

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
імені Вадима Гетьмана

*Навчально-науковий інститут бізнес-освіти  
імені Анатолія ПОРУЧНИКА*

**Кафедра корпоративних фінансів і контролінгу**

<b>ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА</b>	Фінансовий менеджмент і контролінг у бізнесі
<b>Галузь знань</b>	07 «Управління та адміністрування»
<b>Спеціальність</b>	072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Форма навчання: заочна

**КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА**

на тему: «Альтернативні підходи до оцінки вартості бізнесу»

здобувача Карлова Микити Дмитровича

Науковий керівник: професор, доктор економічних  
наук Терещенко О.О. \_\_\_\_\_

**Робота допущена до захисту перед екзаменаційною  
комісією з атестації здобувачів вищої освіти (ЕК)**

Завідувач кафедри: д.е.н., проф.  
\_\_\_\_\_ Терещенко О. О.

**Київ 2023**

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП .....</b>	<b>3</b>
<b>Розділ 1 Теоретико-методичні засади оцінки вартості бізнесу .....</b>	<b>6</b>
1.1 Суть, необхідність і концептуальні основи оцінки вартості .....	6
1.2 Методичні підходи до оцінки вартості бізнесу.....	15
1.3. Нормативне регулювання і стандарти оцінки вартості бізнесу .	22
<b>Розділ 2 Оцінка вартості ПРАТ «ДАРНИЦЯ» з використанням традиційних підходів .....</b>	<b>39</b>
2.1 Оцінка фінансового стану та ризиків підприємства .....	39
2.2 Оцінка вартості підприємства за методом дисконтування грошових потоків .....	50
2.3 Оцінка вартості підприємства за ринковим підходом.....	53
<b>Розділ 3 Оцінка вартості ПРАТ «ДАРНИЦЯ» з використанням альтернативних (інноваційних) методів.....</b>	<b>60</b>
3.1 Оцінка вартості підприємства на базі EVA.....	60
3.2 Використання методу APV оцінки вартості бізнесу .....	63
3.3. Напрямки збільшення вартості бізнесу .....	69
<b>ВИСНОВКИ .....</b>	<b>78</b>
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....</b>	<b>82</b>
<b>ДОДАТКИ .....</b>	<b>87</b>

## ВСТУП

**Актуальність теми.** В епоху тотальної діджиталізації та переходу на електронні комунікації актуальним стає питання оптимізації процесів продажу та купівлі підприємств на онлайн-платформах. Тому виникає потреба в організації системи аналізу фінансово-економічного стану підприємства з метою визначення його ринкової вартості компанії з метою продажу, оцінки ефективності чи прийняття інвестиційних рішень. Тому актуальним є питання створення та функціонування автоматизованої системи аналізу фінансового-економічного стану, яка активно користується каналами електронних комунікацій, мережевими ресурсами та інформаційними продуктами для отримання інформації про пропозиції на ринку, а також оцінки ринкової вартості підприємства та підготовки документації для укладання угоди з купівлі-продажу.

Дослідженню особливостей сутності і перспектив розвитку систем цінки вартості бізнесу в умовах глобалізації та регіоналізації світового господарства присвячено роботи таких зарубіжних вчених, як Е.Бейл, Б.Буста, Е.Вілкас, А.Гарнер, К.Кендалл, С.Крог, Х.Лефевр, М.Лінднер, Е.МакКарті, А.Саммерс та ін. Проте, незважаючи на значний інтерес фахівців до інформаційно-аналітичної діяльності та її вдосконалення, багато теоретичних, методологічних і практичних питань залишаються невирішеними. Більшість досліджень сфокусовані на аналізі певних елементів, що формують бізнес-системи електронних комунікацій, визначенні проблем та гальмуючих факторів її розвитку, але серед них не зазначена проблематика організації комплексної системи аналізу фінансово-економічного стану підприємства та побудови відповідної схеми оцінки бізнесу. Об'єктивна необхідність вирішення зазначених проблем, їх практична значимість і недостатня розробленість обумовили вибір теми дослідження.

**Мета роботи** – узагальнити теоретичні та практичні підходи до оцінки вартості бізнесу, визначити та апробувати альтернативні до традиційних, інноваційні методи оцінки вартості.

Виходячи з мети, перед нами постають наступні **завдання дослідження**:

- здійснити огляд теоретико-методичних засади оцінки вартості бізнесу;
- розкрити суть, необхідність і концептуальні основи оцінки вартості;
- здійснити огляд нормативного регулювання і стандартів оцінки вартості бізнесу;
- провести оцінку фінансового стану ПрАТ «Дарниця» та ризику підприємства;
- розрахувати вартість ПрАТ «Дарниця» з використанням традиційних підходів;
- дослідити оцінку вартості ПрАТ «Дарниця» на базі EVA;
- використати метод APV для оцінки вартості ПрАТ «Дарниця»;
- окреслити напрямки збільшення вартості бізнесу.

**Об’єкт дослідження** – процес оцінки вартості бізнесу підприємства (на прикладі ПрАТ «Дарниця»).

**Предмет дослідження** – підходи та методи оцінки вартості підприємства

**Практичне значення одержаних результатів** – створення системи, яка дозволить спростити та значно покращити процес прийняття рішення покупки підприємства.

**Методи дослідження.** Теоретико-методологічною основою роботи є наукові концепції, розроблені вітчизняними та закордонними науковцями, нормативно-правові акти України у сфері інформатизації. В основі виконання даної роботи лежить використання таких загальнонаукових методів дослідження: логічного, діалектичного, історичного та порівняльного методів для обґрунтування наукових засад та вдосконалення понятійного апарату дослідження; методів спостереження, узагальнення, абстрагування,

формалізації, аналізу та синтезу для характеристики методичних аспектів створення інформаційно-аналітичної системи аналізу фінансово-економічного стану та визначення шляхів їх удосконалення; програмно-цільовий метод з метою обґрунтування механізмів розробки та реалізації програм інформатизації аналітичних процесів.

**Інформаційну базу дослідження** становлять наукові розробки, публікації вітчизняних учених, офіційні матеріали, нормативно-правові акти, які регламентують оцінку вартості та фінансовий аналіз. Також широко використані наукові розробки з загальної теорії управління, бухгалтерського обліку, фінансів, моделювання тощо.

**Структура роботи** складається зі вступу, трьох основних розділів з підрозділами, висновків, переліку використаних джерел та додатків.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

#### 1.1 Суть, необхідність і концептуальні основи оцінки вартості

У сучасних умовах розвиток концепції оцінки вартості в Україні набуває великого розмаху, що зумовлено не тільки зміною парадигми управління підприємством, а й об'єктивними ринковими процесами, що відбуваються у державі (розвиток страхового, кредитного та фондового ринків, активізація інвестиційної діяльності тощо).

Оцінка бізнесу (підприємства) є функцією діяльності, яку в різних ситуаціях часто приходиться виконувати в ринковій економіці. Це необхідно в процесі санації, реорганізації чи ліквідації підприємства. Також таку оцінку необхідно виконувати, наприклад, при продажі підприємства-банкрута чи випуску нових акцій акціонерних товариств або, наприклад, для викупу акцій акціонерів, що виходять з товариства та інше. Тому питання оцінки бізнесу в сучасних умовах набувають дедалі більшого значення для розуміння потенціалу компанії.

В етимологічному значенні термін “потенціал” походить від латинського *potentia* й означає «потужність, сила».

Відповідно до визначення Великого економічного словника потенціал як економічна категорія становить наявні можливості, ресурси, запаси, засоби, що можуть бути використані для досягнення, здійснення будь-чого.

Концепція вартісної оцінки представляється найбільш універсальною і методично обґрунтованою, тому що враховує всі необхідні вимоги до потенціалу як об'єкту оцінки, а саме:

- 1) комплексність, що виявляється в сукупності взаємозалежних елементів і синергічного ефекту від їхньої взаємодії;
- 2) поточні та майбутні результати, пов'язані з його реалізацією;
- 3) поточний стан і перспективи розвитку зовнішнього середовища.

Вихідною передумовою вартісної оцінки є те, що підприємство як об'єкт, що характеризується певним рівнем потенціалу, може бути джерелом доходу й об'єктом ринкової угоди, тобто власник підприємства має право продати його, закласти, застрахувати.

Таким чином, підприємство виступає товаром із усіма характерними для нього властивостями:

- корисністю для покупця, що виявляється в користуванні та відповідає задоволенню потреби в одержанні доходів. Якщо потенціал підприємства не становить цінності і, отже, підприємство не приносить дохід власнику, воно втрачає для нього свою корисність і підлягає продажу. В той же час, якщо хтось інший бачить нові способи його використання і реалізації сформованого потенціалу, то підприємство стає товаром;
- витратами на створення (формування). Дана властивість означає, що одержання доходу, формування альтернативного бізнесу, нового підприємства супроводжується певними витратами.

Науковці приділяють цим питанням досить велику увагу, акцентуючи свої дослідження на методах визначення доданої вартості в процесі корпоративного управління.

Так, Альфред Раппапорт [] визначив «акціонерну додану вартість» як рентабельність нових інвестицій компанії, що повинна перевершувати середньозважені витрати на капітал. При цьому важливою умовою є те, що будь-які дії менеджерів компанії мають бути спрямовані на одержання додаткової вигоди для власників компанії, що фактично визначається приростом її акціонерного капіталу.

Деякі автори пропонують використання «образу вартості» компанії і його застосування в системі корпоративного управління у вигляді методики експрес-аналізу на основі агрегованої звітності [1]. Для цього використовують спрощену модель формування грошових потоків з наступним аналізом й оцінкою динаміки ринкової доданої вартості. Зазначений показник є оцінкою ефективності корпоративного управління в компанії акціонерів і дає можливість визначати стратегічні перспективи діяльності фірми в інтересах її власників.

О.Н. Щербакова [26] пропонує використання доданої вартості за допомогою методу капіталізації чистого прибутку.

Виходячи з цього визначення, можна зробити висновок, що активи і зобов'язання є базовими елементами, які формують вартість бізнесу, при цьому цінність бізнесу ґрунтується на активах, які залежать від їхньої прибутковості.

Серед основних факторів, що визначають вартість бізнесу, називають рентабельність, стійкість, перспективи подальшого росту, ступінь ліквідності, підписані контракти на збут готової продукції, наявність ліцензій і сертифікатів, впізнаваність бренду, персонал підприємства. Такий перелік факторів має місце і при оцінці інвестиційної привабливості підприємства.

Галасюк В. [27, с. 84] довів теорему G1B, яка формулюється наступним чином: вартість бізнесу визначається її моментальною вартістю і очікуваннями з приводу зміни її моментальної вартості у майбутньому. Аналізуючи формулювання даної теореми, можна зробити висновок, що дослідник об'єднав витратний і доходний підходи для оцінки бізнесу. Моментальна вартість бізнесу визначається на основі ретроспективних даних про діяльність підприємства (метод чистих активів), а очікування з приводу зміни моментальної вартості в майбутньому – це в чистому вигляді доходний підхід до оцінки вартості бізнесу, за допомогою якого інвестор може отримати інформацію про можливу віддачу від інвестування коштів у даний вид бізнесу.

Ціль оцінки обумовлює вид вартості.

Оцінювання підприємства може здійснюватися з метою:

- підвищення ефективності поточного управління суб'єктом господарювання;
- визначення вартості цінних паперів у разі купівлі-продажу акцій підприємств на фондовому ринку;
- визначення вартості підприємства у разі його купівлі-продажу повністю або частинами;
- реструктуризації підприємства;
- ліквідації підприємства, злиття, поглинання або виокремлення самостійних підприємств зі складу холдингу;
- розроблення плану розвитку підприємства;
- визначення кредитоспроможності підприємства і вартості застави при кредитуванні;
- страхування, у процесі якого виникає потреба у визначенні вартості активів напередодні втрат;
- прийняття обґрунтованих управлінських рішень;
- реалізація інвестиційного проекту розвитку підприємства.

Оцінка компанії залежно від поставлених завдань може виконуватись по-різному. Тому для проведення оцінки більш точно визначимо саме поняття «вартість».

В літературних джерелах використовуються різні поняття вартості, а саме: ринкова вартість, інвестиційна вартість, ліквідаційна вартість, балансова вартість, відновна вартість, первісна вартість, а також вартість відтворення, заміщення, застави.

Більш детальні визначення категорії «вартість» наведемо в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1 - Підходи до визначення поняття «вартість»

Вид вартості	Характеристика
<b>Ринкова вартість</b>	Найбільш ймовірна ціна, за якою об'єкт може бути відчужений на відкритому ринку в умовах конкуренції. Ринкова вартість є об'єктивною, незалежною від бажання окремих учасників ринку нерухомості і відображає реальні економічні умови, що склались на цьому ринку.
<b>Інвестиційна вартість</b>	Передбачає оцінку вартості підприємства для конкретного інвестора або групи інвесторів. Ця вартість визначається на основі індивідуальних вимог до інвестицій. Розрахунок інвестиційної вартості виконується виходячи з очікуваних даним інвестором доходів і конкретної ставки їх капіталізації
<b>Вартість відтворення</b>	Це витрати на відтворення точної копії підприємства або іншого активу, навіть якщо є більш економічні аналоги.
<b>Вартість заміщення</b>	Витрати на створення підприємства, що має з оцінюваним еквівалентну корисність, але побудованого в новому архітектурному стилі, з використанням сучасних і прогресивних матеріалів, конструкцій, устаткування.
<b>Ліквідаційна вартість</b>	Це грошова сума, яка реально може бути отримана від продажу власності в терміни надто короткі для проведення адекватного маркетингу у відповідності з визначенням ринкової вартості
<b>Вартість застави</b>	Оцінка підприємства для за ринковою вартістю для цілей іпотечного кредитування.
<b>Балансова вартість</b>	Витрати на будівництво чи придбання об'єкта власності. Балансова вартість є первісна та відновна. Первісна відображена в бухгалтерських документах на момент введення в дію. Відновна – це вартість відтворення за сучасних умов.

*Джерело:* складено автором на підставі

Проявляється вартість підприємства на фондовому ринку через категорію "ринкова вартість компанії" (market value of firm), під якою розуміють ринкову вартість акціонерного капіталу (market value of equity), тобто ціну простої акції корпорації, помножену на кількість акцій в обороті, оскільки підприємство

можна розглядати як існуючий або майбутній бізнес, функціонування якого пов'язано із внесенням інвестицій, або як набір активів.

При реорганізації підприємства шляхом його розподілу використовується категорія "вартість при розподілі" (breakup value), під якою розуміють грошову суму, очікувану від розподілу багатопрофільного бізнесу на кілька підприємств і продажу їх окремо.

При ліквідації підприємства його вартість набуває форми ліквідаційної вартості (liquidation value), тобто грошової суми, яку можна одержати від розподілу підприємства на певні активи й продажу їх окремо (ліквідація не виключає також продажу підприємства як цілісного майнового комплексу або його акцій).

Власники й кредитори розглядають ліквідаційну вартість із різних точок зору: перших цікавить залишкова вартість акціонерного капіталу (residual equity value), других — ефективна чиста вартість (effective net value).

