

УДК 658.589:519.866

В.М. Порохня

доктор економічних наук, професор
Класичний приватний університет

В.В. Бирський

кандидат економічних наук, доцент

А.Є. Жулід

Запорізька державна інженерна академія

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ОЦІНЮВАННЯ ТА ЗБІЛЬШЕННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Запропонована у статті концепція дає змогу сформуванню оптимальної збалансованої дивідендної політики, що забезпечує на початковому етапі моделювання зростання власного капіталу за рахунок чистого прибутку, спрямованого в розвиток підприємства, на завершальному етапі – максимальні доходи власників капіталу, що приводить до зростання ринкової вартості підприємства.

Ключові слова: ринкова вартість, власний капітал, концепція, модель.

I. Вступ

На сьогодні найбільшого поширення набули два напрями розуміння оцінювання вартості бізнесу. Перший напрям зводиться до традиційного в нашій оцінюванні підприємства з точки зору сукупності його активів. Другий напрям є більш поширеним у країнах з розвинутою ринковою економікою, де розуміння оцінювання бізнесу полягає в тому, щоб з'ясувати, скільки коштують не лише матеріальні активи, здатні генерувати доходи, а й права власності, технології, конкурентні переваги й інші нематеріальні активи, які надають підприємствам можливість отримувати додатковий дохід.

Таким чином, існує два аспекти проблеми оцінювання вартості бізнесу: оцінювання підприємств, що ґрунтується на оцінюванні вартості їх майна, та оцінюванні інвестиційної привабливості, яку можна визначити як сукупність прав власності, довгострокових привілеїв і конкурентних переваг, а також контрактів, що забезпечують можливість отримувати певні доходи.

При проведенні оцінювання вартості підприємств та його структурних підрозділів використовуються такі підходи: витратний, ринковий і дохідний. Вибір відповідного підходу здійснюється на основі висунутих вище цілей управління вартістю: продаж підприємства, його ліквідація чи збільшення інвестиційної привабливості. Різноманітність цілей оцінювання спонукає використовувати поєднання методів різних підходів, які включають відповідні фактори вартості.

Як правило, в літературі з питань фінансового аналізу й оцінювання використовуються досить вузький підхід до класифікації методів оцінювання майна. Наприклад А.В. Чупіс торкається лише трьох груп методів: відшкодування витрат, ринкової порівняльної вартості та оцінювання майбутнього доходу [1].

У спеціальній літературі можна зустріти й більш розгорнуті та повні класифікації. Наприклад, Ч. Еванс та М. Бішоп пропонують здійснювати оцінювання з використанням трьох груп методів: майнового, дохідного й порівняльного [2].

Але питанням максимізації приросту економічної доданої вартості за умови ефективного управління активами, яка зводиться до виявлення чинників, що дають змогу досягти зростання операційного прибутку, мінімізації вартості використаного капіталу при оптимальному співвідношенні власних та позичених коштів, на жаль, майже не приділено уваги [3].

II. Постановка завдання

Мета статті – розробка концепції моделювання ринкової вартості підприємства, яка містить модель максимізації приросту економічної доданої вартості для забезпечення економічного зростання фірми.

III. Результати

Загальну ринкову вартість компанії, орієнтуючись на витратний підхід, розраховують шляхом сумування вартостей її активів. Застосування методів витратного підходу дає песимістичну оцінку вартості об'єкта. Однак в умовах формування та становлення фондового ринку, коли механізми ціноутворення

ще не працюють, цей підхід досить часто виявляється єдиною можливістю. За витратним підходом визначається здебільшого ліквідаційна вартість підприємства, що являє собою суму, яку власник активів може отримати внаслідок його продажу після розрахунків за всіма зобов'язаннями:

$$V_{\text{витрат}} = \phi(A_0, BK), \quad (1)$$

де A_0 – балансова вартість чистих активів підприємства в поточному періоді;

BK – обсяг власного капіталу підприємства.

Слід зазначити, що, за чинними правилами бухгалтерського обліку, нематеріальні активи підприємства, в тому числі інновації, наукові розробки, знання та досвід співробітників, практично не знаходять свого відображення при використанні витратного підходу.

Ринковий підхід, заснований на порівнянні об'єкта оцінювання з аналогічними, ринкова ціна яких є відомою, має назву методу компанії-аналога. Він дає можливість визначити показники для оцінювання як інвестиційної привабливості, так і можливої ціни продажу об'єкта дослідження.

Оцінка ринком вартості діючого підприємства також може виражатись показником капіталізації – сумарною ринковою вартістю всіх акцій підприємства:

$$V_{\text{ринку}} = \gamma(D, N_{\text{ак}}), \quad (2)$$

де D – обсяг виплачених дивідендів за акціями; $N_{\text{ак}}$ – кількість звичайних акцій підприємства, які обертаються на фондовому ринку.

