних змін в економіці – Л.К. Безчасним, формування фондового ринку – В.М. Бордюком, інвестиційного розвитку – М.С. Герасимчуком, корпоративного управління – В.І. Голіковим, управління виробничим потенціалом – М.І. Івановим, розвитку промислових комплексів – М.Г. Чумаченком, теорії вартості – А.А. Чхуном та ін.

На цей час науково узагальнено теоретичні та практичні аспекти управління вартістю підприємств лише в декількох монографіях.

Найпершою у вітчизняній науці була монографія О.Г. Мендрула (2002 р), що присвячена науковому обґрунтуванню та практичному розв'язанню актуальних проблем управління вартістю підприємств. В роботі досліджено теоретичні засади вартісного менеджменту, визначено методологічні особливості оцінки вартості підприємств в умовах економічної трансформації, запропоновано напрямки вдосконалення внутрішньогосподарсько управління вартістю в межах національної моделі корпоративного управління та в процесі реструктуризації підприємств [5].

Наступною значущою працею була монографія В.А. Панкова (2003 р) – в даній монографії обґрунтовано нову парадигму корпоративного менеджменту на прикладі ВАТ "Новокраматорський машинобудівний завод", її чіткої направленості на вирішення проблем максимізації вартості підприємства, поступового нарощування ринкового потенціалу, позитивного іміджу укріплення конкурентних позицій на вітчизняному та світовому ринках [6].

Значну увагу приділено визначенню новітніх тенденцій удосконалення організації функціонування підприємств, управлінню їх потенціалом, в тому числі за критерієм вартості в монографії за редакції О.С. Федоніної (2006 р) [7]. В монографії за редакцією М.Г. Чумаченка (2008 р) викладено теоретичні, методичні та прикладні основи комплексної оцінки вартості підприємства. Розкрито особливості та переваги використання майнового підходу до оцінки вартості діючого підприємства тощо [8].

Таким чином, питання оцінки вартості підприємства вирішувалися в наукових працях зарубіжних і вітчизняних учених. Але, незважаючи на різноплановість і глибину проведених досліджень, існує потреба більш детальної розробки теоретико-методологічних основ використання окремих підходів оцінки, зокрема, доходного, що і зумовило вибір дослідження, його актуальність і практичну значущість.

Метою дослідження є визначення методологічних основ щодо комплексної оцінки вартості підприємства доходним підходом.

Відповідно до мети дослідження були поставлені такі наукові та практичні завдання: визначити історичні передумови формування комплексної методики доходного підходу щодо оцінки вартості підприємства; розглянути основні терміни, що застосовують при визначенні вартості підприємства; розробити алгоритм комплексної оцінки вартості підприємства доходним підходом.

Викладення основного матеріалу дослідження. З метою визначення основ методології доходного підходу оцінки вартості підприємства розглянемо історичні передумови її становлення. Так, переломним моментом щодо формування методології з визначення вартості був вихід праці А. Маршалла "Принципи економічної науки".

Як свідчать зарубіжні фахівці з оцінки, він сформулював засади трьох загальноприйнятих нині підходів до оцінки вартості, а саме: порівняльного, доходного і витратного. З кінця XIX ст. послідовники А. Маршала трансформували елементи економічної теорії, у тому числі сформульовані ним три підходи до оцінки вартості, у прикладну методологію оцінки, що відтворилася в сучасних стандартах з оцінки майна. У теорії оцінки закріпився поділ на три підходи до оцінки ринкової вартості та протягом XX ст. здійснювалося систематичне розроблення моделей оцінки на основі порівняння продажів, витрат заміщення і капіталізації доходів.