Залишкова вартість акціонерного капіталу відповідає грошовій сумі, на яку можуть розраховувати власники простих акцій, майнові вимоги яких розглядаються в останню чергу. Ефективна чиста вартість є сумою залишкової вартості акціонерного капіталу та номінальної вартості субординованого боргу.

Категорії «ліквідаційна вартість» і «вартість при примусовому продажу» не є тотожними, оскільки умовам ліквідації підприємства можуть відповідати умови адекватного маркетингу. Якщо ж період ліквідації обмежується кредиторами, то ліквідаційна вартість набуває форми вартості при примусовому продажу.

У зв'язку з розвитком негативних тенденцій в економіці України дедалі більших масштабів набувають примусові форми продажу майна всіх форм власності, внаслідок чого виникає проблема оцінки його вартості.

Умови продажу вказують на необхідність розрахунку ліквідаційної вартості, однак за різних умов продажу виникає проблема неоднозначності алгоритму розрахунку.

В основі оцінки бізнесу лежить теза, що його сьогоднішня вартість рівна вартості майбутніх вигод (доходів), які власник може одержати в результаті володіння даною власністю (бізнесом).

Для того щоб визначити вартість підприємства необхідно мати уяву про сукупність факторів, що впливають на вартість, а також про вплив кожного конкретного фактора. Найважливіші фактори – це попит на власність та ліквідність власності.

Оцінюючи майно підприємства необхідно дотримуватись відповідних принципів. Основні принципи оцінки вартості підприємства, які згруповані у три групи, наведені в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2 - Принципи оцінки вартості компанії та їх характеристика

<b>Принцип</b>	<b>Характеристика</b>
<i>Принципи, які пов'язані з уявою власника про майно</i>	
Корисності	Підприємство володіє власністю, якщо воно може бути корисним потенційному власнику
Заміщення	Покупець не заплатить за підприємство більше, ніж найменша ціна, за якою оцінюють аналогічне підприємство з тим же ступенем корисності
Очікування	Очікування майбутнього прибутку або інших вигод, які можуть бути одержані в майбутньому від використання майна підприємства
<i>Принципи, які пов'язані з ринковим середовищем</i>	
Залежність	Вартість підприємства залежить від багатьох факторів, але і воно впливає на вартість інших об'єктів нерухомості
Відповідність	Підприємство повинне відповідати ринковим та будівельним стандартам
Пропозиція та попит	Попит впливає на ціну більше чим пропозиція. Попит перевищує пропозицію – ціни ростуть; пропозиція перевищує попит – ціни падають; попит дорівнює пропозиції – ціни стабільні.
Конкуренція	Це змагання підприємців в одержанні прибутку

Зміни	Ситуація на ринку постійно змінюється
Розумної обережності оцінок	Оцінювач має критично ставитись до всієї інформації, яку йому надає адміністрація об'єкта оцінювання
Альтернативності оцінок	Використання різних методів оцінювання та порівняння показників вартості за альтернативними методами.
<i>Принципи, які пов'язані з експлуатацією майна</i>	
Внесок	Це сума на яку збільшується чи зменшується вартість підприємства або чистий прибуток, одержаний внаслідок наявності або відсутності будь якого покращення або доповнення до діючих факторів виробництва.
Висхідна або низхідна віддача	По мірі збільшення ресурсів до основних факторів виробництва чистий прибуток має тенденцію до збільшення високими темпами до визначеного моменту. Далі загальна віддача хоча і зростає, але повільними темпами. Це уповільнення проходить до тих пір, поки приріст вартості не стає меншим, чим приріст витрат на додані ресурси.
Оптимальний розмір	Любий фактор виробництва має повинен мати оптимальні розміри
Збалансованість (пропорційність підприємства)	Будь-якому виду виробництва відповідає оптимальне поєднання факторів виробництва при якому досягається максимальний прибуток, а значить, і максимальна вартість підприємства.
Економічний розподіл та поєднання майнових прав власності	Майнові права необхідно розділяти та поєднувати так, щоб збільшувати загальну вартість підприємства
Принцип найкращого та найбільш ефективного використання	Основний принцип оцінки, який означає розумне та можливе використання підприємства, що забезпечує йому найвищу поточну вартість на дату оцінки. Цей принцип – це синтез всі трьох груп принципів.

*Джерело:* побудовано автором

Оцінка вартості майна – складний та трудомісткий процес.

Ефективна організація цього процесу передбачає виконання послідовності відповідних етапів, які наведені нижче.

**1. Визначення проблеми.** Цей етап передбачає виконання ідентифікації підприємства, виявлення предмету оцінки, формулювання цілей та функцій оцінки, визначення виду та дати оцінки.

**2. Аналіз кон'юнктури ринку.** Визначення ситуації на ринку, що склалась на цей період часу під впливом сукупності факторів: науково-технічний прогрес, вплив монополій, втручання держави, інфляція, сезонність та інші. Вивчення кон'юнктури виконується з використанням низки показників: данні про промислове виробництво; динаміка капіталовкладень; дані про замовлення; показники внутрішнього товарообороту; показники зовнішньої торгівлі; дані про стан кредитно-грошової сфери; ціни.

**3. Попередній огляд підприємства.** Знайомство з адміністрацією, визначення вихідної інформації та її джерел надходження, визначення складу групи експертів- оцінщиків, складання завдання на оцінку, підготовка та підписання договору на оцінку.

**4. Збір та аналіз інформації про об'єкт оцінювання.** Збір та систематизація загальних даних, збір та аналіз спеціальних даних, аналіз найкращого та найбільш ефективного використання.

**5. Інвентаризація майна.** Основна мета цього етапу – визначити наявність і стан майна за даними бухгалтерського обліку, врегулювати інвентаризаційні різниці та відобразити результати інвентаризації в передавальному балансі.

**6. Аудиторська перевірка фінансової звітності підприємства.** Підтвердження достовірності даних, відображених у бухгалтерській звітності. Аудит здійснюється згідно з нормативними актами, які регламентують порядок проведення аудиторських перевірок.

**7. Вибір методів оцінки та їх застосування** для оцінки об'єкту, що аналізується. Детальніше методи оцінки розглянемо в наступному питанні.

## **8. Погодження результатів, одержаних з допомогою різних підходів.**

**9. Підготовка звіту та висновків про оцінку.** Звіт про експертне оцінювання повинен складатись з п'яти розділів: вступ; методика оцінювання та її обґрунтування; загальна характеристика та опис об'єкта експертного оцінювання; визначення вартості об'єкта експертного оцінювання; висновки експерта щодо вартості об'єкта експертного оцінювання. До звіту мають входити додатки, що містять інформацію про вихідні дані, копії документів стосовно прав на оцінюване майно та інше.

### **1.2 Методичні підходи до оцінки вартості бізнесу**

Аналіз публікацій у періодичних виданнях та дисертаційних досліджень за останнє десятиріччя дозволяє зробити висновок про відсутність узгодженої думки щодо доцільності використання різних методів оцінки бізнесу.

Метою підрозділу є аналіз методологічного апарату оцінки вартості компанії та обґрунтування використання методів порівняльного підходу для його експрес-оцінки.

Дубовик А. зазначено, що поряд з методиками визначення вартості бізнесу, основаними на проведенні комплексних розрахунків, прогнозуванні майбутньої діяльності чи пооб'єктній оцінці всіх активів підприємства останнім часом все частіше пропонуються методики експрес-оцінки вартості підприємства, засновані на ключових факторах її формування [28].

Для експрес-оцінки бізнесу самостійно власником пропонують також плановий нерозподілений прибуток помножити на коефіцієнт 5, а якщо підприємство знаходиться на стадії зростання і прогнозується продовження такого зростання принаймні декілька років, то застосовується коефіцієнт (мультиплікатор) [28].

Автором встановлено, що дані коефіцієнти є значеннями ринкового мультиплікатора P/E (відношення ринкової капіталізації до величини прибутку підприємства). Іншим варіантом є процедура експрес-оцінки вартості бізнесу, коли величина прибутку помножується на коефіцієнт 2,2727, що враховує стандартні показники, такі як 10% прибутку від інвестицій, прожитковий мінімум 30 % прибутку власника і сплату капітального боргу та відсотків за державним боргом, яка дорівнює 25%, що пропонує багатопрофільна міжнародна компанія, що надає послуги в туристичному, фінансовому та банківському секторах «American Express». Запропонований коефіцієнт також є уособленням мультиплікатору P/E, але у даному випадку його величина більш, ніж удвічі нижча.

Необхідно зазначити, що дані методики експрес-оцінки не є універсальними, адже вказані значення мультиплікаторів не доведені розрахунково, крім того, враховуючи умови формування прибутку на українських підприємствах, коли більшість з них мають збитки, така оцінка взагалі не прийнятна.

Божко В. П. та Синько Г. С. була розроблена модель експрес-оцінки бізнесу на прикладі підприємств харчової промисловості з урахування трьох ключових показників: рівень розвитку харчової промисловості за регіонами України, коефіцієнт віддаленості підприємства від обласного центру та період функціонування бізнесу.

Основним недоліком вказаної моделі є відсутність показників операційної діяльності підприємства (обсяги виробництва, реалізації продукції), що у відповідності з нормативними документами з оцінки бізнесу мають більший вплив на вартість підприємства як бізнесу. Белашев В. для формування інструментів управління вартістю компанії виділяє ключові фактори вартості – обсяг продажу, прибуток від основної діяльності, оборотність капіталу [28].

Кобзиста О. О., досліджуючи вплив макроекономічних факторів на формування вартості акціонерного капіталу дійшла висновку, що коливання загальноринкової кон'юнктури, відображене в системі макроекономічних показників (рівень інфляції, темпи зростання ВВП, зростання доходів населення та ін.) не дозволяє сформувати чіткої моделі математичної залежності вартості акціонерного капіталу від складових макроекономічного середовища [29].

Курочкіною І. Г. була розроблена методика оцінки розрахунково-компонентної вартості бізнесу металургійних і коксохімічних підприємств, яка на відміну від існуючих синтезує вплив кількісних і якісних компонент, ґрунтується на використанні багатофакторного кореляційно-регресійного аналізу та забезпечує об'єктивність у визначенні недооцінення або переоцінення ринкової вартості їх бізнесу. Науковець пропонує проводити розрахунок вартості бізнесу на основі рівняння регресії ринкової вартості підприємства залежно від двох компонент: фінансового стану (зокрема, коефіцієнт рентабельності активів) та масштабу бізнесу, який характеризується обсягом реалізованої продукції та розраховується як дохід (виручка) від реалізації продукції [30].

Шапран Н. С. побудована модель визначення прогнозного коридору руху курсів акцій на основі оцінки прогнозного діапазону показника співвідношення між ціною акції та обсягом продажів на акцію компанії (P/S), який є особистим для кожної компанії [31].

Таким чином, за результатами огляду теоретичних досліджень з оцінки вартості бізнесу встановлено, що останнім часом набули розповсюдження моделі експрес-оцінки бізнесу, у більшості з яких результуючим показником є абсолютна величина його вартості.

Предмет дослідження роботи потребує визначення поняття «інструменти оцінки бізнесу».

Національний стандарт № 1 [1] визначає лише такі поняття як методичні підходи (загальні способи визначення вартості майна, які ґрунтуються на основних принципах оцінки); методи оцінки (способи визначення вартості об'єкта оцінки, послідовність оціночних процедур якого дає змогу реалізувати певний методичний підхід) та оціночні процедури (дії (етапи), виконання яких у певній послідовності дає можливість провести оцінку).

Для визначення інструментів оцінки бізнесу та виділення із них тих, що базуються на використанні інформації ринку цінних паперів попередньо проведено аналіз поняття «інструмент».

Інші тлумачення поняття «інструмент» мають такий зміст:

- а) прилади, пристрої, пристосування, що застосовуються у науці й техніці для різних вимірів та інших операцій;
- б) засоби для виміру та інших операцій;
- в) засіб для досягнення поставленої мети;
- г) технологічне оснащення, призначене для впливу на предмет праці з метою зміни його стану.

Враховуючи специфіку оціночних процедур та аналізуючи базові тлумачення поняття «інструмент», можна визначити поняття «інструменти оцінки бізнесу» як засоби перетворення вихідної інформації про фінансово-господарський стан підприємства (активи, зобов'язання, доходи, витрати, показники фінансового аналізу, ціна акцій підприємства на фондовому ринку, тощо) за допомогою певних оціночних процедур (дисконтування, капіталізація, індексація, порівняння та ін.) у вартість бізнесу.

Аналізуючи законодавчо затверджений понятійний апарат оцінки бізнесу, можна стверджувати, що запропоноване поняття «інструмент оцінки бізнесу» близьке за змістом до поняття «оціночні процедури».

Головною відмінністю цих понять є те, що в основі оціночних процедур покладена безпосередня дія, а інструменти оцінки – це ті засоби, за допомогою яких ця дія здійснюється. У табл. 1.3. автором представлено інструменти, що

використовуються у підходах до оцінки вартості бізнесу та визначено ті з них, що базуються на використанні індикаторів ринку цінних паперів [28].

Таблиця 1.3 - Інструменти оцінки бізнесу

<b>Підхід до оцінки бізнесу</b>	<b>Оціночні інструменти</b>	<b>Використання інформації ринку цінних паперів</b>
Дохідний	Модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу	
	Модель чистого грошового потоку для власного капіталу	Розрахунок ставки дисконтування за моделлю CAPM (модель оцінки капітальних активів)
	Модель дисконтування дивідендів	
	Модель на основі скоригованої приведеної вартості	
Порівняльний (ринковий)	Доходні мультиплікатори	Ринкова вартість власного (ринкова капіталізація) або інвестованого капіталу
	Мультиплікатори, розраховані на основі грошового потоку	
	Мультиплікатори, розраховані на основі активів	
Майновий	Коефіцієнти приведення витрат на заміщення або відтворення подібного об'єкту до поточної вартості	
	Розрахунок вартості чистих активів	
	Розрахунок ймовірного результату ліквідації підприємства	

За результатами табл. 1.3 можна зробити висновок, що найбільшим чином ринкову інформацію відображають інструменти порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу (цінові мультиплікатори).

Вибір підходу та відповідного методу оцінки вартості бізнесу залежить від багатьох факторів, серед яких основними є мета оцінки, наявність достатньої вихідної інформації, організаційно-правова форма об'єкту оцінки.

Майновий та доходний підхід до оцінки бізнесу може застосовуватись не залежно від форми організації підприємства.

Оціночні процедури порівняльного підходу відрізнятимуться в залежності від організаційно - правової форми бізнесу:

1. Якщо об'єктом оцінки є приватне підприємство або товариство з неакціонерною формою організації, у такому разі застосовується метод галузевих коефіцієнтів. 2. У разі організації бізнесу в формі ТОВ, доцільно застосовувати методи компаній аналогів та ринкових угод, при цьому звертаючи увагу на тип акціонерного товариства – приватне чи публічне. При оцінці приватного товариства порівняльним підходом (на основі подібних аналогів, що є публічними акціонерними товариствами) обов'язковим є застосування до визначеної вартості знижки на закритість компанії, що враховує можливі труднощі з реалізацією корпоративних прав приватного товариства у порівнянні з публічним.