Відповідно до дохідного підходу, вартість діючого підприємства являє собою грошові потоки від його діяльності протягом періоду планування, дисконтовані до теперішнього часу:

$$V_{\text{доход}} = \phi(D, K), \quad (3)$$

де D – чистий прибуток підприємства;

K – ставка капіталізації.

Таким чином, єдиним показником, який ураховує інноваційну активність наукоємного промислового підприємства та його інвестиційну привабливість, є зважена ринкова вартість бізнесу, що враховує вплив зміни економічної доданої вартості. Максимізація приросту економічної доданої вартості за умови ефективного управління активами зводиться до виявлення чинників, які дають можливість досягнути зростання операційного прибутку, мінімізації вартості використаного капіталу шляхом формування оптимального співвідношення власних і позичених коштів.

Перевагою цієї моделі є можливість точного врахування вартості інвестованого капі-

талу підприємства, який утворюється внаслідок розподілу економічної доданої вартості.

До чинників, що збільшують величину операційного прибутку, зараховують: збільшення темпів зростання реалізації; збільшення оборотності активів; побудову ефективного співвідношення активів за групами ліквідності; зниження сумарних витрат на виробництво й реалізацію продукції.

Оптимізація структури капіталу й управління його вартістю відбувається за рахунок двох напрямів. По-перше, це залучення більш дешевих позичених коштів (але з урахуванням оптимального співвідношення власного та позикового капіталу). По-друге, це перерозподіл фінансових резервів між компаніями для інвестування, виходячи з максимізації прибутку, який можна отримати від цих інвестицій.

Таким чином, цільовим завданням будь-якого підприємства повинна стати максимізація вартості для власників, а саме акціонерів, тобто економічних вигід, які вони отримують від вкладення капіталу в підприємство. Для реалізації поставленого завдання було побудовано структурно-функціональну схему, що розкриває основні етапи формування, оцінювання та збільшення ринкової вартості підприємства (рис. 1). Вона являє собою комплекс взаємопов'язаних блоків: блок вхідних параметрів; блок формування економічної доданої вартості; блок розподілу доходу; блок оцінювання ринкової вартості компанії; реалізація та оцінювання рішень.

Кожен з блоків концепції має вигляд системи взаємопов'язаних економіко-математичних методів і моделей. Вихідні показники роботи одного блоку є вхідними для роботи інших.

1. Блок вхідних параметрів – призначений для нагромадження даних про структуру капіталу за попередній період, що є вхідними даними для блоку формування економічної доданої вартості та блоку оцінювання ринкової вартості компанії.

2. Блок формування економічної доданої вартості – дає змогу оцінити доходи й одночасно врахувати капітал, використаний для отримання цих доходів. Другий з названих складників виступає в цьому випадку в ролі зворотного зв'язку, автоматично обмежуючи прагнення отримати прибуток будь-якою ціною.

3. Блок розподілу доходу – де відбувається розподіл економічної доданої вартості на виплату дивідендів та нерозподілений прибуток, за рахунок якого збільшується власний капітал. Протягом кожного періоду часу приймається рішення стосовно частки доданої економічної вартості, що пішла на виплату дивідендів за акціями. Чим вона є більшою, тим більшою є ринкова вартість компанії. Проте зменшення таким чином

реінвестованого прибутку зменшує додану економічну вартість майбутніх періодів.

4. Блок оцінювання ринкової вартості компанії – дає змогу провести аналіз традиційних підходів до оцінювання вартості під-

приємства на основі поставлених цілей управління вартістю. Слід зауважити, що наведені підходи та методи не тільки не є взаємовиключними, а ще й доповнюють один одного.