Як складові в теорію оцінки ввійшли також процедури, запозичені з інших дисциплін. Так, важливу роль у формуванні методології оцінки відігравали розробки математиків різних часів. У 1582 році С. Стевін перший склав таблиці складних відсотків, які згодом було покладено в основу доходного підходу. Д. Бернуллі в 1738 році заклав фундамент сучасного розуміння ризику і його виміру, на якому будували свої міркування інші вчені. В. Інвуд у 1811 році вперше опублікував таблиці коефіцієнтів теперішньої і майбутньої вартості ануїтету. Крім того, у теорію оцінки ввійшли й деякі інші процедури, зокрема статистичні методи.

Проблемою при визначенні вартості на основі доходів до XX ст. була відсутність ґрунтовної теорії, яка б давала змогу математично пов'язати майбутні доходи з вартістю на дату оцінки. Такою теорією стала теорія зміни грошей у часі. Вона уможливила врахування в розрахунку ринкової вартості змін потоків доходів, в інвестиційних розрахунках – часу надходження доходів у межах терміну окупності проекту, а також врахування доходів, які генеруватиме проект після завершення терміну окупності. Е. Фішер у праці “Природа капіталу і доходу” (1906 р) математично пов'язав вартість з доходом, визначивши її як поточну вартість майбутніх доходів від об'єкта.

У 30-х роках XX ст. Дж. Уільямс розробив концепцію аналізу на основі дисконтування грошових потоків, яка стала ядром методу дисконтування грошових потоків у доходному підході.

Ф. Бебок у праці “Оцінка нерухомості” (1932 р) розглядав доходний підхід як найдоцільніший і вказував, що його слід використовувати в усіх можливих випадках.

Доходному підходу на початку XX ст. велику увагу приділяли й інші вчені, зокрема Х. Хойт та А. Веймер. Останній розглядав доходний підхід до оцінки ринкової вартості як найкращий.

Вчений Р. Реткліф був реформатором традиційних поглядів на оцінку нерухомості, у зародженні яких брали участь Р. Ілі, Е. Фішер, Х. Хойт та Ф. Бебок. Так, у праці “Термін економічного життя при оцінці” (1938 р) він показав, що оцінка залишкового терміну економічного життя поліпшень не обов'язкова для оцінки за доходного підходу і зазначив, що достатньо оцінити очікувані доходи і очікувану зміну вартості об'єкта на термін володіння ним. У працях 60-70-х років він увів нову концепцію щодо розуміння ринкової вартості, яка нині використовується у всіх країнах. По-перше, він зазначив, що оцінка ринкової вартості має бути спрямована на передбачення ціни, за якою актив буде продано на ринку за певних умов; по-друге, що оцінка ринкової вартості передбачає визначення не певної ціни, а наймовірнішої, що відображено в міжнародних стандартах оцінки. Р. Реткліф також звернув увагу вчених на питання поведінки інвесторів та вплив цього фактора на процес оцінки.

Починаючи з другої половини 60-х років XX ст. посилюється роль нових методів, у тому числі методу дисконтованих грошових потоків. Зокрема П. Венд вважав, що традиційні методи доходного підходу базуються на нереалістичних припущеннях, і у своїх працях (1969, 1974 роки) відкидав метод прямої капіталізації та техніку капіталізації за окремими ставками для землі й будівель, вважаючи, що метод дисконтованих грошових потоків, який використовується суто під час оцінки інвестиційної вартості, ефективніший для оцінки ринкової вартості. Іншим відомим вченим, який обстоював переваги методу дисконтованих

грошових потоків, був Дж. Грейаскемп. У практиці оцінки ринкової вартості цей метод почав застосовуватись із середини 70-х років XX ст. П. Колвел у 1981 році опублікував працю, де узагальнив усі попередні теоретичні положення доходного підходу до оцінки ринкової вартості нерухомості. Починаючи із середини 80-х років нові теоретичні положення в оцінці ринкової вартості торкаються переважно окремих питань, наприклад, впливу інфляції на вартість нерухомості [9, с. 40].