Для обґрунтування вибору підходу до оцінки бізнесу, найбільш прийняттого для використання з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу, було проведено ранжування аналізованих підходів з використанням методу аналізу ієрархій. Найбільш прийнятним і поширеним методом для аналізу ієрархій є метод Т. Сааті (МАІ - метод аналізу ієрархій) [27].

Цей метод є найбільш доцільним, оскільки дозволяє врахувати різні точки зору учасників та прийти до узгодження у процесі обговорення. Аналіз можна проводити за двома основними етапами.

За першим кроком проводиться формулювання пріоритетів кожного учасника, визначення середніх оцінок та рівня їх узгодженості. За другим – відбувається оцінка пріоритетів у процесі проведення загальної дискусії та отримання консенсусної оцінки. МАІ дозволяє визначити пріоритети учасників, базуючись на їх «нечітких» порівняннях та аналізі, тобто перейти від суб'єктивно-якісної до об'єктивно-кількісної оцінки.

Шкала балів за методикою Т. Сааті визначається цілими непарними числами від 1 до 9 включно. Значення бальних оцінок надане у табл. 1.4.

Таблиця 1.4 - Шкала оцінювання за методикою Т.Сааті

Бал	Значення
1	Параметри рівносильні
2	Перший параметр має незначну перевагу
3	Перший параметр переважає
4	Перший параметр має значну перевагу
5	Перший параметр має безсумнівну перевагу

Для оцінки також можуть використовуватися інші цілі числа у діапазоні, вказаному у табл.1.4. як проміжні оцінки.

Обґрунтування доцільності застосування того чи іншого підходу до оцінки бізнесу проведено за наступними критеріями:

- 1) часовий інтервал, необхідний для проведення оціночних процедур;
- 2) врахування ринкової інформації про формування цін на подібне майно;
- 3) можливість врахування перспектив розвитку об'єкту оцінки;
- 4) відображення поточного фінансового стану підприємства-емітента, що є об'єктом оцінки;
- 5) обсяг внутрішньої інформації, необхідний для реалізації підходу до оцінки бізнесу.

Визначено основні види вартості, що можуть бути результатом оцінки бізнесу, та виокремлено умови їх застосування. Виділено коло основних споживачів результатів оцінки бізнесу з їх цільовою направленістю та проаналізовано основні перешкоди до застосування результатів оцінки з метою прийняття інвестиційних рішень на ринку капіталу.

У результаті аналізу досліджень вітчизняних і закордонних науковців, наведено перелік принципів, на базі яких ґрунтується оцінка бізнесу. Сформульовано систему принципів оцінки, пов'язаних з ринковим

середовищем, до складу якої запропоновано включити наступні принципи: принцип відповідності фінансово-економічних показників, принцип попиту і пропонування, принцип доступності інформації, принцип залежності, принцип синергії.

При дослідженні методологічного апарату оцінки бізнесу визначено основні інструменти в межах доходного, порівняльного та майнового підходів і виокремлено із них ті, що базуються на використанні інформації ринку цінних паперів.

### **1.3. Нормативне регулювання і стандарти оцінки вартості бізнесу**

У світовій практиці використовується багато підходів до оцінки вартості компаній, їх активів, бізнесу в цілому. У той самий час питанням оцінки поки що приділяється явно недостатня увага. Тут особливо необхідно підкреслити те, що при проведенні оціночних робіт в українських компаніях багато з існуючих підходів або взагалі не використовується, або використовуються вкрай рідко, у результаті цього, на практиці не завжди забезпечується всебічне, повне і об'єктивне оцінювання.

Окремо слід виділити закон України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні”.

Цей Закон визначає правові засади здійснення оцінки майна, майнових прав та професійної оціночної діяльності в Україні, її державного та громадського регулювання, забезпечення створення системи незалежної оцінки майна з метою захисту законних інтересів держави та інших суб'єктів правовідносин у питаннях оцінки майна, майнових прав та використання її результатів.

Закон встановлює правові та організаційні засади оціночної діяльності в Україні. Закон був прийнятий з метою забезпечення прозорості, надійності та відповідності у сфері оцінки майна, майнових прав та професійної оціночної діяльності.

Одним з основних принципів Закону є незалежність оцінювачів, які здійснюють професійну оцінку майна. Вони повинні діяти об'єктивно, безпристрасно та відповідно до професійних стандартів. Закон встановлює вимоги до кваліфікації оцінювачів, їхньої етики та професійної діяльності. Закон також регулює процедури проведення оцінки майна та майнових прав. Він визначає вимоги до змісту оціночних звітів, порядок їхньої підготовки та подання, а також установлює відповідальність за недостовірність інформації в оціночних звітах.

Відповідно до чинного законодавства (Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» № 2658-III від 12 липня 2001 р. [1]) та Міжнародних стандартів оцінки методи оцінки вартості підприємства використовують у межах трьох підходів:

- майновий (заснований на визначенні вартості чистих активів);
- дохідний (основою підходу є процедури капіталізації чи дисконтування різних видів доходів);
- порівняльний або ринковий підхід (вартість бізнесу визначається, виходячи з ринкових цін на акції аналогічних компаній).

Кожен методичний підхід базується на відповідних прийомах оцінки та використовує свій специфічний інструментарій, а також дозволяє підкреслити певні характеристики об'єкта.

Проте пріоритети щодо використання того чи іншого підходу зумовлені цілями оцінки вартості підприємства, можливостями інформаційної бази, особливостями ринкових відносин та іншими макро- і мікроекономічними факторами.

Вибір методу залежить від мети оцінки. Наприклад, методи, використовувані для оцінки підприємства з метою оподаткування, можуть значно відрізнятися від тих, які застосовуються при його ліквідації, тому що в першому випадку об'єкт оцінюється як діюче підприємство.

Визначення вартості пайової участі в підприємстві і вартості інвестицій припускає прогнозування майбутніх грошових потоків і їх дисконтування.

Міжнародні стандарти оцінки (МСО) є базовими для використання у оціночній діяльності. Чотири нині діючих стандарти оцінки майна визначають 16 базових видів вартості, більше 30 спеціальних термінів; 27 статей стандартів присвячені правилами розкриття оцінювачами інформації про проведену оцінку та коректного складання підсумкових звітів; близько 60 положень стандартів містять докладні правила, що встановлюють, який вид вартості і відповідний йому метод обчислення даного виду вартості слід застосовувати оцінювачам при оцінці різних майнових активів. Встановлювані стандартами правила являють собою систему взаємопов'язаних норм, яка визначається в першу чергу структурою побудови норм кожного зі стандартів. Розділи стандартів складені в певній послідовності, починаючи з вказівки призначення стандарту і сфери його застосування, потім визначення термінології, далі йдуть правила, що пропонують певну послідовність проведення оцінки, і методологія визначення того чи іншого базового виду вартості. Самостійний розділ кожного стандарту присвячений правилам складання звіту про проведену оцінку. Зазначена структура повторюється для кожного з чотирьох стандартів, що в цілому робить Міжнародні стандарти оцінки єдиним збалансованим і повноцінним актом [12, с. 46].

Діюча на сьогодні структура Міжнародних стандартів містить вісім уніфікованих позицій:

1. Вступ.
2. Сфери використання.
3. Основні визначення.

4. Зв'язок із стандартами бухгалтерського обліку.
5. Дискусійні аспекти.
6. Застереження.
7. Відхилення від стандартів.
8. Дата введення документа в дію.

Розділ «Основні поняття і принципи оцінки» (General Valuation Concepts and Principles) містить таку інформацію.

1. Вступ. Подібність, спільність проблем оцінки в різних країнах.
2. Поняття землі, власності, оцінювання і професії оцінювача.
3. Поняття нерухомості і прав на нерухомість, рухомого і нерухомого майна, різноманітних типів активів, амортизації.
4. Ціна, вартість, ринок і оцінювання, ринкова вартість, відновлювальна вартість, вартість заміщення.
5. Ринкова вартість. Принципи найкращого використання («найбільш ймовірне використання для об'єктів із тих, які фізично можливі, обґрунтовані, фінансово досяжні і які приводять до найвищої оцінки об'єкта»).
6. Корисність. Призначення і ефективне використання.
7. Інші важливі концепції (варіанти визначення ринкової вартості, залишкової вартості заміщення).
8. Методи оцінки.

Розділ «Кодекс поведінки» (Code of Conduct) містить такі положення:

1. Загальні зауваження.
2. Сфери використання Кодексу.
3. Визначення.
4. Питання етики. Взаємовідносини з колегами і спеціалістами з інших галузей діяльності, конфлікти інтересів, конфіденційність у роботі, незалежність, компетенція, застереження, доповідь про оцінку.

Розділ «Типи власності, що оцінюється» (Property Types) структуровано за такою схемою.

1. Вступ, загальні зауваження.
2. Нерухомість: терміни, типи об'єктів нерухомості, права і обмеження, сервітути, особливості оцінки, основні методи оцінки.
3. Рухома власність (майно): терміни, типи майна, обладнання, оборотний капітал, нематеріальні активи, особливості оцінки і методи оцінки [12, с. 47].
4. Бізнес. Комерційна діяльність, діюче підприємство, юридична особа, складні структури, особливості оцінки і методи оцінки, інвестиційний бізнес.
5. Фінансові інтереси. Види фінансових інтересів, інвестиції в нерухомість і цінні папери, зв'язок із стандартами фінансової діяльності, особливості оцінки.

Основний розділ – «Міжнародні стандарти оцінки» (IVSC) – має таку структуру.

1. Введення у міжнародні стандарти. Ринкова і неринкова бази оцінки, ринки, ціна, вартість, оцінка.
2. IVS-1 «База оцінки – ринкова вартість». Наводиться детальний аналіз ринкової оцінки об'єктів нерухомості як визначального підходу оцінювання майна.
3. IVS-2 «Бази оцінки, відмінні від ринкової вартості». Розглядаються неринкові методи оцінок, зокрема: оцінка при збереженні напрямку використання, оцінка при обмеженні ринкового обороту. Спеціалізовані оцінки, знос, старіння, переоцінка.

Зміст розділу «Застосування міжнародних стандартів» можна подати таким чином.

1. IVA-1. «Оцінка для фінансової звітності». Призначення – допомогти оцінювачу нерухомості спільно із спеціалістами суміжних професій формалізувати зміст фінансових документів.

2. IVA-2. «Оцінка для кредитних цілей». Виокремлення стандарту оцінки майна для тих операцій, де воно виступає як застава при одержанні кредиту.

Розділ міжнародних стандартів «Керівні настанови» (Guidance Notes GN№ 1 – GN№ 10) сформований внаслідок розвитку раніше діючих додатків до міжнародних стандартів APG-1, APG-3. Він містить такі керівні настанови.

GN-1 «Нерухомість».

GN-2 «Оцінка орендних прав».

GN-3 «Оцінка машин і обладнання».

GN-4 «Нематеріальні активи».

GN-5 «Діючі підприємства».

GN-6 «Оцінка бізнесу».

GN-7 «Небезпечні отруйні речовини в оцінюванні».

GN-8 «Залишкова вартість заміщення».

Окрім того, IVSC містить: коментарі, словник термінів та схему взаємовідносин із міжнародними фінансовими стандартами (International Accounting Standards).

Міжнародні і європейські стандарти оцінки, які були прийняті в 2000 р. (позначаються, відповідно, як МСО-2000 і ЕСО-2000), порівняно з попередніми, містили істотні зміни, які були внесені в Міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ) і які, у свою чергу, були погоджені з Міжнародною організацією, що поєднує комісії з цінних паперів (МОКЦП).

Можна констатувати, що останнім часом в міжнародних правилах з'явилися дуже важливі новації – як у бухгалтерському обліку (фінансовій звітності), так і в оцінній діяльності. При цьому досягнута гармонізація основних принципів і понять між МСО, МСФЗ й МОКЦП. Відповідно до нових МСО наприкінці 2000 р. були внесені зміни й доповнення в європейські (ЕСО), американські (USPAP) і в ряд інших національних стандартів оцінки.

Новітні зміни в МСО стали наслідком глобальної гармонізації, досягнутої в 2000 році між представниками різних сфер економічної діяльності, а саме: інвесторами й фахівцями із цінних паперів, що входять у Міжнародну організацію комісій з цінних паперів (МОКЦП – IOSCO); бухгалтерами, що працюють за Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФЗ – IAS), і оцінювачами, серед яких, крім МКСО, до 2000 року особливо передові позиції стала посідати Європейська група асоціацій оцінювачів (ЄГАО – TEGoVA).

Сам факт прийняття міжнародними організаціями тих або інших стандартів дозволяє вважати ці стандарти «загальноприйнятими», і за задумом вони повинні відображати «найкращу практику». Тому в міжнародних документах прийнято говорити про такі стандарти як про «загальноприйнятую найкращу практику», хоча самі процедури їхнього прийняття – це складний організаційний процес.

В оновленому Резюме загального розділу МСО наголошено, що стандарти «покликані полегшити проведення міжнародних трансакцій (угод), пов'язаних із майном (насамперед, нерухомим), і зробити свій внесок у життєстійкість глобальних ринків, сприяючи більшій прозорості фінансової звітності. Акцент зроблений на використання справжньої ринкової інформації, на основі якої можна виносити професійні судження, що стосуються оцінок майна» [12, с. 48].

Таким чином, міжнародні стандарти оцінки є базовими для діяльності українських суб'єктів оціночної діяльності, а також допомагають формувати оціночну документацію, яка є прийнятною і на міжнародному рівні.

За результатами оцінки, отриманими шляхом використання різних методів, визначаються переваги і недоліки кожного з них.

Методи порівнюються за такими критеріями:

- можливість задовольнити дійсні наміри продавця і покупця;
- якість інформації, на основі якої виробляється аналіз;

- здатність методів враховувати кон'юнктурні коливання і вартість грошей;

- відповідно до положень Національного стандарту оцінки № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» витратний підхід – сукупність методів оцінки, що базуються на визначенні необхідних витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки з урахуванням величини його зносу [2];

- у практиці оцінки вартості підприємства в межах цього підходу використовуються методи: чистої балансової вартості, скоригованої вартості, оцінювання чистої ринкової вартості матеріальних активів, вартості заміщення, відновної вартості, ліквідаційної вартості.

Даний метод має такі переваги:

- проводиться аналіз варіантів найефективнішого використання активів підприємства;
- проводиться техніко-економічний аналіз можливостей підприємства та різного роду поліпшення діяльності;
- проводиться збалансування величини ринкової вартості підприємства з його можливостями за кожним із структурних елементів;
- проводиться оцінка об'єктів;
- оцінюється потенціал за умов нерозвинутих ринків капіталу та інших видів ринку.

У ході проведення дослідження поряд з перевагами були виявлені також і недоліки вищеназваного підходу, до яких можна віднести: використання застарілої інформації про діяльність підприємства, яка потребує приведення її до одного часового періоду; невраховування перспективи розвитку підприємства та ринкового середовища.