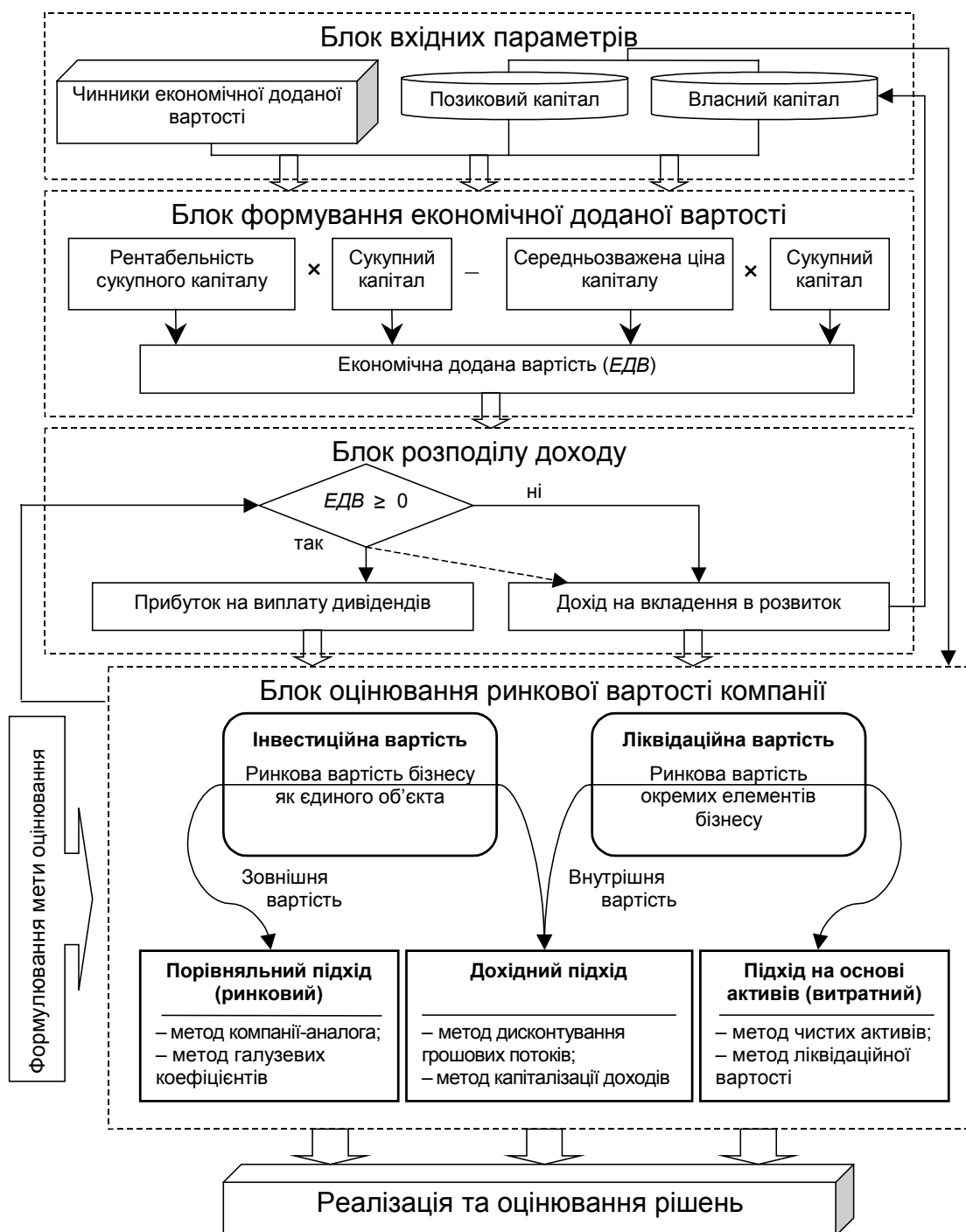


Рис. 1. Структурно-функціональна схема моделювання збільшення вартості підприємства

Таким чином, завданням оптимізації є максимізація ринкової вартості компанії протягом кожного періоду часу, що є базою моделювання.

Розглянемо кожен з наведених блоків структурно-функціональної схеми збільшення ринкової вартості підприємства більш детально.

Блок вхідних параметрів

Блок вхідних параметрів концепції моделювання збільшення ринкової вартості підприємства, відповідно до рис. 1, призначений для збереження та нагромадження значень параметрів, які становлять основу формування економічної доданої вартості.

До головних чинників, що впливають на зміну показника економічної доданої вартості, належать такі: величина сукупного капіталу, його рентабельність та середньозважена ціна. Показник рентабельності сукупного капіталу можна зобразити у вигляді дерева взаємопов'язаних параметрів, які визначають потік грошових коштів (рис. 2). Витрати на капітал ураховують пропорції й ринкову вартість використаних власних і позичених коштів, пов'язані з ними ризики, а також ризики, притаманні певному підприємству – як зовнішні, так і внутрішні, купівлю чи оренду основних засобів [3–6].

До складових показника рентабельності сукупного капіталу, які використовуються при розрахунку й значно впливають на результат, належать такі: виручка від реалізації, собівартість продукції, амортизація, сума прямих і непрямих витрат, відсоткові платежі за боргом, частки позикового й власного капіталів, дебіторська та кредиторська заборгованість, доходи з основної діяльності й додаткових послуг, ризикова премія підприємства, ринкова ставка відсотка на позиковий капітал, структура витрат підприємства, відсотки за лізинговими платежами, сума сплачених податків.



Рис. 2. Фактори рентабельності сукупного капіталу

Джерелами фінансування активів підприємства є його власний та позиковий капітал. Управління капіталом передбачає залучення його в необхідному обсязі з найменшими витратами. Витрати за користування капіталом напряду залежать від його структури. Оптимальна структура капіталу являє собою таке співвідношення власних та позичених коштів, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності й коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства.

Сукупний капітал компанії в агрегованому вигляді складається з власного капіталу та позикового:

$$СК(t) = ВК(t) + ПК(t), \quad (4)$$

де $СК(t)$ – сукупний капітал на кінець періоду часу t ;

$ВК(t)$ – власний капітал на кінець періоду часу t ;

$ПК(t)$ – позиковий капітал на кінець періоду часу t .