Аналізуючи стан теоретико-методологічних основ оцінки вартості об'єктів в Україні, слід зазначити, що з переходом до ринкових відносин теоретичною базою оцінки на початковому етапі стали праці вчених і практиків – спеціалістів з оцінки зарубіжних країн. Водночас вже із середини 90-х років XX ст. з'являються праці російських і вітчизняних спеціалістів із цієї проблеми. Інтерес до теоретичних питань оцінки майна підвищився завдяки процесам приватизації, які потребували обґрунтованого визначення вартості майна, що приватизується. На сьогодні регулювання процесів визначення вартості відбувається згідно чинного законодавства [10-15].

Таким чином, існують історично сформовані теоретико-методологічні основи визначення вартості підприємства і методологія оцінки формуються на основі її поділу на дві частини: принципи та методи оцінки.

Принципи оцінки – це теоретичні положення, які слід урахувати в процесі визначення вартості. Вони становлять базу методології визначення вартості. Методи оцінки, в свою чергу, можна вважати науково обґрунтованими алгоритмами визначення вартості.

Методи оцінки ринкової вартості залежно від чинників, узятих за основу для визначення вартості, поділяються на три групи: доходного, витратного і порівняльного підходів. Підхід в оцінці ринкової вартості можна визначити як спосіб розрахунку вартості, який поєднує методи оцінки на засадах єдиних поглядів на принципи її формування.

Доходний підхід, який є об'єктом дослідження, базується на врахуванні принципів найбільш ефективного використання та очікування, відповідно до яких вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включаючи дохід від його можливого перепродажу. Принцип найбільш ефективного використання втілюється під час проведення оцінки підприємства шляхом здійснення під час прогнозування грошових потоків відповідно до припущення про раціональне розпорядження майном. Раціональним вважається розпорядження майном, що спрямоване на максимізацію поточної вартості очікуваних чистих грошових потоків такого підприємства (цілісного майнового комплексу, ЦМК) і, отже, – на максимізацію його ринкової вартості.

Згідно з Національного стандарту № 1 ЦМК становлять “об'єкти, сукупність активів яких дає змогу провадити певну господарську діяльність...”, тобто “підприємства, а також їх структурні підрозділи (цехи, виробництва, дільниці тощо), які можуть бути виділені в установленому порядку в самостійні об'єкти з подальшим складанням відповідного балансу і можуть бути зареєстровані як самостійні суб'єкти господарської діяльності”. Це означає, що неможливо виконати коректну оцінку такого ЦМК за допомогою загальноприйнятих методів та принципів, оскільки не врахована необхідність інвестування оборотного капіталу [12].

У НС № 3 встановлено чіткі дефініції капіталу ЦМК, а саме, інвестованого капіталу, робочого капіталу та капіталу інвестицій. Так, інвестований капітал – це сума власного та запозиченого капіталу (довгострокового боргу) ЦМК; капітальні інвестиції – інвестиції, що спрямовуються у будівництво, виготовлення, реконструкцію, модернізацію, придбання, створення необоротних активів; робочий капітал – це вартість оборотних активів ЦМК, що зменшена на величину його короткострокових (поточних) зобов'язань [14].

З огляду на базове визначення ЦМК, наведене в НС № 1 і дефініції капіталу в НС № 3, можна зробити висновок, що ЦМК – це вартість бізнесу, яка у світовому інвестиційному банківському бізнесі позначається EV (Enterprise Value) та визначається за формулою:

$$EV = MC + D - Cash, \quad (1)$$

де *MC* – ринкова вартість капітальних активів ЦМК;
D – ринкова вартість довгострокового боргу;
Cash – швидколіквідні активи.

Отже, стає очевидним, що терміни та визначення ЦМК, наведені в НС № 1 та НС № 3 пов'язують поняття ЦМК із загальноприйнятим у світовій практиці терміном "бізнес".

Для визначення вартості підприємства (ЦМК, бізнесу) необхідно виконати алгоритм, що представлений на рисунку 1.