Процес визначення ринкової вартості підприємства має бухгалтерський характер. В його основі лежить вартість активів. Витратний підхід використовується для оцінки об'єктів спеціального призначення, а також

нового будівництва для визначення найбільш ефективного використання землі.

При використанні майнового підходу вартість підприємства розраховується як сума вартостей усіх активів (основних засобів, запасів, вимог, нематеріальних активів тощо), що становлять цілісний майновий комплекс, та мінус зобов'язання.

Найчастіше витратний підхід застосовується для оцінки об'єктів спеціального призначення. Зібрана інформація включає дані про ціни на землю, будівельні специфікації, дані про рівень зарплати, вартість матеріалів, витрати на устаткування, про доход і невикладні витрати будівельників на місцевому ринку і т. п.

Необхідна інформація залежить від специфіки оцінюваного об'єкта. Даний підхід не доцільно застосовувати при оцінці унікальних об'єктів, що володіють історичною цінністю, естетичними характеристиками або до застарілих об'єктів.

Відповідно до стандартів оцінки порівняльний підхід – це сукупність методів оцінки об'єктів власності, заснованих на порівнянні об'єкта оцінки з подібними об'єктами, з відповідним коригуванням відмінностей між ними.

При оцінці вартості підприємства за порівняльним підходом використовують такі методи: галузевих коефіцієнтів, порівняння продажів, мультиплікаторів (метод ринку капіталів).

Застосування цього підходу зорієнтовано головним чином на великі підприємства. Порівняльний підхід до оцінки вартості підприємства передбачає, що цінність активів визначається тим, за скільки вони можуть бути продані при наявності достатньо сформованого фінансового ринку.

Найбільш ймовірною величиною ринкової вартості цілісного майнового комплексу, що оцінюється, може бути реальна ціна продажу аналогічної фірми, яка зафіксована ринком.

Основною перевагою порівняльного підходу є те, що оцінщик орієнтується на фактичні ціни купівлі-продажу аналогічних підприємств, а також реальне відображення попиту і пропозиції на даний об'єкт інвестування.

До переваг цього підходу можна віднести таке – можливо уникнути розбіжностей між розрахунковою величиною вартості та її ринковим еквівалентом; підвищується точність аналітичних розрахунків; враховуються як внутрішні, так і зовнішні чинники впливу на діяльність підприємства.

До недоліків – потребує існування розвинутого, цивілізованого та прозорого ринку об'єктів оцінки; іноді неможливо провести оцінку у зв'язку з відсутністю аналогів для порівняння; не враховуються перспективи розвитку підприємства у майбутньому; для оцінки даним методом необхідно зібрати та опрацювати великий масив інформації і про об'єкт оцінки і його аналогів; складність розрахункових процедур.

Методи порівняльного підходу базуються на ринковій вартості акцій аналогічних компаній, на аналізі цін придбання контрольних пакетів акцій аналогічних компаній.

Сутність порівняльного методу при оцінці підприємства полягає в тому, що вибирається підприємство, аналогічне тому, що оцінюється, яке було нещодавно продане. Наступним етапом є розрахунок співвідношення між ціною продажу і яким-небудь фінансовим показником по підприємству-аналогу. Таке співвідношення називається мультиплікатором.

Добуток величини мультиплікатора і того ж базового фінансового показника компанії становить вартість компанії. Відповідно до Стандартів оцінки, дохідний підхід визначається як сукупність методів, які засновані на визначенні очікуваних доходів від об'єкта оцінки.

До них належать: метод капіталізації чистого доходу, метод капіталізації дивідендів, метод капіталізації надлишкового доходу, метод дисконтування грошового потоку.

Дохідний підхід передбачає встановлення вартості підприємства або його частини, шляхом розрахунку поточної вартості очікуваного прибутку. Тобто дохід і прибуток підприємства розглядаються як головні чинники, що визначають величину вартості бізнесу. Чим більше дохід, тим вище вартість – при цьому очікуваний дохід розраховується із майнового комплексу підприємства, перспектив розвитку підприємства, загальноекономічних чинників, галузевих залежностей, минулих результатів ведення підприємства і отримання прибутку, вартості грошових коштів, залежно від часу.

Даний методичний підхід є доцільним при можливості прогнозування майбутніх доходів [8]. Оцінка вартості підприємства з використанням дохідного підходу ґрунтується на визначенні теперішньої вартості очікуваних вигід (доходів, грошових потоків) від володіння корпоративними правами підприємства.

В основі підходу лежить теза, що метою вкладання капіталу інвестором у купівлю підприємства передусім є отримання стабільних доходів.

Дохідний підхід базується на таких принципах:

- очікування, що полягає у тому, що вартість майна визначається розміром майбутніх переваг від володіння об'єктом;
- заміщення – потенційний покупець не заплатить за об'єкт більше, ніж склали б витрати на придбання іншого майна, здатного приносити аналогічний дохід;
- найбільш ефективного використання – вартість об'єкта визначається за поточною вартістю очікуваних доходів та розраховується, виходячи з найбільш ефективного використання об'єкта, включаючи дохід від його можливого продажу.

Цей принцип втілюється під час оцінювання 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 і, отже, – на максимізацію його ринкової вартості.

Дохідний підхід дозволяє врахувати очікуваний інвестиційний дохід. Тому його використання необхідне для аналізу доцільності інвестування та при обґрунтуванні рішення про фінансування інвестицій у нерухомість.

На відміну від витратного та порівняльного підходів точність показників прибутку, що прогноуються, багато в чому залежить від суб'єктивних уявлень оцінювача.

Дохідний підхід 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.

Дохідний методичний підхід має такі переваги: вартість оцінки залежить від прибутку, який може при нести оцінюваний об'єкт; враховує інтереси інвестора; доцільність використання, у випадках, коли очікується, що майбутні доходи будуть значно перевищувати теперішні; ураховує майбутній дохід; простота розрахунку.

При оцінюванні вартості підприємств дохідним методом виникають три завдання, які вимагають коректного вирішення у процесі обґрунтування вартості:

- визначення ставки дисконту для грошових потоків;
- вибір часового горизонту прогнозування вартості;
- розрахунок вартості реверсії.

У цілому всі три підходи взаємозв'язані. Кожний з них передбачає використання різних видів інформації, одержуваної на ринку. Наприклад, основними для витратного підходу є дані про поточні ринкові ціни на матеріали, робочу силу і інші елементи витрат. Дохідний підхід вимагає

використання коефіцієнтів капіталізації, які також розраховуються за даними ринку. Оцінка вартості підприємства вимагає використання декількох методичних підходів. Адже при проведенні оцінки підприємство необхідно розглядати як єдиний майновий і виробничий комплекс. Цілісний майновий комплекс представляє собою господарюючий об'єкт із завершеним циклом виробництва продукції (робіт, послуг). А потенційних покупців цілісного комплексу цікавить, як правило, не тільки первинна і залишкова вартість майна, а і сума чистого прибутку, який можна отримати в результаті експлуатації підприємства. Крім того, велике значення має розмір майнових прав і обов'язків відповідного суб'єкта господарювання.

Головна складність визначення ринкової вартості підприємства полягає у необхідності проведення системних розрахунків і узгодження таких основних складових: ринкової вартості всіх активів підприємства, ефективності розподілу та використання виробничих ресурсів, якості господарських процесів, ринкової позиції та конкурентоспроможності підприємства. Зазначені вище методологічні підходи надають можливість проводити аналіз наявного стану підприємства та його можливих перспектив.

Для правильного визначення ринкової вартості підприємства, як цілісного майнового комплексу, існує потреба у використанні комплексного підходу з оцінки. Це сприятиме уніфікації підходу з оцінки. Також дана методика дозволить приймати адекватні управлінські рішення. Залежно від цілей оцінювання, поставлених умов, стану самого об'єкта і економічного середовища доцільно поєднати три методичних підходи.

Метод *EVA* дозволяє аналізувати вартість оцінюваного бізнесу з двох точок зору. По-перше, з позиції того, скільки він коштує як майновий комплекс, якщо його продавати зараз, а по-друге, з позиції доходів, які потенційно можуть генеруватися бізнесом в майбутньому з урахуванням додаткових вкладень, фактора часу і ризиків. Таким чином, метод *EVA* об'єднує два підходи до оцінки бізнесу - витратний (майновий) і прибутковий.

Особливістю методу *EVA* є те, що враховуються їм доходи від використання активів, якими володіє оцінюється компанія, зменшуються на ті суми прибутку, які все одно треба було б заробляти для того, щоб виправдати вартість капіталу, вкладеного (або планованого для вкладення) в оцінюється майно з урахуванням його сьогоденної вартості. Даний прийом в рамках методу *EVA* називається *Capital charge* («Навантаження на використовуваний капітал»).

Замість показника грошового потоку, який зазвичай використовується в рамках дохідного підходу, метод *EVA* використовує показник *NOPLAT* (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*), який являє собою операційний прибуток за вирахуванням скоригованих податків.

Суть концепції *EVA* виявляється в тому, що вартість бізнесу дорівнює сумі доданої вартості та балансової вартості чистих активів підприємства:

$$B = ЧВ + EVA, \quad (1.1)$$

де *B* – вартість підприємства; *ЧВ* – чиста вартість активів.

Для розрахунку економічної доданої вартості (*EVA*) бухгалтерський показник «Чистий прибуток» має бути скоригований на величину так званих еквівалентів власного капіталу і поправки до бухгалтерських показників з точки зору їх ринкової оцінки:

$$EVA = ЧП - (A - NP) \times WACC, \quad (1.2)$$

де *ЧП* – чистий прибуток; *A* – активи; *NP* – безвідсоткові поточні зобов'язання; *WACC* – середньозважена вартість капіталу.

*WACC* розраховується за наступною формулою:

$$WACC = E/V \cdot Re + D/V \cdot Rd, \quad (1.3)$$

де *E* – власний капітал; *V* – сукупний капітал; *Re* – норма прибутковості; *Rd* – ринкова норма прибутковості; *D* – позиковий капітал.

Метод *APV* рекомендується використовувати за реалізації політики автономного фінансування, за якої у визначений момент часу фіксується абсолютна величина позичкового капіталу, яка зберігається у майбутньому.

У разі реалізації політики автономного фінансування (абсолютна величина позичкового капіталу є задана), отриманий у вигляді податкового щита додатковий грошовий потік у прогностному періоді дисконтується з використанням ставки залучення позичкового капіталу ( $R_D$ ).

За автономного фінансування спрощуються прогнози суми податкового щита.

Якщо заданою є частка позичкового капіталу (структура капіталу), а абсолютний його розмір невідомий (вартісно-орієнтоване фінансування), то ризики прогнозування величини економії на податкових платежах збільшуються.

Відноситься до методів бруто.

У разі прогнозування стабільного FCF та стабільних податкових зобов'язань діє наступний алгоритм (однофазна модель), фактична ставка ( $r_D$ ) відсотка на ПК відповідає ринковій ( $R_D$ ).

$$EV_{APV} = \frac{FCF}{R_E^U} + \frac{r_D \cdot D \cdot T}{R_D} - D = \frac{FCF}{R_E^U} - (1 - T)D \quad (1.4)$$

Коефіцієнт  $r_D$  розраховується виходячи з фактичних відсотків на ПК.

Алгоритм розрахунку у разі використання двофазної моделі:

$$EV_{APV} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + R_E^U)^t} + \frac{TV_{FCF}}{(1 + R_E^U)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{T \cdot r_D \cdot D_{t-1}}{(1 + R_D)^t} + \frac{TV_{ts}}{(1 + R_D)^n} - D \quad (1.5)$$

$$TV_{ts} = \frac{T \cdot r_D \cdot D_{n-1}}{R_D} \quad (1.6)$$

На практиці значення процентної ставки за позиками для вирахування економії на податкових платежах (TS) може не співпадати зі ставкою витрат на позичений капітал (значення  $K_{пк}$  у знаменнику та чисельнику).

На відміну від методів FCF та TCF, де ставка дисконтування прирівнюється до WACC, за методу APV грошові потоки дисконтуються з використанням ставки витрат на ВК:  $R_E^U$ , за гіпотетичного припущення, що у підприємства відсутня заборгованість.

Аналогічно до звичайних витрат на ВК, ставка витрат на власний капітал підприємства без боргу розраховується з використанням CAPM.

Відмінність: у моделі CAPM замість фактора  $\beta_L$  (систематичний ризик підприємства, що має заборгованість) використовується  $\beta_U$  (систематичний ризик підприємства, що не має боргів):

$$R_E^U = rf + MRP \cdot \beta_U \quad (1.7)$$

Якщо відсутня інформація щодо ринкового  $\beta_L$  використовується метод розрахунку аналогового чи секторального бета. Приймаються проміжні дані, які отримані у результаті операції unlevering та агрегування відповідних показників.

За використання двофазної моделі оцінки результати оцінок за різними методами будуть відмінними один від одного.

За наявності інформації щодо  $\beta_L$  конкретного підприємства, операція unlevering здійснюється за формулою:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \cdot \frac{D}{E}} \quad (1.8)$$

У формулі трансформації значення ПК відповідає фактичній заборгованості підприємства, за якою сплачуються відсотки. Слід оперувати значенням ринкової вартості ВК, що рекомендується розраховувати за формулою:

$$E_{mv} = \frac{FCF - (1 - T) \cdot R_D \cdot D}{R_E} \quad (1.9)$$

Ідентичність результатів оцінки за методами FCF та APV може бути досягнута лише у разі, якщо враховуються взаємозалежності між витратами на власний капітал підприємства без боргу та витратами на власний капітал підприємства, що має заборгованість.

Взаємозалежність характеризується за допомогою рівняння Міллера-Модільяні (припущення про відсутність ризику банкрутства, трансакційних витрат, індивідуальності щодо структури капіталу):

$$R_E^D = R_E^U + (R_E^U - R_D) \cdot (1 - T) \cdot \frac{D}{E} \quad (1.10)$$

В моделі ММ процентна ставка за позиками відповідає безризиковій.

Відтак, якщо відомо WACC<sub>T</sub> витрати на власний капітал підприємства, що немає заборгованості (використовується за методу APV):

$$R_E^U = \frac{R_{WACC_T}}{1 - T \cdot \frac{D}{D + E}} \quad (1.11)$$

Без урахування гіпотези ММ щодо залежності витрат на власний капітал від заборгованості результати оцінки вартості за методами FCF APV будуть різними.

## РОЗДІЛ 2

### ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПРАТ «ДАРНИЦЯ» З ВИКОРИСТАННЯМ ТРАДИЦІЙНИХ ПІДХОДІВ

#### 2.1 Оцінка фінансового стану та ризиків підприємства

ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» є лідером на ринку фармацевтичних товарів. ПрАТ «Фармацевтична фірма «Дарниця» є провідним гравцем фармацевтичної галузі України, що виробляє різноманітний асортимент готових лікарських форм і фармакологічних груп. Вони спеціалізуються на розробці та виробництві різноманітних лікарських засобів, у тому числі таблеток, капсул, ін'єкцій, розчини, порошки для ін'єкцій, мазі, гелі та креми, які продаються як всередині країни, так і за кордоном. Компанія також розширює виробництво крапель та макролідів. Їхня продукція європейської якості, про що свідчить міжнародний сертифікат GMP, який вони мають з 2003 року.