У ринкових умовах величина сукупного капіталу не є постійною, вона змінюється протягом часу, перебуваючи під впливом багатьох чинників. Нарощування економічного потенціалу промислової організації може здійснюватись як за рахунок власних коштів, так і за рахунок позичених коштів. Перше джерело коштів є відносно дешевим, але обмеженим у розмірах. Друге джерело, в принципі, не обмежене зверху, але вартість його може суттєво змінюватись залежно від існуючої структури капіталу. Відносне зростання в динаміці другого джерела, як правило, призводить до зростання вартості в цілому, як плати за зростання ризику.

Ця модель як такий чинник визначає оптимальну дивідендну політику, внаслідок якої відбувається перерозподіл доходу на виплату дивідендів та реінвестований прибуток. Останній приводить до збільшення власного капіталу та, відповідно, зростання сукупного капіталу підприємства за незмінної величини позикового капіталу.

Блок формування економічної доданої вартості [3]

Призначенням блоку формування економічної доданої вартості, що входить до концепції моделювання збільшення вартості підприємства, відповідно до рис. 1, є визначення мірила вартості, створюваної компанією в одиничний період часу, яким слугує показник економічної доданої вартості.

Сутність розрахунку економічної доданої вартості (ЕДВ) полягає в тому, що вартість компанії зростає в тому разі, якщо заробленого прибутку після відрахування всіх витрат удосталось вистачає на виплату дивідендів (витрати на використання власного капіталу) й відсотків (обслуговування позикового капіталу). Іншими словами, додану вартість компанія отримує в тому разі, якщо рентабельність її сукупного капіталу перевищує середньозважені витрати на капітал:

$$ЕДВ(t) = (P_{СК}(t) - \overline{Ц}_{СК}(t)) \cdot СК(t) \cdot (1 - d_{П}), \quad (5)$$

де $P_{СК}(t)$ – рентабельність сукупного капіталу без урахування видатків на обслуговування позикового капіталу протягом періоду часу t ;

$\overline{Ц}_{СК}(t)$ – середньозважена ціна сукупного капіталу підприємства протягом періоду часу t ;

$d_{П}$ – ставка податку на прибуток.

З формули (5) випливає, що важливу роль при розрахунку економічної доданої вартості відіграють структура джерел фінансових коштів підприємства й ціна цих джерел. Цей показник дає змогу відповісти на питання інвесторів й акціонерів підприємства: який вид фінансування (власні чи позикові ресурси) і який розмір капіталу необхідні для отримання певного обсягу прибутку. З іншого боку, цей показник визначає лінію поведінки саме власників підприємства, спрямовуючи капітал у розвиток підприємства чи, навпаки, сприяючи впливу на виплату дивідендів, що, в кінцевому результаті, збільшує ринкову вартість.

Рентабельність сукупного капіталу є мірою ефективності компанії. Чим вищим є її значення, тим краще компанія вміє боротись з витратами й тим більший обсяг прибутку на одиницю витрат. Рентабельність сукупного капіталу становить:

$$P_{СК}(t) = P_{П}(t) \times K_{ОА}^{ОБ}(t), \quad (6)$$

де $P_{П}(t)$ – рентабельність продажу без урахування видатків на обслуговування позикового капіталу протягом періоду часу t ;

$K_{ОА}^{ОБ}(t)$ – коефіцієнт оборотності сукупного капіталу протягом часу t .

$$K_{СК}^{ОБ}(t) = \Omega_{ОА}(t) \times K_{ОА}^{ОБ}(t), \quad (7)$$

де $\Omega_{ОА}(t)$ – середня питома вага оборотних активів у їх загальному обсязі протягом періоду часу t ;

$K_{ОА}^{ОБ}(t)$ – коефіцієнт оборотності оборотних активів протягом часу t .

Відповідно до формули (6), рентабельність сукупного капіталу буде визначатись як:

$$P_{СК}(t) = P_{П}(t) \times \Omega_{ОА}(t) \times K_{ОА}^{ОБ}(t). \quad (8)$$

Капітал, що використовується підприємством, розкладається на окремі складові елементи, кожний з яких є об'єктом здійснення оціночних розрахунків. Можна виділити основні джерела фінансового капіталу, вартість яких необхідно знати для розрахунку середньозваженої вартості капіталу підприємства: банківські позики й кредити, облігаційні позики, доходи від акцій, нерозподілений прибуток, кошти працівників.

Узагальнюювальним показником оцінки вартості капіталу є середньозважена вартість капіталу – показник, який характеризує відносний рівень загальної суми витрат на підтримку оптимальної структури капіталу. Середньозважена ціна використання сукупного капіталу розраховується на основі його структури:

$$\overline{Ц}_{СК}(t) = Ц_{ВК}(t) \times \Omega_{ВК}(t) + Ц_{ПК}(t) \times \Omega_{ПК}(t), \quad (9)$$

де $Ц_{ВК}(t)$ – ціна власного капіталу протягом періоду часу t ;

$\Omega_{ВК}(t)$ – питома вага власного капіталу в його сукупному обсязі протягом періоду часу t ; $Ц_{ПК}(t)$ – ціна позикового капіталу протягом періоду часу t ;

$\Omega_{ПК}(t)$ – питома вага позикового капіталу в його сукупному обсязі протягом періоду часу t .