Результатом виконання вищенаведених процедур є ідентифікація об'єкта оцінки, вибір найбільш прийнятної оціночної підходу до практичної оцінки вартості підприємства (ЦМК, бізнесу) та безпосереднє математичне визначення вартості.

За допомогою доходного підходу визначаються:

– ринкова вартість – це вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою укладеною між покупцем та продавцем, за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу;

– інвестиційна вартість – вартість, визначена з урахуванням конкретних умов, вимог та мети інвестування в об'єкт оцінки;

– ліквідаційна вартість – вартість, яка може бути отримана за умови продажу об'єкта оцінки у строк, що є значно коротшим від строку експозиції подібного майна, протягом якого воно може бути продане за ціною, яка дорівнює ринковій вартості;

– вартість ліквідації – вартість, яку очікується отримати за об'єкт оцінки, що вичерпав корисність відповідно до своїх первісних функцій [12].

Але, як правило, доходний підхід є основним для оцінки ринкової вартості діючих підприємств, які і після перепродажу новим власникам останніми не плануються закрити (ліквідувати).

Інформаційними джерелами для застосування доходного підходу є відомості про фактичні та (або) очікувані доходи та витрати об'єкта оцінки або подібного майна. Оцінювач прогнозує та обґрунтовує обсяги доходів та витрат від сучасного використання об'єкта оцінки, якщо воно є найбільш ефективним, або від можливого найбільш ефективного використання.

Основними методами доходного підходу є пряма капіталізація доходу та непряма капіталізація доходу (дисконтування грошового потоку).

Вибір методів оцінки при цьому залежить від наявності інформації щодо очікуваних (прогнозованих) доходів від використання об'єкта оцінки, стабільності їх отримання, мети оцінки, а також виду вартості, що підлягає визначенню.

Метод прямої капіталізації доходу застосовується у разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування грошовий потік, отримання якого не обмежується у часі. Капіталізація грошового потоку здійснюється шляхом ділення його на ставку капіталізації. Ставка капіталізації характеризує норму доходу на інвестований капітал (власний та/або позиковий) і норму його повернення.

Формула для розрахунку вартості підприємства (ВП) шляхом прямої капіталізації є наступною:

$$ВП = \frac{ГП_i}{k_{кап}}, \quad (2)$$

де *ГП* – величина грошового потоку, який отримано за останній звітний період або очікуваний в перший постпрогнозний період;

k_{кап} – коефіцієнт капіталізації.