У 2005 році «Дарниця» почала випускати 215 різних препаратів і мала потужність випускати 500 млн ампул, 4 млрд упаковок таблеток, 30 млн флаконів стерильних антибіотиків і 8,5 млн тубиків м'яких лікарських форм на годину. Вони відповідали понад 25,8% загального виробництва фармацевтичної галузі України та були провідними виробниками лікарських форм. «Дарниця» займала близько 7% українського фармацевтичного ринку та налічувала понад 800 працівників. У вдосконалення технологій і розробку нових продуктів компанія щорічно інвестувала близько 20 мільйонів гривень. Станом на 2023 рік ПрАТ «ФФ Дарниця» випускає близько 280 різних найменувань фармацевтичної продукції.

Фінансовий результат діяльності підприємства характеризує його економічну ефективність. Однією з найважливіших аудиторських процедур є оцінювання прибутковості підприємства, а також правильності обчислення фінансового результату від виробничої діяльності та чистого прибутку з урахуванням всіх податків та зборів..

Програма аналізу фінансово-економічного стану підприємства має включати в себе ряд аналітичних показників, які можна розрахувати на основі звітних форм підприємства чи інших даних.

Таблиця 2.1 - Основні показники платоспроможності ПРАТ «ДАРНИЦЯ», 2020-2022рр.

Назва показника	Формула	2020	2021	2022
Коефіцієнт фінансової незалежності(автономії)	Власний капітал/Валюта балансу	0,60	0,54	0,58
Коефіцієнт фінансування(заборгованості)	Позичковий капітал/власний капітал	0,67	0,86	0,71
Коефіцієнт фінансової стійкості	Власний та довгостроковий капітал /валюта балансу	0,92	0,88	0,85

Ці та інші показники фінансового стану можуть бути використані для аналізу поточного стану підприємства, його становища на ринку, а також для прогнозування динаміки цих показників в майбутньому в цілому чи в залежності від окремих чинників.

У рамках оцінки фінансового стану підприємства розраховуються такі основні економічні показники його діяльності:

- платоспроможність (коефіцієнти миттєвої, поточної та загальної ліквідності);
- фінансова стійкість (коефіцієнти маневреності власних коштів, співвідношення залучених і власних коштів);
- обсяг реалізації;

- склад та динаміка дебіторсько-кредиторської заборгованості (за останній звітний та поточний роки);
- собівартість продукції (у динаміці);
- прибутки та збитки (у динаміці);
- рентабельність (у динаміці);
- інші показники.

Платоспроможність підприємства визначається за такими показниками:

- коефіцієнт миттєвої ліквідності (КЛ1), що характеризує те, як швидко короткострокові зобов'язання можуть бути погашені високоліквідними активами (відношення високоліквідних активів до поточних (короткострокових) зобов'язань).

Оптимальне теоретичне значення показника КЛ1 - не менше ніж 0,2;

- коефіцієнт поточної ліквідності (КЛ2), що характеризує можливість погашення короткострокових зобов'язань у встановлені строки (відношення ліквідних активів до поточних зобов'язань).

Оптимальне теоретичне значення показника КЛ2 - не менше ніж 0,5;

- коефіцієнт загальної ліквідності (КП), що характеризує те, наскільки обсяг короткострокових зобов'язань і розрахунків можна погасити за рахунок усіх ліквідних активів (відношення оборотних активів до поточних зобов'язань)

Оптимальне теоретичне значення показника КП - не менше ніж 2,0.

Фінансова стійкість позичальника визначається за такими показниками:

- коефіцієнт маневреності власних коштів (КМ), що характеризує ступінь мобільності використання власних коштів (відношення власного капіталу до необоротних активів)

Оптимальне теоретичне значення показника КМ - не менше ніж 0,5;

- коефіцієнт незалежності (КН), що характеризує ступінь фінансового ризику (відношення залучених коштів до власного капіталу)

Оптимальне теоретичне значення показника КН - не більше ніж 1,0.

Показники рентабельності відображають глибинний бік роботи підприємств, тому для оцінювання здатності клієнта своєчасно погашати свої платіжні зобов'язання ці показники слід розраховувати у динаміці на низку років. Це спонукає з'ясувати загальні тенденції в ефективності роботи підприємства та їх впливу на рейтинг підприємства та його становище на ринку.

Таблиця 2.2 - Основні показники ліквідності ПРАТ «ДАРНИЦЯ», 2020-2022рр.

Назва показника	Формула	2020	2021	2022
Величина чистих оборотних активів	Оборотні активи-короткострокові зобов'язання	2600951	2786958	2639911
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	Грошові кошти+ПФІ/Короткострокові пасиви	1,58	0,37	0,14
Коефіцієнт швидкої ліквідності	Оборотні активи-запаси/короткострокові зобов'язання	6,64	4,63	3,02
Коефіцієнт поточної ліквідності (покриття)	Оборотні активи/короткострокові зобов'язання	8,24	5,79	4,32

Рентабельність позичальника визначається за такими показниками:

- рентабельність активів (відношення чистого прибутку до активів)
- рентабельність продажу (відношення чистого прибутку до обсягу реалізації продукції (без ПДВ)).

Аналіз грошових потоків позичальника має здійснюватися з урахуванням такого показника:

- співвідношення чистих надходжень на всі рахунки позичальника (у тому числі відкриті в інших банках) до суми основного боргу за кредитною операцією та відсотками за нею з урахуванням строку дії кредитної угоди (для короткострокових кредитів):

Для суб'єктів господарської діяльності, діяльність яких пов'язана з сезонним характером виробництва, середньомісячна сума надходжень визначається за 12 місяців.

Оптимальне теоретичне значення показника К - не менше ніж 1,5.

Таблиця 2.3 - Основні показники рентабельності ПРАТ «ДАРНИЦЯ», 2020-2022рр.

Назва показника	Формула	2020	2021	2022
Коефіцієнт рентабельності продажу за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ)	фінансовий результат від операційної діяльності (ЕВІТ)/Чистий дохід+інші операційні доходи	0,27	0,27	0,30
Коефіцієнт рентабельності продажу за фінансовими результатами (ЕВІТДА)	Фінансовий результат до опадаткування, фінансових витрат та амортизації (ЕВІТДА)/Чистий дохід+інші операційні доходи	0,07	0,01	0,20
Коефіцієнт рентабельності активів (всього капіталу)	Чистий прибуток(збиток)/Середня величина активів підприємства(валюти балансу)	0,09	0,03	0,21
Коефіцієнт рентабельності реалізації 1	прибуток(збиток)від реалізації/Чистий дохід від реалізації	0,68	0,64	0,62
Коефіцієнт рентабельності реалізації 2(операційна рентабельність продажу)	Чистий прибуток(збиток)/Чистий дохід від реалізації	0,09	0,03	0,23
Коефіцієнт рентабельності основної діяльності	Прибуток від реалізації/Собівартість	2,16	1,82	1,63
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	Чистий прибуток(збиток)/середня величина власного капіталу	0,22	0,04	0,28

Отже, динаміка показників є переважно додатною, що свідчить про задовільний фінансовий стан ПрАТ «ФФ «Дарниця».

Таблиця 2.4 - Показники ділової активності ПРАТ «ДАРНИЦЯ», 2020-2022рр.

Назва показника	Формула	2020	2021	2022
Коефіцієнт оборотності активів	Чистий дохід/сер.підсумок балансу	1,22	0,88	0,67
Коефіцієнт оборотності оборотних активів	Чистий дохід/сер.оборотні активи	1,96	1,39	1,06
Коефіцієнт оборотності матеріальних запасів	Собівартість/сер.ви робничі запаси	-2,87	-2,49	-1,61
Коефіцієнт оборотності основних засобів	Чистий дохід/сер.вартість основних засобів	7,96	5,72	4,05
Коефіцієнт рентабельності активів	Чистий прибуток/сер.підсумок балансу	0,11	0,02	0,15
Коефіцієнт оборотності власного капіталу	Чистий дохід/сер.вартість власного капіталу	2,42	1,67	1,24
Коефіцієнт рентабельності продукції	Чистий прибуток/Собівартість	-0,28	-0,08	-0,59
Коефіцієнт обороту дебеторської заборгованості	Чистий дохід/середня ДЗ	3,37	2,44	1,85
Коефіцієнт обороту кредиторської заборгованості	Чистий дохід/середня КЗ	21,21	12,13	8,10
Строк погашення дебеторської заборгованості	Тривалість періоду/Коефіцієнт ДЗ	108,45	149,29	197,58
Строк погашення кредиторської заборгованості	Тривалість періоду/Коефіцієнт КЗ	17,21	30,09	45,09

Також можуть бути враховані суб'єктивні чинники, що характеризуються такими показниками:

- ринкова позиція підприємства та його залежність від циклічних і структурних змін в економіці та галузі промисловості;
- наявність державних замовлень і державна підтримка підприємства;
- ефективність управління підприємства;
- професіоналізм керівництва та його ділова репутація;
- інша інформація.

Згідно статуту ПрАТ ФФ «Дарниця», підприємство є юридичною особою за законодавством України. Підприємство набуває права юридичної особи з дня його державної реєстрації, яка здійснюється в порядку передбаченим законодавством України.

Підприємство має право від свого імені укладати договори, набувати майнові і особисті немайнові права і нести обов'язки пов'язані з його діяльністю, бути позивачем та відповідачем в суді, арбітражному суді і третейському суді. Воно здійснює будь-яку підприємницьку діяльність, яка не суперечить законодавству України і відповідає цілям передбаченим статутом підприємства.

Підприємство має самостійний баланс, розрахункові і будь-які інші, в тому числі валютні, рахунки в установах банків, печатку зі своєю назвою і символікою, кутовий та інші штампи, фірмовий знак.

Підприємство має право створювати філіали, представництва, відділення та інші відособлені підрозділи з правами відкриття поточних і розрахункових рахунків і затверджує положення про них.

Підприємство керується в своїй діяльності законодавством України і цим статутом.

Підприємство створене для здійснення підприємницької діяльності з метою одержання прибутку.

Власник підприємства може прийняти рішення про розширення сфери діяльності підприємства, яка передбачена статутом.

Підприємство здійснює свою діяльність відповідно до діючого законодавства з отриманням необхідних ліцензій.

Прибуток підприємства утворюється з надходжень від господарської діяльності після покриття матеріальних та прирівняних до них витрат і витрат на оплату праці. З балансового прибутку підприємства сплачуються проценти по кредитах банків та по облігаціях, а також вносяться передбачені законодавством України податки та інші платежі до бюджету.

Чистий прибуток, отриманий після вказаних розрахунків, використовується за рішенням власника на його розсуд.

Підприємство відповідає по своїм зобов'язанням усім своїм майном. Збитки підприємства відшкодовуються за рахунок коштів, які є у підприємства. При нестачі цих коштів - за рахунок реалізації майна підприємства.

Підприємство не несе відповідальності за зобов'язаннями власника, а власник - за зобов'язаннями підприємства.

Основним документом підприємства є статут. Основними положеннями статуту приватного підприємства є: загальні положення, мета і предмет діяльності, юридичний статус і правова відповідальність, права й обов'язки підприємства, майно підприємства, зовнішньоекономічна діяльність, господарське, економічне і соціальне керівництво підприємством, облік і звітність, трудовий колектив.

Дане підприємство не має єдиної моделі керування, що пов'язано з постійними змінами її середовища. Вимоги, пропоновані до сучасної системи керування, визначають її як просту і гнучку. Головними критеріями системи керування є забезпечення взаємодії і конкурентоздатності. Ця система

повинна мати наступні основні характеристики: невеликі підрозділи, укомплектовані меншою кількістю, але більш кваліфікованих людей; невелике число рівнів керування; структура, заснована на групах фахівців; характер і якість продукції, графіки і процедури роботи, орієнтовані на споживача.

Структура організації і керування дочірнього підприємства визначається задачами, які ставить засновник. Керівник (директор) здійснює загальне керівництво.

Контроль за роботою фірми здійснюється за допомогою бухгалтерського відділу, куди надходить інформація про наявність і рух коштів та здійснення різних господарських операцій.

До складу органів управління підприємством відносяться директор, завідувач торгівельним відділом, завідувач виробництвом, головний бухгалтер, зав. складом та начальник відділу кадрів.

Відповідно до своїх посадових обов'язків вони мають виконувати такі функції та приймати такі завдання до вирішення:

Таблиця 2.5 - Функції та завдання органів управління ПрАТ ФФ

«Дарниця»

№ п/п	Посада	Функції та завдання
1.	Директор ПрАТ ФФ «Дарниця»	Загальне керівництво процесом функціонування та розвитку системи управління, прийняття управлінських рішень на всіх рівнях. Забезпечення виконання завдань та досягнення цілей, передбачених статутом.
2.	Завідувач виробництвом ПрАТ ФФ «Дарниця»	Забезпечення виробничого процесу Розстановка кадрів для оптимізації діяльності Контроль за дотриманням санітарно-гігієнічних норм та правил техніки безпеки
3.	Головний бухгалтер ПрАТ ФФ «Дарниця»	Контроль за веденням бухгалтерського обліку на підприємстві та своєчасним поданням звітності до державних органів, а також сплати податків та відрахувань у цільові фонди

4.	Завідувач складом ПрАТ ФФ «Дарниця»	Відповідає за правильність приймання, зберігання та відпустку матеріальних цінностей, тари та своєчасне її повернення Відповідає за збереження матеріальних цінностей в відповідності до якості та кількості
5.	Начальник відділу кадрів ПрАТ ФФ «Дарниця»	Відповідає за підбор персоналу, його професійну відповідність Відповідає за правильність оформлення кадрової документації, наказів по прийому та переміщенню персоналу, веде табелювання робочого часу працівників Своєчасно оформлює та подає звітність з праці до державних органів

Відповідно до визначених функцій управлінський персонал веде свою діяльність по управлінню підприємством та утриманням його у працездатному стані.

Основні ризики компанії: ризик неплатоспроможності, кадровий ризик.

Ризик неплатоспроможності - є одним з основних ризиків, з якими стикаються компанії. Він відноситься до можливості, що компанія не зможе виконати свої зобов'язання щодо сплати боргів або виконання фінансових зобов'язань у передбачений термін.

Ризик неплатоспроможності може мати серйозні наслідки для компанії, включаючи втрату довіри з боку кредиторів та інвесторів, погіршення кредитного рейтингу, накладання санкцій, судові позови, втрату активів і навіть припинення діяльності компанії. Це може стати загрозою для стабільності фінансового стану компанії та її подальшого функціонування.

Деякі фактори, які можуть сприяти ризику неплатоспроможності, включають недостатню ліквідність компанії, непродуктивне управління фінансами, великі фінансові зобов'язання, низьку рентабельність, зміни в економічному середовищі, конкуренцію на ринку та непередбачувані події, такі як природні катастрофи або політичні кризи.

Для управління ризиком неплатоспроможності компанії можуть вживати різних заходів, включаючи ретельний фінансовий аналіз та планування, диверсифікацію портфеля активів, підтримку ліквідності, залучення додаткового капіталу, встановлення ефективних систем контролю та управління ризиками, а також укладання страхових угод.