Питома вага власного й позикового капіталу визначається за формулою:

$$\Omega_{ПК}(t) = \frac{ПК(t)}{СК(t)}; \quad \Omega_{ВК}(t) = \frac{ВК(t)}{СК(t)}. \quad (10)$$

Основними складовими позикового капіталу є позики банку й випущені підприємством облігації. Вартість першого елементу слід розглядати з урахуванням податку на прибуток. Згідно з нормативними документами, відсотки за користування позиками банку включаються до собівартості продукції. Тому вартість одиниці такого джерела залучення коштів насправді є меншою, ніж сплачуваний банку відсоток.

Ціна власного капіталу $Ц_{ВК}(t)$ залежить від обсягу випланих дивідендів за акціями:

$$C_{BK}(t) = \frac{D(t)}{CK(t)}, \quad (11)$$

де $D(t)$ – обсяг випланих дивідендів за акціями протягом періоду часу t .

З наведених формул видно, що показник економічної доданої вартості поєднує простоту розрахунку й можливість визначення вартості компанії, а також дає змогу оцінити як ефективність підприємства в цілому, так і окремих видів його діяльності. Показник *ЕДВ* є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина цього показника свідчить про збільшення вартості компанії, тоді як негативна – про її зниження.

Для оцінки величини економічної доданої вартості було сформовано блок розподілу доходу.

Блок розподілу доходу

Призначенням блоку розподілу доходу концепції моделювання збільшення вартості підприємства, відповідно до рис. 1, є прийняття рішення стосовно оптимального розподілу економічної доданої вартості, створеної на підприємстві.

Розрахована величина *ЕДВ* показує: якщо у кожний період компанія заробляє рівно сті-

льки, скільки становлять середньозважені витрати на капітал, то дисконтована вартість її вільного грошового потоку повинна дорівнювати величині сукупного капіталу. Компанія коштує більше або менше, ніж її сукупний капітал, лише тією мірою, якою вона заробляє більше чи менше від своїх середньозважених витрат на капітал. Тож надбавка або знижка до сукупного капіталу повинна дорівнювати приведеній вартості майбутнього економічного прибутку компанії.

Таким чином, ринок буде оцінювати вартість підприємства, беручи до уваги й ринкову вартість використаного в бізнесі майна, і потенціал майбутніх доходів, хоча фактично це означає поєднання двох різних підходів до оцінювання бізнесу: майнового й дохідного.

Як видно з формули (5), економічна додана вартість утворюється лише в тому разі, коли рентабельність сукупного капіталу підприємства перевищує середньозважені витрати на капітал. Різниця між рентабельністю сукупного капіталу й середньозваженою ціною капіталу називається "spread". Іншими словами, вартість підприємства збільшується, якщо $P_{CK} > \overline{C_{CK}}$, і зменшується, якщо $P_{CK} < \overline{C_{CK}}$ (рис. 3.).

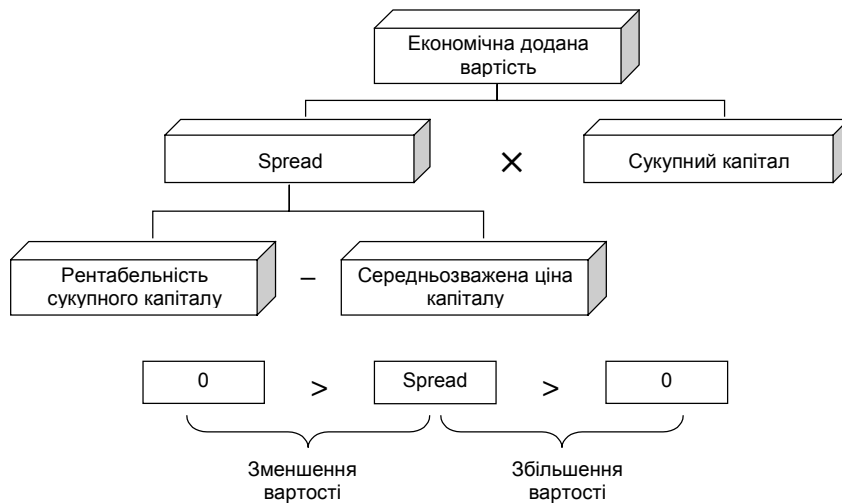


Рис. 3. Розрахунок економічної доданої вартості

У цьому випадку показник $\overline{C_{CK}}$ у довгостроковому плані необхідно мінімізувати для досягнення оптимальної структури капіталу, тобто співвідношення власної та позикової його складових.