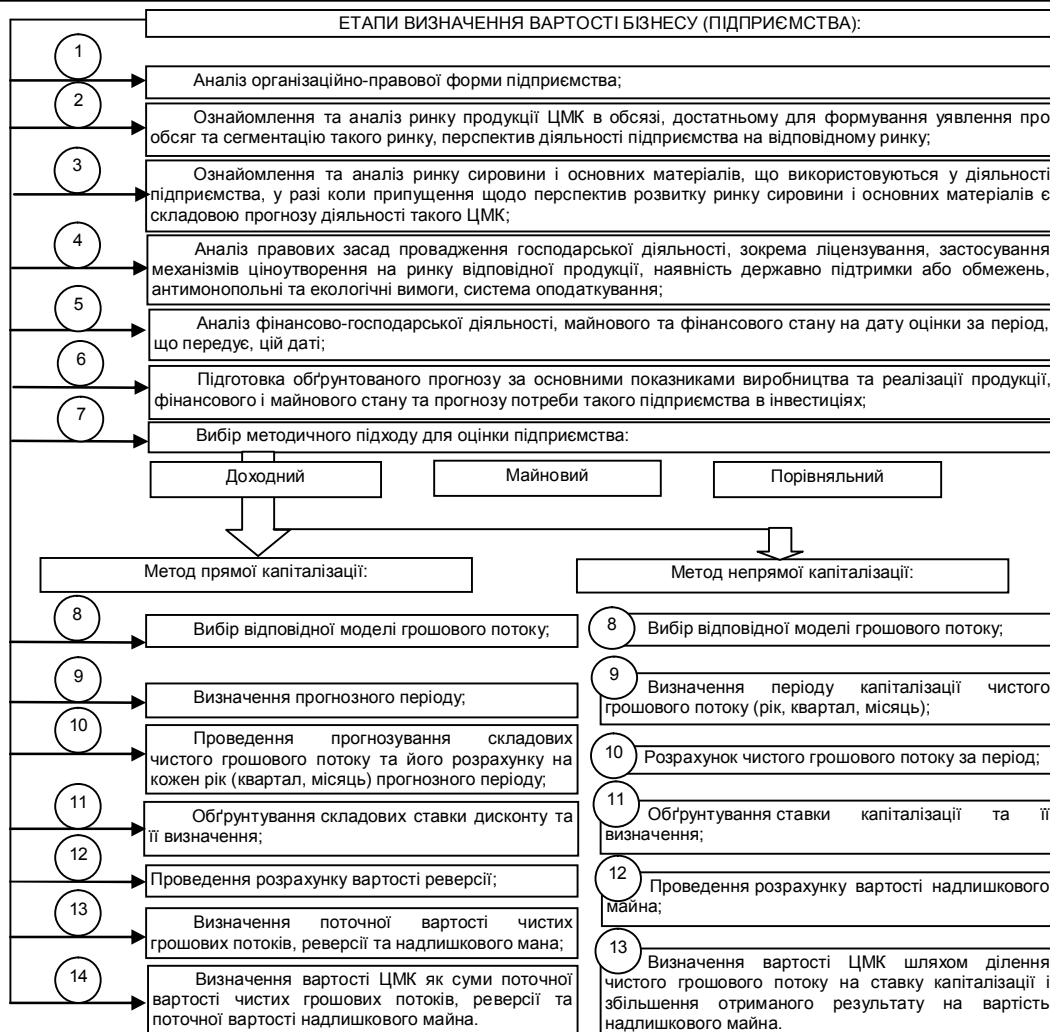


Рис. 1. Зміст основних етапів застосування доходного підходу оцінки вартості бізнесу

У разі застосування доходного підходу для оцінки нерухомого майна валовий дохід (як можливий грошовий потік), що очікується отримати від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, може розраховуватися виходячи з припущення про надання об'єкта оцінки в оренду або інформації про інше використання подібного нерухомого майна. На підставі цього припущення прогнозування валового доходу здійснюється з урахуванням необхідної інформації щодо ринку подібного нерухомого майна.

Дані про фактичний валовий дохід (фактичні операційні витрати), що отримує (несе) власник (користувач) від існуючого використання об'єкта оцінки, можуть застосовуватися у разі, коли вони відповідають ринковим даним щодо подібного нерухомого майна. Під час проведення оцінки також ураховуються типові умови договорів оренди подібного нерухомого майна.

Метод непрямої капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків) застосовується у разі, коли прогнозовані грошові потоки від використання об'єкта оцінки є неоднаковими за величиною, непостійними протягом визначеного періоду прогнозування або якщо отримання їх обмежується у часі. Прогнозовані грошові потоки, у тому числі вартість реверсії (вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозом), підлягають дисконтуванню із застосуванням ставки дисконту для отримання їх поточної вартості.

$$ВП = \sum_{i=1}^n \frac{ГП_i}{(1+r)^i} + B_{реверсії}, \quad (3)$$

де r – ставка дисконту;
 n – кількість років прогностичного періоду.

Для дисконтування вартості реверсії застосовуються коефіцієнти, обчислені з урахуванням часу, на який визначається вартість реверсії і вибір якого залежить від методу визначення вартості реверсії, що обґрунтовується у звіті про оцінку цілісного майнового комплексу.