Кадровий ризик може мати різноманітні прояви. До них відносяться:

1. Втрата ключових працівників: Коли компанія втрачає висококваліфікованих або стратегічно важливих співробітників, це може призвести до втрати ноу-хау, зниження продуктивності і зміни внутрішньої динаміки команди.
2. Недостатня кваліфікація та навички: Якщо працівники не мають необхідної кваліфікації, знань та навичок, це може обмежити їхню здатність до виконання робочих обов'язків та розвитку компанії.
3. Ризик недостатньої мотивації: Якщо працівники не мають достатньої мотивації або не відчують визнання за свою роботу, це може призвести до зниження продуктивності, незадоволення працівників та втрати цінних кадрів.
4. Планування кадрів та розвиток: Недостатнє планування кадрів і недостаток систематичного підвищення кваліфікації можуть призвести до недостачі кадрів у ключових позиціях та обмеження можливостей для розвитку працівників.
5. Культура підприємства та конфлікти: Негативна корпоративна культура, внутрішні конфлікти або неправильне управління можуть призвести до зниження морального дусу, спаду продуктивності та втрати талановитих працівників.

## 2.2 Оцінка вартості підприємства за методом дисконтування грошових потоків

Найбільш поширеним методом оцінювання вартості бізнесу за доходним підходом є метод дисконтування грошових потоків (DCF). У рамках застосування методу слід здійснити чотири кроки оцінки:

1. Розрахунок ставки дисконтування
2. Визначення прогностного періоду;
3. Розрахунок та прогнозування FCFF (TCF або FTE) у розрізі окремих періодів;
4. Визначення залишкової вартості (Terminal Value)

Розглянемо прикладні аспекти методи у процесі оцінки ПрАТ «Дарниця».

У якості ставки дисконтування будемо використовувати WACC.

Ціна капіталу (ставка дисконтування) розраховується як середньозважена за формулою:

$$WACC = W_e k_e + W_d k_d \cdot (1 - tax), \quad (2.1)$$

де  $W_e$  - частка власного капіталу в структурі капіталу;

$W_d$  - частка запозиченого капіталу в структурі капіталу;

$k_e$  - вартість власного капіталу в процентах;

$k_d$  - вартість запозиченого капіталу в процентах;

$tax$  - ставка податку на прибуток.

Вартість власного капіталу — це грошовий дохід, який бажають отримати власники простих акцій.

Наведені в звітності та розраховані дані, необхідні для визначення частки кожної зі складових джерел засобів компанії, подаємо у вигляді таблиці.

Таблиця 2.6 - Дані про складові капіталу ПРАТ «ДАРНИЦЯ» за 2022р.

Джерела засобів	Облікова оцінка, тис. грн.	Середня вартість, к (%)
Прості акції	179 528	16,93
Довготерміновий кредит	1 458 866	24
РАЗОМ	1638394	

Як бачимо, найбільш вартісним є довготерміновий кредит з відсотковою ставкою 24% річних. Ринкова дохідність власних акцій складає 16,93%.

Необхідна ставка доходу за простими акціями розраховується за формулою:

$$R_i = R_o + \beta_i \times (R_m - R_o),$$

де  $R_i$  — очікувана дохідність акцій  $i$ -го емітента;

$R_o$  — дохідність безризикових цінних паперів;

$R_m$  — середня дохідність ринку цінних паперів;

$\beta_i$  — бета-коефіцієнт як міра систематичного ризику.

$$R_i = 16,93\%$$

Пам'ятаючи, що до структури капіталу компанії при розрахунку WACC не включається короткотерміновий борг, визначимо загальну суму капіталу компанії:

а)  $179\,528 + 1\,458\,866 = 1\,638\,394$  (тис. грн.);

б) частка ( $w$ ) кожної зі складових джерел засобів компанії становить у загальній сумі:

Таблиця 2.7 – Структура капіталу ПРАТ «ДАРНИЦЯ» за 2022р

Джерела засобів	Облікова оцінка, тис. грн.	Частка у загальній сумі, $w$ (%)
Прості акції	179 528	10,96
Довготерміновий кредит	1 458 866	89,04
РАЗОМ	1638394	100

В структурі капіталу значну частку займають позикові кошти (89,04%), власний капітал складає 10,96% від загальної суми.

Ураховуючи той факт, що вартість запозиченого капіталу після сплати податків стає нижча за вартість до сплати податків, розраховуємо WACC компанії:

$$WACC = 10,96\% * 16,93\% + 89,04\% * (1 - 0,18) * 24\% = 19,38\%.$$

Тоді вартість бізнесу складе:

$$PV = CF / (1 + WACC) = 5247192 / 19,38\% = 4395370 \text{ тис. грн.}$$

Таблиця 2.8 - Розрахунок вартості підприємства DCF

Розрахунок за методом DCF	Період						
	Факт	план 1	план 2	план 3	план 4	план 5	5+
Показник							
Фінансові витрати (нараховані проценти)	-303732	2500	3000	3100	3250	3300	3500
ЕВІТ	397163	417021	437872	459766	482754	506892	532236
Податок на прибуток без урахування TS	227966	239364	251333	263899	277094	290949	305496
NOPLAT	169197	177657	186540	195867	205660	215943	226740
Амортизація	199010	199010	199010	199010	199010	199010	199010
Збільшення (зменшення) забезпечень	-67448	-70820	-74361	-78079	-81983	-86083	-90387
Cash-flow, після оподаткування та перед сплатою процентів та змінами у WC	300759	305846	311188	316797	322687	328870	335363
(-) збільшення; (+) зменшення оборотних активів	66591	69921	73417	77087	80942	84989	89238
(-) зменшення; (+) збільшення поточних зобов'язань	-213638	-224320	-235536	-247313	-259678	-272662	-286295
(-) зменшення; (+) збільшення робочого капіталу	-147047	-154399	-162119	-170225	-178737	-187673	-197057
Cash-flow операційний	153712	151447	149069	146572	143950	141197	138306
Cash-flow інвестиційний	-424 561,00						
FCF	-270849	151447	149069	146572	143950	141197	138306
Ставка дисконтування (WACCs), в %		19,38	21,32	23,45	25,79	27,99	30,23
Дисконтування для залишкової вартості							1955954
Залишкова вартість підприємства		654599	475364	332680	223398	147289	122623
Дисконтний множник		0,8377	0,6794	0,5315	0,3994	0,2912	0,2050
Теперішня вартість FCF та залишкової вартості		126861	101348	78013	57614	41226	433524
Брутто-вартість підприємства (Entity)	838587						
Скоригований позичковий капітал (на дату оцінки)	503152						
Вартість підприємства за методом DCF (Equity)	335435						

Показники CF були розраховані прямим методом. Залишкова вартість підприємства складає Terminal Value = 654599 тис. грн. Вартість підприємства за методом DCF складає 335435 тис. грн.

Як бачимо, вартість компанії ПрАТ «ФФ «Дарниця» має тенденцію до зростання.

На тенденції зростання вартості впливають наступні чинники:

1. Прогноз майбутніх грошових потоків - чим більші грошові потоки тим більша вартість підприємства
2. Дисконтна ставка. Нижча дисконтна ставка сприяє збільшенню вартості компанії, оскільки вона зменшує теперішню вартість майбутніх грошових потоків.
3. Тривалість прогнозного періоду: Вибір тривалості прогнозного періоду має великий вплив на вартість підприємства за методом DCF
4. Зростання після прогнозного періоду: Зростання вартості компанії також залежить від припущення щодо зростання після закінчення прогнозного періоду. Якщо припускається значне зростання грошових потоків після прогнозного періоду, це може позитивно вплинути на вартість підприємства.

### **2.3 Оцінка вартості підприємства за ринковим підходом**

Ринковий підхід передбачає обчислення вартості бізнесу на основі його порівняння з іншими діловими партнерами. Тут головне – забезпечити прийнятну базу для порівняння та подібних бізнесів. Подібні види діяльності повинні здійснюватися в тій самій галузі, що й предмет оцінки, або в галузях, чутливих до тих самих економічних факторів [1]. Для з'ясування цієї проблеми необхідно провести кількісний і якісний порівняльний аналіз подібностей і

відмінностей між подібними підприємствами та об'єктами оцінки. У рамках ринкового підходу найбільш поширеними вважаються такі методи:

- порівняння мультиплікаторів (це коефіцієнти, які впливають на збільшення чи зменшення вартості бізнесу);
- порівняння продажів (транзакцій).

Під час використання цього методу основними джерелами даних є фондові біржі та позабіржові торгові системи, які сприяють обміну правами власності на подібні підприємства. Крім того, використовуються дані фінансової звітності порівнюваних підприємств, а також інформація про минулі транзакції, пов'язані з корпоративними правами для оцінюваного бізнесу. Ці джерела інформації є невід'ємною частиною застосування цього підходу та дають цінну інформацію про вартість відповідного бізнесу.

Ефективним способом оцінки вартості компанії є використання ефективного ринку капіталу, який зазвичай має доступ до інформації, якої окремі учасники ринку можуть не мати. Це особливо вірно в країнах із процвітаючою ринковою економікою, де ринковий курс корпоративних прав, відображений на фондовій біржі, часто використовується для порівняльного аналізу під час оцінки вартості підприємств із застосуванням ринкового підходу.

Метод порівняння мультиплікаторів дозволяє оцінити вартість компанії на основі порівняння значень окремих показників для схожих компаній. Цей метод базується на теорії, що індивідуальні мультиплікатори, розраховані для подібних компаній, є рівними. Алгоритм розрахунку ринкової вартості компанії за цим методом:

$$ВПм = По \times М, \quad (2.2)$$

де ВПм – вартість підприємства, розрахована на основі зіставлення мультиплікаторів;

По – значення показника, що порівнюється (чиста виручка, прибуток, СФ тощо), на оцінюваному підприємстві;

М – мультиплікатор (розраховується з використанням даних підприємства-аналога).

Метод кластерного аналізу є одним з методів порівняльного підходу оцінювання майна.

Порівняльний підхід ґрунтується на врахуванні принципів заміщення та попиту і пропонування. Порівняльний підхід передбачає аналіз цін продажу та пропонування подібних об'єктів нерухомості з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння та об'єктом оцінки. Кластерний метод використовується у випадках, коли інші порівняльні характеристики не можуть в повній мірі описати об'єкт нерухомості. Кластерний метод дозволяє порівнювати об'єкти за рядом параметрів, які не мають прямої кореляції з оціночною вартістю.

Для визначення ринкової вартості об'єкта оцінки у матеріальній формі із застосуванням порівняльного підходу інформація про об'єкти нерухомості повинна відповідати таким критеріям:

- умови угод купівлі-продажу або умови пропонування щодо укладення таких угод не відрізняються від умов, які відповідають вимогам, що висувуються для визначення ринкової вартості;
- умови на ринку подібних об'єктів, що визначали формування цін продажу або пропонування, на дату оцінки істотно не змінилися або зміни, які відбулися, можуть бути враховані.

Основними елементами порівняння є характеристики подібних об'єктів за місцем розташування, фізичними та функціональними ознаками, цільовим призначенням, умовами продажу тощо. Коригування вартості подібного майна здійснюється шляхом додавання або вирахування грошової суми із застосуванням коефіцієнта (відсотка) до ціни продажу (пропонування) зазначеного майна або шляхом їх комбінування.

При використанні порівняльного методу для оцінки об'єктів нерухомості використовують наступну схему:

1. Вивчають ринок об'єктів і вибирають об'єкти, які найбільш підходять для порівняння з оцінюваним об'єктом.

2. Збирають і перевіряють інформацію про кожен відібраний об'єкт, ціну продажу і пропозиції, дату купівлі – продажу, фізичні характеристики місцеположення та інші особливі умови.

3. Аналізують і порівнюють кожний об'єкт з оцінюваним за часом продажу, розташуванням, фізичними характеристиками і умовами продажу.

4. Корегують ціну продажу по кожному порівняльному об'єкту відповідно до різниці між даним і оцінюваним об'єктом.

5. Погоджують скориговані ціни порівняльних об'єктів і визначають ціну оцінюваного об'єкта.

Метод кластерного аналізу дозволяє поділити за визначеними критеріями сукупність підприємств, що вивчається, на групи, які називаються кластерами. В даній методиці обираються елементарні кластери, а потім відбувається їх об'єднання в один сполучений (підсумковий) кластер.

Для формування рейтингу фінансового стану підприємства методом кластерного аналізу рекомендується використовувати наступні показники: коефіцієнт автономії, коефіцієнт поточної ліквідності, коефіцієнт забезпечення власними оборотними коштами, коефіцієнт оборотності, коефіцієнт рентабельності виробництва. Якщо підприємство посідає за критерієм максимізації відповідного показника перше місце в кластері, то йому надається 1 бал, друге місце – 2 бали і т. д. Підсумковий кластер являє собою рейтингову оцінку фінансового стану підприємства.

Таким чином, стабільно високі значення показників кластерного аналізу визначають високий рейтинг підприємства.

Проведемо кластерний аналіз, взявши 12 підприємств, які мають схожі з досліджуваним характеристики за фінансовим станом, власним капіталом та обсягом основних засобів. Для цього складемо табл. 2.9.

Таблиця 2.9. - Дані для кластерного аналізу

№	Підприємство	Коефіцієнт автономії	Коефіцієнт поточної ліквідності	Коефіцієнт рентабельності активів	ВП/ЧВ	ВП/ЕВІТДА	ВП/ЕВІТ	ВП/NOPLAT	ВМ/Cash Flow
1	ПрАТ ФФ «Дарниця»	0,58	4,32	0,09	1,38	1,29	1,2	1,12	1,03
2	ТОВ «Діана»	0,61	0,41	0,18	1,46	1,35	1,24	1,14	1,05
3	ТОВ «Карбон»	0,7	2,28	0,29	1,68	1,55	1,42	1,31	1,20
4	ТОВ «Лінія-Т»	0,9	0,54	0,14	2,16	1,99	1,83	1,68	1,55
5	ПАТ «Сузір'я»	0,3	0,47	0,16	1,72	1,58	1,46	1,34	1,23
6	ТОВ «Титан»	0,45	1,03	0,21	1,58	1,45	1,34	1,23	1,13
7	ПАТ «Фотос»	0,3	0,62	0,33	1,72	1,58	1,46	1,34	1,23
8	ПАТ «Харків-1»	0,81	1,15	0,25	1,94	1,79	1,65	1,51	1,39
9	ТОВ «Чернівецьке»	0,55	0,65	0,19	1,32	1,21	1,12	1,03	1,01
10	ТОВ «Шанськ»	0,78	0,83	0,38	1,87	1,72	1,58	1,46	1,34
11	ТОВ «Ювілейний»	0,78	1,4	0,48	1,87	1,72	1,58	1,46	1,34
12	ТОВ «Південпром»	0,7	0,64	0,15	1,68	1,55	1,42	1,31	1,20
13	ПАТ «Ярмак»	0,66	1,05	0,28	1,58	1,46	1,34	1,23	1,13

Групування 13-ти підприємств проведено за 8 показниками за допомогою програми STATISTICA.