Економічна додана вартість розподіляється на виплату дивідендів та нерозподілений прибуток, за рахунок якого збільшується власний капітал:

$$D(t+1) = d_D(t) \times DEB(t), \quad (12)$$

де $d_D(t)$ – частка доданої економічної вартості, що пішла на виплату дивідендів за акціями протягом періоду часу t .

Обмеженням у цьому випадку буде таке:

- якщо $EDB(t) = 0$, то $d_D(t) = 0\%$; у такому разі ринковий вигравш власника при інвестиціях у це підприємство дорівнює нулю, оскільки підприємство не має резервів здійснення внутрішніх інвестицій, і, водночас, його власники не отримують віддачі на вкладений капітал у вигляді дивідендів;
- якщо $EDB(t) > 0$, то $0\% \leq d_D(t) \leq 100\%$.

Тобто підприємство має можливість інвестувати в подальший розвиток за рахунок нерозподіленого прибутку, водно-

час, його власники отримують віддачу на вкладений капітал, що сприяє зростанню ринкової вартості;

- якщо $EDB(t) < 0$, то $d_D(t) = 0\%$; це фактично означає, що власники втрачають інвестований у підприємство капітал, в такому разі дивіденди за акціями не виплачуються.

При виникненні необхідності використання економічної доданої як внутрішніх інвестицій (рис. 1) її обсяг буде розраховуватись за формулою:

$$D_{BP}(t) = EDB(t-1) - D(t), \quad (13)$$

де $D_{BP}(t)$ – дохід, який залишається в розпорядженні підприємства та є джерелом внутрішніх інвестицій на кінець періоду t .

Відповідно, зміна власного капіталу буде становити:

$$BK(t) = BK(t-1) + D_{BP}(t-1), \quad (14)$$

Запропонована модель дає можливість сформувати оптимальну збалансовану дивідендну політику, що забезпечує на початковому етапі моделювання зростання власного капіталу за рахунок чистого прибутку, спрямованого в розвиток підприємства, на завершальному етапі – максимальні доходи власників капіталу, що приводить до зростання ринкової вартості підприємства.

Блок оцінювання ринкової вартості компанії

Призначенням цього блоку в концепції моделювання збільшення вартості підприємства, відповідно до рис. 1, є справедлива оцінка ринкової вартості підприємства при оптимальному виборі методу оцінювання за обраною стратегією на підприємстві.

Щоб управляти вартістю підприємства, необхідно мати інструмент, за допомогою якого вона буде вимірюватись. Для вибору адекватного стандарту вартості бізнесу основною ознакою дохідності є джерело формування доходу. Ним може виступати: дохід від операційної діяльності підприємства та дохід від розпродажу активів підприємства. Відповідно до цього, виділяють два види вартості:

1. Вартість діючого підприємства (інвестиційна вартість). Ця вартість передбачає, що підприємство продовжує діяти та приносити прибуток.

2. Вартість підприємства за активами (ліквідаційна вартість). Ця вартість передбачає, що підприємство буде розформовано або ліквідовано, тобто підприємство оцінюється за видами матеріальних активів.

Тож, відповідно, можна сформулювати дві головні мети оцінювання підприємства:

- мета 1 – підвищення інвестиційної привабливості;

- мета 2 – можливий продаж підприємства.

У свою чергу, майновий підхід включає в себе:

1. Метод чистих активів. Цей метод розглядає вартість підприємства з точки зору здійснених витрат. Для нього характерне попереднє проведення оцінювання обґрунтованої ринкової вартості кожного активу балансу окремо, потім – визначення поточної вартості зобов'язань та, нарешті, з обґрунтованої ринкової вартості суми активів підприємства віднімається поточна вартість усіх його зобов'язань. Результат показує оціночну вартість власного капіталу підприємства. Тож для розрахунку оцінки підприємства за методом чистих активів буде використовуватись величина власного капіталу:

$$V_{ЧА}(t) = BK(t) - PK(t), \quad (15)$$

де $V_{ЧА}(t)$ – вартість підприємства за методом чистих активів на кінець періоду часу t .

2. Метод ліквідаційної вартості. Цей метод застосовується, якщо в майбутньому передбачається банкрутство підприємства з наступним продажем активів. На величину ліквідаційної вартості впливають місце розташування підприємства, стан справ у галузі, зовнішній вигляд активів та інші фактори, які не відображені у балансі. У розрахунку також слід ураховувати знижку, якщо ліквідація термінова. Величина вартості визначається за формулою:

$$V_{ЛВ}(t) = (1 - L_{терм}) \cdot (BK(t) - PK(t)) - V_{Л}, \quad (16)$$

де $V_{ЛВ}(t)$ – вартість підприємства за методом ліквідаційної вартості на кінець періоду часу t ;

$L_{терм}$ – знижка за терміновість при ліквідації;

$V_{Л}$ – витрати на ліквідацію підприємства.