Вартість грошових потоків підприємства в пост прогностичному періоді (*вартість реверсії*) за умов, що грошовий потік підприємства зростає постійними темпами в «продовжений період», може визначатися за формулою безстроково зростаючого грошового потоку:

$$B_{реверсії} = \frac{ГП_{i+1}}{r - q}, \quad (4)$$

q – очікувані темпи зростання грошового потоку в безстроковій перспективі.

Формула має сенс тільки тоді, коли q менше r .

Ставка капіталізації та ставка дисконту визначаються шляхом аналізу інформації про доходи від використання подібного майна та його ринкові ціни або шляхом порівняльного аналізу дохідності інвестування в альтернативні об'єкти (депозити, цінні папери, майно тощо).

Для розрахунку ставки капіталізації та ставки дисконту об'єктів оцінки доцільно проводити такі оціночні процедури:

- порівняння прогнозованого річного чистого операційного доходу (рентного доходу) та ціни продажу (ціни пропонування) щодо подібного нерухомого майна;

- аналіз альтернативних видів інвестування та визначення ризиків інвестування в об'єкт оцінки порівняно з інвестиціями з мінімальним ризиком, а також у разі наявності – інших додаткових ризиків інвестування, пов'язаних з об'єктом оцінки;

– інші оціночні процедури, які характеризують дохід на інвестований капітал та повернення інвестованого капіталу і обґрунтовані у звіті про оцінку майна.

Обґрунтування вибору оціночної процедури та розрахунок ставки капіталізації або ставки дисконту зазначаються у звіті про оцінку майна.

Існують різні методи визначення ставки дисконту, найбільш розповсюджені з яких є:

1) модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost Capital) – для грошового потоку всього інвестованого капіталу;

2) модель оцінки капітальних активів (CAPM – Capital Asset Pricing Model) – для грошового потоку власного капіталу;

3) метод кумулятивної побудови (для грошового потоку для власного капіталу).

Розрахунок ставки дисконту за методом середньозваженої вартості капіталу здійснюється за формулою:

$$r = B_{ПК} (1 - ПП) w_{ПК} + B_{ВК} w_{ВК} \quad (5)$$

де $B_{ПК}$, $B_{ВК}$ – вартість залучення позикового та власного капіталу відповідно;

$ПП$ – ставка податку на прибуток;

$w_{ПК}$, $w_{ВК}$ – відповідно частка позикового та частка власного капіталу в структурі капіталу підприємства.

Відповідно до моделі оцінки капітальних активів ставка дисконту розраховується за формулою:

$$r = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_i, \quad (6)$$

де R_f – безризикова ставка доходу;

β – коефіцієнт бета, який характеризує рівень систематичного ризику, пов'язаного з макроекономічними та політичними процесами, що відбуваються в країні;

R_m – загальна прибутковість ринку в цілому;

S_i – різні надбавки, пов'язані з ризиками інвестування в даний об'єкт.

Безризикова ставка доходу на капітал відображає гарантований дохід, який може бути отриманий від інвестицій з низьким рівнем ризику. Як така ставка в практиці звичайно використовується ставка доходу за довгостроковими державними борговими зобов'язаннями (облігаціями або векселями) або ставка за внесками, що характеризуються найменшим рівнем ризику (ставка за валютними депозитами у будь-якому банку, що вважається надійним).

Коефіцієнт β може бути отриманий двома способами:

– шляхом проведення статистичного аналізу зміни прибутковості акцій найбільших підприємств галузі;

– на етапі проведення фінансового аналізу оцінюваного підприємства, виявлення й оцінки ризиків, пов'язаних з його фінансовими положенням.

В процесі використання кумулятивного методу базою розрахунків є ставка дисконту за безризиковими цінними паперами, до якої додаються надбавки на альтернативні витрати, пов'язані з ризиком інвестування в даний об'єкт (надбавка за розмір підприємства, галузевий ризик, фінансовий ризик, компетенція менеджменту тощо).