Для класифікації підприємств за допомогою кластерного аналізу був запропонований метод k-середніх з використанням евклідової метрики.

За результатами кластерного аналізу були отримані три групи (табл. 2.6):

- до першого кластера (№ 2) увійшли підприємства, що мають високий рівень значення мультиплікаторів;
- другий кластер (№ 1) утворили підприємства із середнім значенням показників;
- третій кластер (№ 3) – це підприємства з низькими показниками фінансового стану.

Таблиця 2.10 - Результати кластерного аналізу

№ кластера	Кількість підприємств	Назва підприємств	Значення кластера
1	4	ТОВ «Карбон», ПрАТ ФФ «Дарниця», ТОВ «Ювілейний», ПАТ «Харків-1»	Підприємства з високим рівнем стабільності
2	4	ПАТ «Ярмак», ТОВ «Шанськ», ТОВ «Титан», ТОВ «Лінія-К»	Підприємства з середнім рівнем стабільності
3	5	ТОВ «Південпром», ТОВ «Чернівецьке», ПАТ «Фотос», ТОВ «Діана», ПАТ «Сузір'я»	Підприємства з низьким рівнем стабільності

Якщо порівняти показники даних підприємств, можна побачити, що і середній рівень порівнюваних показників у даних підприємств відповідає кластеру. Середнє значення кожного показника для першого кластеру більше 0,7, для другого – більше 0,5 і для третього кластеру – нижче 0,5. Тобто кластеризацію проведено вірно.

Тепер серед обраного кластеру можна проводити оцінку підприємства порівняльним методом.

Таблиця 2.11 - Оцінка бізнесу за порівняльним підходом

Найменування	Підприємство, що оцінюється	Аналоги		
		1	2	3
Назва підприємства	ФФ «Дарниця»	«Карбон»	«Ювілейний»	«Харків-1»
Власний капітал, тис. грн.	179528	27000	32000	31750
Ціна продажу, тис.грн.		1254657	2280164	1786115
Одиниця порівняння	1 грн. власного капіталу	1 грн. власного капіталу	1 грн. власного капіталу	1 грн. власного капіталу
Розрахункова ціна одиниці порівняння, грн.		46,47	71,26	56,26
Середнє значення	58,00			
Вартість підприємства	10412624			

Таким чином, оціночна вартість підприємства за порівняльним методом з використанням кластерного аналізу складе 10412624 тис. грн.

Оцінювання бізнесу за порівняльним підходом і методом дисконтованих грошових потоків (DCF) дає різні значення з різних причин:

1.Різні джерела інформації: Порівняльний підхід використовує дані про продаж аналогічних компаній на ринку. Якщо доступні дані не є точними або актуальними, це може вплинути на результати оцінки. У методі DCF використовуються прогнози майбутніх грошових потоків, і якщо прогнози неправильні або недостовірні, це також може призвести до різниці в оцінках.

2.Різні припущення: Кожен метод використовує різні припущення. При порівняльному підході, враховуються фактори, такі як розмір компанії, прибутковість, ризик та інші, для порівняння з аналогічними компаніями. У методі DCF враховуються прогнози майбутніх грошових потоків, а також відповідний дисконтний ставка. Різні припущення, такі як обрана дисконтна ставка, можуть призводити до різниці в оцінках.

3.Різна концепція: Порівняльний підхід базується на порівнянні компанії з іншими аналогічними компаніями на ринку. Це може не враховувати унікальні характеристики та переваги конкретної компанії. Метод DCF зосереджується на прогнозуванні майбутніх грошових потоків конкретної компанії і їх дисконтуванні. Врахування конкретних факторів та унікальних особливостей компанії може призвести до різних оцінок.

Узагальнено кажучи, різниця в оцінках може бути викликана різними джерелами інформації, припущеннями та концепціями, що використовуються в кожному методі оцінки.

## РОЗДІЛ 3

### ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПРАТ «ДАРНИЦЯ» З ВИКОРИСТАННЯМ АЛЬТЕРНАТИВНИХ (ІННОВАЦІЙНИХ) МЕТОДІВ

#### 3.1 Оцінка вартості підприємства на базі EVA

Метод оцінки і управління вартістю EVA (Economic Value Added) базується на концепції залишкового доходу, запропонованій Альфредом Маршаллом, яка через актуалізацію з боку інвесторів питань, пов'язаних з максимізацією доходу для акціонерів, набула широкого поширення. Розробником концепції є Стерн Стюарт, активним впровадженням і реалізацією концепції займається Stern Stewart & Co.

Для повної оцінки ефективності діяльності організації і для відповіді на два головні питання власника - скільки реально коштує його капітал, і який він приносить дохід загальноприйнятих показників не вистачає.

Бухгалтерський прибуток і засновані на ній показники діяльності фірми мають ще ряд істотних недоліків. Такі показники не можуть використовуватися для постановки цілей діяльності фірми. Показник «Чистий прибуток» для власника носить більше віртуальний, чим реальний характер. Наявність прибутку - це ще не гарантія наявності засобів на розрахункових рахунках, і зазвичай навіть прибуткові організації мають брак грошових коштів.

Концепція EVA пропонує враховувати такі ресурси («еквіваленти власного капіталу») у складі капіталу організації, і це передбачається робити за допомогою спеціальних коректувань капіталу організації. Використання «еквівалентів власного капіталу» дозволяє показнику EVA враховувати повну вартість організації.

Суть концепції EVA виявляється в тому, що вартість бізнесу дорівнює сумі доданої вартості та балансової вартості чистих активів підприємства:

$$B = ЧВ + EVA, \quad (3.1)$$

де  $B$  – вартість підприємства;  $ЧВ$  – чиста вартість активів.

Для розрахунку економічної доданої вартості (EVA) бухгалтерський показник «Чистий прибуток» має бути скоригований на величину так званих еквівалентів власного капіталу і поправки до бухгалтерських показників з точки зору їх ринкової оцінки:

$$EVA = ЧП - (A - NP) \times WACC, \quad (3.2)$$

де  $ЧП$  – чистий прибуток;  $A$  – активи;  $NP$  – безвідсоткові поточні зобов'язання;  $WACC$  – середньозважена вартість капіталу.

$WACC$  розраховується за наступною формулою:

$$WACC = E/V \times Re + D/V \times Rd, \quad (3.3)$$

де  $E$  – власний капітал;  $V$  – сукупний капітал;  $Re$  – норма прибутковості;  $Rd$  – ринкова норма прибутковості;  $D$  – позиковий капітал.

Оцінка вартості на базі EVA майже аналогічна оцінці за методом дисконтування грошових потоків, за винятком того, що грошовий потік враховується не як чистий дохід від реалізації продукції, а як чистий прибуток.

Тоді вартість бізнесу складе:

$$PV = CF / (1 + WACC) = 472929 / (1 + 19,38\%) = 396154 \text{ тис. грн.}$$

Прогноз на майбутні періоди:

Таблиця 3.1 - Прогнозне значення вартості бізнесу

Прогнозний розрахунок	t=0	t=1	t=2	t=3	t=3+
WACC	19,38	21,32	23,45	25,79	28,37
CF	472929	529680	593242	664431	744163
PV	396154	436605	480553	528187	579682

На дату оцінки вартість підприємства складає 396154 тис. грн., що дещо більше від отриманого за методом DCF результату, оскільки у якості грошового потоку береться чистий прибуток без вирахувань інших факторів.

DCF (дисконтовані грошові потоки) і EVA (економічна додана вартість) – це два різні підходи до оцінки фінансової продуктивності компанії, і їх результати можуть розходитися з різних причин:

Різниця в концепції: DCF оцінює вартість компанії на основі поточної і майбутньої грошових потоків, дисконтуючи їх до часу оцінки. За своєю суттю, DCF фокусується на вартості компанії з точки зору капіталовкладень та очікуваної дохідності. З іншого боку, EVA оцінює економічну ефективність компанії, порівнюючи витрати на капітал з отриманою прибутковістю. EVA орієнтується на те, як компанія забезпечує прибутковість капіталовкладень та генерує прибуток понад капітальний витрати. Тому різні концепції можуть приводити до різних результатів.

Різниця в підходах до обчислення: DCF використовує дисконтні ставки для обчислення сучасної вартості грошових потоків, а також прогнози майбутніх грошових потоків. EVA, з іншого боку, використовує величину власного капіталу, витрати на капітал та дохідність для розрахунку показника економічної доданої вартості. Різні підходи до обчислення можуть призводити до розбіжностей в результатах.

Різні припущення та оцінки ризику: DCF і EVA можуть використовувати різні припущення та оцінки ризику при розрахунках. Наприклад, при обчисленні дисконтованих грошових потоків можуть бути використані різні дисконтні ставки.

Отже, при збереженні поточної динаміки капіталу вартість підприємства буде зростати.

### 3.2 Використання методу APV оцінки вартості бізнесу

Фондовий ринок є невід'ємною складовою фінансової системи будь-якої країни. Фондовий ринок – це складний механізм, який допомагає емітентам акумулювати фінансові ресурси інвесторів, а інвесторам – примножувати свій капітал через вкладання коштів у цінні папери. Предметною основою фондового ринку є цінні папери, що перебувають на ньому в обігу. Серед чинників, що визначають можливість включення акцій певного підприємства до портфелю інвестицій, можна зазначити інвестиційну привабливість окремого підприємства, інвестиційний клімат в цілому та ряд інших чинників.

Як показав проведений аналіз, серед сукупності класифікаційних ознак, які виділяють економісти для систематизації чинників, що впливають на інвестиційний клімат, доцільно назвати чотири класифікаційні ознаки: за походженням (внутрішні, зовнішні); за змістом (економічні, правові, соціальні, політичні); за рівнем дії (чинники, які діють на рівні держави, регіону, галузі, підприємства, а також окремого виду діяльності); за характером (причинні, наслідкові). Наведена класифікація включає усі без винятку види чинників, які впливають на інвестиційний клімат, а виділені класифікаційні ознаки всебічно розкривають зміст цього поняття.

Характеризуючи кожну групу чинників, варто зауважити, що їх склад залежить від того, на якому рівні розглядається інвестиційна привабливість: державному, регіональному, місцевому, галузевому, на рівні підприємства чи окремого виду діяльності. Проте, незважаючи на рівень аналізу і не розглядаючи конкретних чинників, кожну з груп, яка належить до одної з класифікаційних ознак, можна охарактеризувати наступним чином:

- економічні (ця група чинників аналізується першою, для виявлення можливостей реалізації економічних інтересів інвесторами. Як правило, аналіз

економічних чинників відбувається шляхом виявлення порівняльних переваг: у обсязі та структурі витрат; у розмірі отриманого прибутку на одиницю інвестицій у створення або придбаних активів. Важливими аспектами аналізу економічних чинників є наявність та доступність природних і трудових ресурсів. Ресурси аналізуються також на предмет їх запасу та вартості. Крім того, трудові ресурси оцінюються на предмет їх демографічної концентрації, вікової структури, рівня освіти працівників. Одним з важливих аспектів, який оцінюють у процесі аналізу інвестиційного клімату, є рівень розвитку інфраструктури ринку. Інфраструктура досліджується на предмет її здатності безперервно, стабільно реалізовувати постачальницькі, виробничі, збутові, фінансові та інші операції);

- правові (у тому випадку, якщо аналіз економічних чинників показав, що є передумови для реалізації інвестором власних інтересів, то доцільно здійснити оцінку правового середовища для того, щоб ознайомитись із тим, які права та обов'язки мають інвестори, учасники інвестиційної діяльності, реципієнти. Здебільшого на цьому етапі аналізують процедури реєстрації інвестицій, приватизації об'єктів, рівень оподаткування прибутків та можливість їх використання, зокрема переказу за кордон. Крім того, важливим об'єктом аналізу є законодавчі обмеження у сфері користування кредитними ресурсами, конвертації і переказу валюти, імпорту та експорту товарів та послуг тощо. Фактично завданням аналітика на цьому етапі є дати відповідь на питання – чи дозволяє рівень розвитку правової бази реалізувати економічні інтереси інвестора);

- соціальні (ухвалення рішення про здійснення інвестицій потребує також аналізу соціальних чинників для можливості прогнозування умов, у яких реалізовуватимуться інвестиції. Позитивна оцінка соціального середовища є передумовою для реалізації довгострокових інвестиційних проектів. У свою чергу, соціальна нестабільність зумовлює ризиковість інвестицій, що знижує привабливість їх реалізації);

· політичні (необхідність аналізу політичного устрою, традицій і кон'юнктури є прямо пов'язаною із результатами аналізу попередніх груп чинників. Їх дослідження здійснюється з метою виявлення можливостей покращання інвестиційного клімату.

Наявні і потенційні інвестори здійснюють пошук механізмів впливу на законодавство з метою полегшення доступу до різного роду ресурсів, зниження оподаткування, зняття різноманітних обмежень у валютно-фінансовій і торговельній сферах).

Вищенаведені групи чинників систематизовані за їх змістом. Сукупність чинників, які належать до вказаних груп, поділяються на причинні (до них належать загальні умови економічного, правового, соціального і політичного характеру, які історично склались у певній країні, регіоні, у певній галузі тощо і визначають доцільність і можливість реалізації інвестицій), наслідкові (до цієї групи належать чинники, які випливають із загальних економічних, правових, соціальних і політичних умов. Ними можуть бути конкретні явища і процеси, наприклад, високий рівень корупції, ріст або падіння безробіття тощо); внутрішні (сюди належить сукупність чинників, джерелом виникнення яких є конкретний об'єкт. Наприклад, якщо об'єктом є підприємство, то внутрішніми чинниками, які впливають на його інвестиційну привабливість, є фінансово-економічний стан підприємства, його організаційна структура тощо), зовнішні (до цієї групи належать чинники, на які конкретний об'єкт не має прямого впливу).

Так, для підприємства зовнішніми чинниками, які впливають на його інвестиційну привабливість, є загальногалузеві тенденції, рівень розвитку інвестиційної інфраструктури регіону, у якому розташоване підприємство тощо); чинники, які діють на рівні держави (рівень інфляції, безробіття, відсоткових ставок на кредити та депозити тощо), регіону (густота населення, спеціалізація регіону, рівень розвитку транспортної, інформаційної та інших інфраструктур тощо), галузі (рівень конкуренції, частка продукції, ціни на яку

регламентуються державою, рівень капіталомісткості виробництва продукції, обмеження на імпорт та експорт конкретної продукції тощо), підприємства (величина та структура активів і пасивів, рівень розвитку системи внутрішнього контролю на підприємстві, рівень диверсифікації, продукції та видів діяльності підприємства тощо), а також окремого виду діяльності (рівень правового забезпечення, оподаткування, конкуренції тощо).

Дослідження показало, що інвестиційний клімат – це сукупність умов реалізації інвестицій, які історично склались у певній країні. Ці умови формуються під впливом економічних, правових, соціальних і політичних чинників, які діють на національному, регіональному, місцевому і галузевому рівні, а також на рівні окремого підприємства.