Дохідний підхід до оцінювання ринкової вартості компанії включає:

1. Метод капіталізації доходів. При використанні цього методу репрезентативна величина доходу за один проміжок часу перераховується у вартість підприємства за допомогою коефіцієнта капіталізації. Ринкова вартість компанії буде визначатися доходом, отриманим її власниками та ставкою капіталізації:

$$V_{КД}(t) = \frac{D(t)}{K}, \quad (17)$$

де $V_{КД}(t)$ – вартість підприємства за методом капіталізації доходів на кінець періоду часу t ;

K – ставка капіталізації.

Величина ставки капіталізації може визначатись експертним шляхом або одним із загальноприйнятих методів розрахунків, наприклад, як різниця між середньозваженою ціною капіталу та очікуваним темпом приросту прибутку:

$$K(t+1) = \overline{CCK}(t) - \left(\frac{D_{BP}(t)}{D_{BP}(t-1)} - 1 \right) \times 100\% \quad (18)$$

2. Метод надлишкового прибутку. Цей метод базується на передумові про те, що надлишкові прибутки приносять підприємству не відображені в балансі нематеріальні активи, які забезпечують дохідність на активи та на власний капітал вище від середньогалузевого рівня. У розрахунку передбачається визначення гудвілу, який являє собою сукупність невід'ємних нематеріальних переваг підприємства, здатних приносити йому екстраординарні прибутки та представлених у вигляді ресурсів, використаних у фінансово-господарських діяльності. Відхилення ціни продажу підприємства від ринкової вартості його чистих активів зумовлено відшкодуванням вартості гудвілу:

$$V_{НП}(t) = BK(t) - PK(t) + \frac{CK(t)P_{CA}(t) - (BK(t) - PK(t)) \cdot P_{CA}(t)}{K} \quad (19)$$

де $V_{НП}(t)$ – вартість підприємства за методом надлишкових прибутків на кінець періоду часу t ;

$P_{CA}(t)$ – рентабельність чистих активів підприємства.

Як правило, методи визначення ринкової вартості засновані на принципі порівняння з аналогами. При реалізації порівняльного підходу використовують:

1. Метод компанії-аналога. Цей метод є загальним способом визначення оціночної вартості підприємства, часток у капіталі підприємства й цінних паперів, які емітують підприємства. Він базується на порівнянні підприємства з аналогічними компаніями, частками у їх капіталі й цінними паперами, що були реально продані на ринку. Таким чином, головна умова застосування методу – це існування сформованого ринку, на якому можливо підшукати здійснену угоду купівлі/продажу компанії-аналога. Вартість оціночної компанії визначається як добуток відношення ринкової ціни компанії-аналога та її базового показника, на базовий показник компанії, що оцінюється:

$$V_{КА}(t) = D(t) \cdot \frac{V_A(t)}{D_A(t)}, \quad (20)$$

де $V_{КА}(t)$ – вартість підприємства за методом компанії-аналога на кінець періоду часу t ;

$V_A(t)$ – ринкова вартість компанії-аналога на кінець періоду часу t ;

$D_A(t)$ – обсяг виплачених дивідендів за акціями компанії-аналога протягом періоду часу t .

2. Метод галузевих коефіцієнтів. У цьому методі використовуються коефіцієнти, які показують, скільки гривень ринок готовий заплатити за 1 грн чистого прибутку, виручки чи ін-

шого фінансового показника емітента. Для розрахунку ринкової вартості підприємства було обрано коефіцієнт P/E (price/earnings) – відношення ринкової капіталізації компанії до її чистого прибутку. Тож, якщо чистий прибуток ($\Pi_{ч}$) подати формулою:

$$\Pi_{ч}(t) = P_{CK}(t) \cdot CK(t), \quad (21)$$

Тоді ринкова вартість буде визначатись як:

$$V_{ГК}(t) = P/E \cdot \Pi_{ч}. \quad (22)$$

Після вибору найбільш доцільних методів оцінювання відповідно до цілей організації необхідно розрахувати вагові коефіцієнти по кожному з них. Підсумкова величина вартості підприємства визначається одним з базових методів – суб'єктивним (експертним) зважуванням:

$$V(t) = \sum_{i=1}^n \omega_i V_i(t), \quad (23)$$

де $V(t)$ – загальна ринкова вартість підприємства;

n – кількість обраних методів; ω_i – вагові коефіцієнти, значення яких залежать від обраної мети;

$V_i(t)$ – ринкова вартість підприємства за i -методом.

Управління вартістю передбачає, що нова вартість створюється лише тоді, коли компанія отримує таку віддачу від інвестованого капіталу, яка перевищує витрати на залучення капіталу. На цій концепції побудований весь механізм прийняття важливих стратегічних та оперативних рішень. Правильно налагоджене управління вартістю означає, що всі прагнення компанії, аналітичні методи та прийоми менеджменту спрямовані до однієї загальної мети: допомогти компанії максимізувати свою вартість, будуючи процес прийняття управлінських рішень на ключових факторах вартості.