Ставка капіталізації для підприємства звичайно виводиться зі ставки дисконту шляхом відрахування очікуваних середньорічних темпів зростання грошового потоку. Таким чином, для того самого підприємства ставка капіталізації звичайно нижче, ніж ставка дисконту:

$$K_{kan} = r - t \quad (7)$$

t – очікувані середньорічні темпи зростання грошового потоку.

Виходячи із специфіки діяльності підприємства, ЦМК якого оцінюється, та завдань оцінки, застосовуються такі моделі грошового потоку:

– чистий грошовий потік для власного капіталу;

– чистий грошовий потік для інвестованого капіталу.

Розрахунок грошового потоку ґрунтується на результатах аналізу показників фінансово-господарської діяльності підприємства, ЦМК якого оцінюється, за період, що передує даті оцінки, та прогнозний період.

Прогнозний період визначається з урахуванням специфіки діяльності оцінюваного ЦМК, а саме: життєвого циклу продукції (товарів, робіт, послуг), графіка обслуговування довгострокової заборго-ваності, інвестиційних планів та прогнозів щодо очікуваних істотних змін, що відбудуться в діяльності підприємства.

Вибір тривалості прогнозного періоду повинен узгоджуватися із способом визначення вартості реверсії. Тривалість прогнозного періоду вважається достатньою, якщо обраний спосіб визначення реверсії дає змогу врахувати всі відомі на дату оцінки факти та припущення щодо результатів провадження діяльності підприємства в період, що настає за прогнозним.

Чистий грошовий потік для власного капіталу на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного періоду ($ЧП_{ВК}$) розраховується як прогнозована величина чистого прибутку (ЧП), збільшена на прогнозовану суму амортизації, що врахована в складі витрат під час визначення величини чистого прибутку (А), зменшена на величину прогнозованого приросту робочого капіталу (збільшена на величину зменшення робочого капіталу, ΔPK) і зменшена на суму прогнозованих капітальних інвестицій (КІ) та збільшена на величину приросту довгострокових зобов'язань (зменшена на величину зменшення довгострокових зобов'язань, $\Delta ДЗ$) за відповідний період:

$$ЧП_{ВК} = ЧП + А \mp \Delta PK - КІ \pm \Delta ДЗ \quad (8)$$

Отже, модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу відображає вартість цілісного майнового комплексу з урахуванням власного та запозиченого капіталу.

Чистий грошовий потік для інвестованого капіталу на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного періоду розраховується як прогнозована величина чистого прибутку, розрахована за умови припущення про відсутність витрат на сплату відсотків за довгостроковим боргом, збільшена на прогнозовану суму амортизації, що врахована в складі витрат під час визначення величини чистого прибутку, зменшена на величину прогнозованого приросту робочого капіталу (збільшена на величину зменшення робочого капіталу) і зменшена на величину прогнозованих капітальних інвестицій за відповідний період:

$$ЧП_{ПК} = ЧП + А \mp \Delta PK - КІ \quad (9)$$

Прогнозування грошового потоку за будь-якою з його моделей, здійснюється у цінах відповідного року (кварталу, місяця) прогнозного періоду з урахуванням прогнозованого рівня інфляції (номінальний грошовий потік) або у цінах, що діють на дату оцінки, без урахування прогнозованого рівня інфляції (реальний грошовий потік).

Основним методом розрахунку ставки дисконту для власного капіталу є метод кумулятивної побудови, який враховує додаткові ризики інвестування в оцінюваний ЦМК порівняно з інвестуванням в альтернативні об'єкти, що характеризується мінімальним ризиком.

Основним методом розрахунку ставки дисконту для інвестованого капіталу є метод середньозваженої вартості капіталу, який ґрунтується на врахуванні норм доходу на власний та запозичений капітал з урахуванням розміру часток власного та запозиченого капіталу в інвестованому капіталі.

Висновки та перспективи подальших досліджень.