Протягом кожного періоду часу приймається рішення стосовно частки доданої вартості, що пішла на виплату дивідендів за акціями. Чим вона більша, тим більшою є ринкова вартість компанії. Проте зменшення таким чином реінвестованого прибутку зменшує додану вартість майбутніх періодів. Тому, цільовою функцією завдання максимізації ринкової вартості підприємства буде така:

$$\min[V(t)] \rightarrow \max, \quad (24)$$

Управління вартістю компанії правильніше за все розуміти в ракурсі поєднання вартісного мислення та управлінських процесів і систем.

Управлінські процеси, характерні для динамічних систем, складаються з планування, розробки цільових нормативів, оцінювання результатів та системи матеріального заохочен-

ня. Економічний стимул є рушійною силою, необхідністю будь-якої компанії для ведення бізнесу. Він спонукає менеджерів та інших працівників досягати максимізації вартості своєї організації. Ці процеси виявляються дієвими лише в тому разі, коли обмін інформацією на підприємстві при плануванні, складанні кошторисів і бюджетів, прийнятті інших рішень будується на вартісних принципах.

Реалізація та оцінювання рішень

Цей блок дає змогу застосувати декілька сценаріїв оцінювання та збільшення вартості при підборі оптимальної дивідендної політики. Для підтримки прийняття рішення щодо оптимального сценарію управління вартістю передбачений аналіз та оцінювання ефективності кожного з них.

У результаті моделювання розробляється оптимальна дивідендна політика, яка забезпечує збалансоване зростання власного капіталу компанії.

На виході блоку отримуємо рекомендації щодо вибору дивідендної політики, тобто розподілу економічної доданої вартості на виплату дивідендів та капіталізацію, залежно від обраної мети оцінювання ринкової вартості керівництвом підприємства для досягнення головної мети управління вартістю – її збільшення.

IV. Висновки

Управління вартістю підприємства з метою оптимізації структури капіталу та збільшення ринкової вартості підприємства передбачає системний підхід, у межах якого

можна визначити такі блоки: блок вхідних параметрів; блок формування економічної доданої вартості; блок розподілу доходу; блок оцінювання ринкової вартості компанії; реалізація та оцінювання рішень.

Етап реалізації та оцінювання рішень повинен розкрити доцільність кожного з отриманих сценаріїв та забезпечити вибір більш привабливого сценарію управління вартістю.

Список використаної літератури

1. Оцінка, аналіз, планування фінансового становища підприємства: науково-методичне видання / за ред. А.В. Чупіса. – Суми: Видавництво "Довкілля", 2001. – 404 с.
2. Эванс Френк Ч. Оценка компании при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Френк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.
3. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теория ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М.: Дело, 1999. – 272 с.
4. Хикс Дж. Стоимость и капитал: пер. с англ. / Дж. Хикс; общ. ред. и вступ. ст. Р.М. Энтова. – М.: Прогресс, 1993. – 488 с.
5. Martin J. Value Based Management. The Corporate Response to the Shareholder Revolution / J. Martin, Petty J. William. – Harvard Business School Press. – 2000.
6. Мертенс А. Стоимость компании в теории и на практике / А. Мертенс // Финансовый директор. – 2002. – № 5 (9). – с. 15–20.

Стаття надійшла до редакції 03.09.2013.

Порохня В.М., Бирський В.В., Жулид А.Е. Концептуальные основы оценки и увеличение рыночной стоимости предприятия

Предложенная в статье концепция позволяет сформировать оптимальную сбалансированную дивидендную политику, обеспечивающую на начальном этапе периода моделирования рост собственного капитала за счет чистой прибыли, направляемой в развитие предприятия, на завершающем этапе – максимальные доходы владельцев капитала, что приводит к росту рыночной стоимости предприятия.

Ключевые слова: рыночная стоимость, собственный капитал, концепция, модель.

Porohnya V., Byrskyu V., Zhulid A. Conceptual foundations of evaluation and increase the market value of the company

The proposed concept allows to generate optimal balanced dividend policy that provides for an initial period of growth modeling equity through net income, which is directed to the development of enterprises in the final – maximum income of owners of capital, which leads to an increase in the market value of the company.

Target any company should be to maximize value for owners, ie shareholders, that the economic benefits they receive from investing in the company. To achieve this task has been built structurally functional scheme which focuses on the main stages of formation, evaluation and increase the market value of the enterprise. It is a set of interconnected blocks: input parameters, block the formation of economic value added, income distribution block, block estimation of the market value of the company, implementation and evaluation of solutions.

Cost Management Company to optimize the capital structure and increase the market value of the company, provides a systematic approach within which we can determine the following blocks: input parameters, block the formation of economic value added, income distribution block, block estimation of the market value of the company, implementation and evaluation of decisions. Stage of implementation and evaluation of decisions should reveal the feasibility of each of the resulting scenarios and provide a range of plausible alternative cost management.

Key words: market value, equity, a concep, model.