У висновку слід підкреслити, що управління вартістю підприємств розуміється як система менеджменту, що трансформує вартісні цілі власників підприємства в конкретні дії найманих менеджерів, які мають усвідомлювати своє пріоритетне завдання у збільшенні вартості підприємств і підпорядковувати йому інші цілі.

В концепції управління вартістю підприємство розглядається з позиції власників у вигляді інвестиції (що не виключає управління ним з позиції менеджерів як цілісним майновим комплексом); само ж управління носить стратегічний інноваційний характер, підпорядковується процесу створення вартості, ґрунтується на урахуванні виділених пріоритетних типів

вартості (ринкова, діючого підприємства, інвестиційна, чистих активів, ліквідаційна тощо). Воно не протиставляється загальній теорії менеджменту, а доповнює систему цілей підприємств ціллю його власників, виділяє процеси управління, для яких критерій вартості є головним (реорганізація, стратегічне управління, впровадження інновацій), уточнює для них функції.

Таким чином, порівняння визначеної вартості підприємства на основі вищезгаданої методології доходного підходу з досягнутими фінансовими цілями дозволить оцінити роботу менеджерів всіх рівнів.

Отже, за результатами аналізу наукових досліджень і досвіду господарювання виявлено, що проблематика управління вартістю підприємств є актуальною і потребує подальших наукових розробок та обґрунтування методичних і прикладних рекомендацій з підвищення його ефективності. Перспективним є розгляд методологічних аспектів визначення вартості підприємства з врахуванням впливу інвестиційно-інноваційних проектів, що плануються впроваджувати в межах бізнесу, який є об'єктом оцінки.

Список використаної літератури:

1. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррін Джек. Стоимость компании: оценка и управление. – 2-е изд., стер./ Пер с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2002. – 576 с.
2. Керш Стивен Р. Дорожня карта бізнес-інвестора: Як підвищити вартість компанії за рахунок ефективних інвестицій. Керівництво менеджера / Пер з англ.; За наук. ред. Є.Є Козлова. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2006. – 240 с.
3. Уолли К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Дело, 2001. – 360 с.
4. Фридман Дж., Ордуэй Ник. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. Пер с англ. – М.: Дело, 1997. – 480 с.
5. Мендрул О.Г. Управление вартістю підприємств: Монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
6. Панков В.А. Управление стоимостью Научно-технического предприятия: теория и практика. – К.: Наукова думка, 2003. – 424 с.
7. Управление підприємствами: сучасні тенденції розвитку: Монографія / Н.П. Гончарова, О.С. Федонін, Г.О. Швиданенко та ін. / За заг. ред. проф. О.С.Федоніна. – К.: КНЕУ, 2006. – 288 с.
8. Котирко Р.О., Тертична Н.В., Шевчук В.О. Комплексна оцінка вартості підприємства: Монографія / За заг. ред. докт. екон. наук, академіка НАН України М.Г. Чумаченка. – 2-ге вид., перероб. і доп. – Х.: Фактор, 2008. – 278 с.
9. Євтух Ол. Еволюція поглядів на оцінку вартості нерухомості // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію – 2007. – № 6(178). – С. 36-44.
10. Закон України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні” від 12 липня 2001 року №2658-III.
11. Постанова Кабінету Міністрів України “Методика оцінки майна” від 10 грудня 2003 р № 1891.
12. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту N 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав” від 10 вересня 2003 р. N 1440.
13. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Національного стандарту N 2 “Оцінка нерухомого майна” від 28 жовтня 2004 р. N 1442.
14. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту N 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів” від 29 листопада 2006 р. N 1655.
15. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження Національного стандарту N 4 “Оцінка майнових прав інтелектуальної власності” від 3 жовтня 2007 р. N 1185.

МІЛІНЧУК Ольга Володимирівна — асистент кафедри економіки Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:

- бюджетування діяльності підприємства;
- фінансовий аналіз