Оцінка інвестиційного клімату на рівні підприємства має певні особливості, які слід розглянути окремо. Аналіз інвестиційного клімату окремо взятого підприємства здійснюється шляхом дослідження таких об'єктів як: фінансова стійкість підприємства, організаційної структури управління підприємством, система внутрішнього контролю; кадровий потенціал підприємства; використовуване обладнання, рівень диверсифікації продукції і видів діяльності підприємства.

Огляд і аналіз низки літературних джерел показав, що не існує чітко визначеного набору показників для оцінки фінансової стійкості підприємства. Проте загальновідомо, що фінансовий стан підприємства оцінюють шляхом аналізу абсолютних і відносних показників. Абсолютні показники аналізують за даними розділів фінансової звітності, тобто увага приділяється активам, ресурсам підприємства і структурі доходів і витрат. Щодо відносних показників, то аналітиків цікавлять значення співвідношень між складовими фінансової звітності. Найважливішими групами відносних показників є: платоспроможність і ліквідність; оборотність; прибутковість.

Характерною властивістю фінансових ринків, зокрема фондового, є їх нестаціонарність. Статистичні параметри цінової динаміки змінюються з

часом, що призводить до втрати актуальності встановлених закономірностей та побудованих на їх основі торговельних систем. Найкращим рішенням проблеми нестационарності може бути включення її у імовірнісну модель функціонування ринку. Однією з важливих характеристик фінансового інструменту є його волатильність, яка, як відомо, також змінюється з часом. Дослідження волатильності зробило важливий внесок у розуміння сучасних фінансових ринків та економічних тенденцій.

Звичайно, аналіз волатильності акцій є лише прикладом, сфера дослідження волатильності може бути розширена через застосування даних щодо основних показників будь-якого ринку. Однак, вже звідси можна зробити корисні висновки для прогнозування коливань. Волатильність є головною загрозою розвитку світу сьогодні, адже вона спричиняє непотрібні коливання на ринках капіталів.

На сьогоднішній день існує велика кількість методів моделювання оцінок волатильності фінансових ринків. Серед них виділяють моделі, що враховують різні прояви нестационарності фінансових часових рядів як по середньому значенню, так і по дисперсії. До їх числа відносяться модель авторегресії та інтегрованого ковзаючого середнього (autoregressive integrated moving average model - ARIMA model) і моделі умовної гетероскедастичності, наприклад, модель авторегресійної умовної гетероскедастичності (autoregressive conditional heteroskedastic model - ARCH model).

Метод скоригованої сучасної вартості (Adjusted Present Value — APV) застосовується для оцінювання закордонних інвестиційних проектів з погляду інтересів компанії — експортера капіталу, причому він дає змогу одночасно врахувати ризик, структуру капіталу проекту та оподаткування з тими характерними особливостями, які не виявляються під час національного інвестування. Особливостями в оцінюванні закордонних інвестиційних проектів в основному є такі:

Ризик країни (уряд країни, що бере інвестиції, може здійснити відповідні зміни податкового законодавства, ввести обмеження на переказ доходів від проекту за кордон або взагалі конфіскувати активи без компенсації).

Проблема правильного оцінювання систематичного ризику та очікуваної норми прибутку проекту вже в міжнародному контексті.

Унаслідок відмінності між загальним грошовим потоком проекту і тим потоком, що буде переказаний за кордон до компанії — експортера капіталу, постає, зокрема, проблема правильного визначення того, який із цих потоків необхідно оцінювати насамперед.

Застосування методу скоригованої сучасної вартості передбачає спочатку визначення чистого приведеного до теперішньої вартості доходу від реалізації проекту (за схемою власного капіталу), при цьому коефіцієнт дисконтування одержуємо за допомогою моделі CAPM, де за  $r$ -коефіцієнт береться значення ризику активів з урахуванням податків і структури капіталу проекту ( $r$ -активи).

Для нашої компанії  $r = 26,23\%$ . Тоді вартість бізнесу складе:

$$PV = CF/(1+r) = 5247192/(1+26,23\%) = 4156850 \text{ тис. грн.}$$

Таблиця 3.2 - Прогнозне значення вартості бізнесу за методом APV

Прогнозний розрахунок	t=0	t=1	t=2	t=3	t=3+
r	26,23	27,54	28,92	30,36	31,88
CF	52471 92	587685 5	658207 8	737192 7	82565 58
PV	41568 50	460779 8	510560 8	565485 8	62605 30

Таким чином, оцінивши вартість бізнесу за 4 різними методами, ми отримали коливання вартості від 335435 тис. грн. методом DCF до 10412624 тис. грн. Отже, в залежності від мети оцінювання компанія може скористатись будь-яким з зазначених методів.

### 3.3. Напрямки збільшення вартості бізнесу

При проведенні комплексного аналізу фінансової звітності підприємств з різними формами власності та різними формами господарювання необхідно відповідати відповідним вимогам, зокрема:

1. Методологічна основа комплексного аналізу повинна базуватися на методах, які дозволять оцінити фінансовий стан суб'єкта господарювання за обмежений час, не тільки виявити проблемні елементи, а й зробити достовірні висновки про фінансовий стан суб'єкта в цілому. .

2. При практичному виконанні комплексного аналізу необхідно використовувати такий ефективний метод організації аналізу фінансової звітності, як порівняльний аналіз. Це внутрішньоекономічний аналіз консолідованої фінансової звітності для окремих видів діяльності підприємства та його дочірніх компаній або міжекономічний аналіз діяльності компанії порівняно з відповідними конкурентними, галузевими чи середніми показниками.

3. Для проведення комплексного аналізу необхідно забезпечити створення групи показників, які б у сукупності відповідали вимогам комплексного опису сучасного стану підприємств та перспектив його подальшого розвитку. Слід пам'ятати, що використання надмірних обсягів фінансових показників може призвести до втрати часу на аналітичне та математичне забезпечення дослідження функціонально взаємозалежних показників, що, у свою чергу, значно знизить ефективність комплексного аналізу, що є важливою ознакою його ефективності. Виконання поставленої мети з конкретними показниками буде залежати від завдань, які клієнти поставляють для аналізу в кожному конкретному випадку. Серед таких вимог до потенційних показників можна виділити невеликий набір критичних значень.

4. Ефективність комплексного аналізу значною мірою залежить від можливості побудови відповідної системи однозначної інтерпретації результатів математико-аналітичної обробки конкретної групи цілей, запобігання та уникнення неоднозначності висновків, суперечностей у поглядах окремих експертів для виявлення ситуації, предмета дослідження.

У сучасній практиці комплексного фінансового аналізу поширеним способом досягнення вищезазначеної мети є розробка системи рейтингових показників, згідно з якими кожній цілі відповідає чітко визначений ранг, а сума рангів, отриманих підприємством на основа аналізу є основою для однозначної характеристики її фінансово-економічного становища, розвитку тенденцій її змін і перспектив подальшого функціонування. Таким чином, окрема оцінка окремих аспектів фінансово-господарської діяльності підприємства на основі математичного моделювання органічно складається в інтегральну оцінку фінансового стану підприємства.

Для побудови інтегральної оцінки фінансового стану доцільно використовувати дві системи ієрархії показників: загальну та з непрямыми комплексними оцінками окремих функціональних складових фінансового стану підприємства (рис. 3.1).

Найважливішим кроком у створенні комплексної (комплексної) оцінки діяльності підприємства для прийняття управлінських рішень є створення системи аналітичних показників, які мають забезпечувати об'єктивність, змістовність, глибину та адекватність інформації, що характеризує досліджувані явища та соціально-економічні процеси.

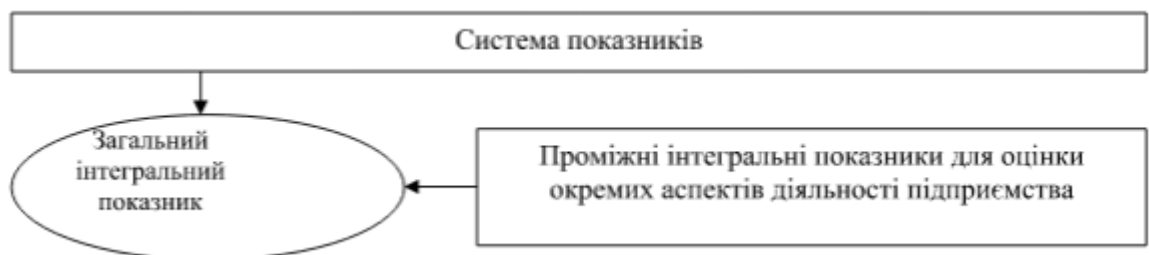


Рис. 3.1 - Схема ієрархії системи показників для визначення інтегральної оцінки фінансового стану підприємств

Підприємство може покращити EVA двома основними способами: збільшити дохід або знизити капітальні витрати. Дохід може бути збільшений шляхом збільшення цін чи продажу додаткових товарів і послуг [19].

Капітальні витрати можна мінімізувати декількома способами, в тому числі шляхом збільшення ефекту масштабу. Фірма також може компенсувати капітальні затрати, обираючи інвестиції, корті заробляють більше, ніж витрати на пов'язаний капітал.

У формулі EVA виручка фірми виражається рівній чистого операційного прибутку після оподаткування (NOPAT). Капітальні витрати традиційно оцінюються з використанням середньозваженої вартості капіталу (WACC або  $\$ WACC$ ). EVA, також відома як економічний прибуток, є результатом вирахування всіх чистих витрат на капітал з NOPAT [42]. Це один з найпопулярніших показників прибутковості, використовуваних компаніями й фундаментальними аналітиками.

Якщо компанія хоче поліпшити свій EVA, додавши до своїх доходів, вона повинна забезпечити, щоб граничний дохід був більше, ніж супутні граничні витрати, включаючи податки [43]. Це має сенс - ви б не витратили 150 доларів, щоб заробити 100 доларів доходу. Оскільки отримання доходу, як правило, є невизначеним, компанії часто простіше знизити чисті капітальні витрати.

Чисті капітальні витрати можна знизити за рахунок скорочення операційних витрат, збільшення граничної продуктивності або того й іншого. Компанія може провести повторні переговори зі своїм кредитором, щоб придбати більш низьку процентну ставку по боргу або запросити привілейовані акції та перевидати їх за нижчою ставкою.

В умовах активізації трансформаційних процесів в економіці, кардинальних змін у зовнішньому і внутрішньому середовищах функціонування суб'єктів господарювання зростає потреба у надійному цільовому критерії, який б чітко визначав вектор управлінського впливу на

діяльність підприємства з точки зору забезпечення його ефективного і сталого розвитку. Підприємству необхідно вирішити проблему вибору головної мети управління з множини можливих цільових установок.

В умовах економічної кризи для підприємства домінуючою метою може стати виживання, зниження ризиків майбутньому розвитку. Така цільова орієнтація змушує менеджерів зосередитися виключно на вирішенні короткострокових проблем на шкоду іншим довгостроковим перспективам розвитку підприємства, сприяє свідомому відходу у процесі управління від активних, ризикованих дій з реалізації прибуткових проектів. Між тим, ступінь стійкості фінансового стану і економічної безпеки функціонування підприємства в майбутньому пов'язаний не стільки з виживанням в поточний момент, скільки з активізацією зусиль щодо продовження діяльності суб'єкта господарювання, забезпечення його розвитку в довгостроковому періоді.

Зміна вартості підприємства відбувається під впливом зовнішніх та внутрішніх факторів.

До внутрішніх факторів відносяться: фінансові показники (ліквідність, оборотність капіталу, питома вага власного капіталу в активах, мобільність активів, рентабельність основної діяльності), показники діяльності (розмір підприємства, якість продукції, технологія, цінова політика, розрахунки з дебіторами та кредиторами, кадрова політика).

Зовнішні фактори складають: територіальні та галузеві показники (рівень розвитку країни, рівень розвитку галузі, конкуренція, державне регулювання, попит та пропозиція), економічні показники (ВВП, добробут населення, рівень зайнятості, обсяги інвестицій).

В розрізі підвищення вартості підприємства за рахунок зовнішніх перетворень повинні бути проведені такі заходи виокремлення: бізнес-ліній підприємства; аналіз ефективності діяльності кожної бізнес-лінії підприємства та ухвалення рішення щодо майбутнього бізнес-лінії.

Одним із найскладніших завдань у даній групі заходів є виокремлення бізнес-ліній підприємства. Бізнес-лінія, іншими словами, – це самостійний центр прибутку та витрат підприємства. Окрема бізнес-лінія може функціонувати відносно самостійно (має відокремлений персонал та відокремлені основні засоби, що не застосовуються при іншій виробничій діяльності підприємства). Так, наприклад, бізнес-лініями приватної клініки можуть бути: діагностична лінія (усі кабінети, в яких проводиться діагностика – рентген, електрокардіограма, УЗД тощо), лінія лікування, лінія аптека, лінія кафе. Кожна із бізнес-ліній функціонує окремо, персонал чи обладнання, які задіяні у функціонуванні однієї бізнес-лінії, не обслуговують інші бізнес-лінії.

Для виокремлення бізнес-ліній необхідно рознести доходи та витрати підприємства по окремим бізнес-лініям. Досить часто українські підприємства не ведуть облік витрат та доходів по окремим бізнес-лініям, тому таке рознесення витрат відбувається *post ante* із залученням фінансового аналітика та головних розпорядників кожної із бізнес-ліній.

Після виокремлення усіх витрат та доходів кожної бізнес-лінії, для кожної бізнес лінії складається форма, де підсумовується фінансовий результат від діяльності бізнес-лінії.

Далі проводиться аналіз ефективності діяльності кожної бізнес-лінії на основі методики фінансового аналізу. Особливу увагу на даному етапі приділяють показникам рентабельності активів. На базі аналізу рентабельності кожної лінії може бути проведено ранжування бізнес-ліній підприємства: бізнес-лінії відсортовуються відповідно до їх рентабельності.

Даний аналіз дозволяє виділити збиткові або низькорентабельні бізнес-лінії підприємства, а також найбільш рентабельні бізнес-лінії.

Окремо відзначаються складнощі при рознесенні фіксованих витрат. Для вирішення цієї проблеми можуть бути використані такі методи:

- для рознесення витрат на оплату праці адміністративного персоналу загальні витрати підприємства на оплату праці адміністративного персоналу

множаться на частку загальної кількості адміністративного персоналу підприємства, яка припадає на загальну кількість персоналу, що задіяна у функціонуванні даної бізнес-лінії;

- для рознесення витрат на комунальні послуги, плати за воду, землю, інші ресурси, страхування майна дані витрати підприємства множаться на співвідношення площі, яку займає бізнес-лінія, до загальної площі підприємства;

- для рознесення представницьких витрат, витрат на зв'язок, підбір персоналу, IT-витрати використовується така ж методика, як і у випадку рознесення витрат на оплату праці персоналу – співвідношення загальної кількості адміністративного персоналу до всього персоналу, який обслуговує дану бізнес-лінію, множать на загальні витрати підприємства на представницькі витрати, витрати на зв'язок, підбір персоналу.

Після здійснення зазначеного аналізу приймається система рішень – визначаються бізнес-лінії, які будуть ліквідовані (якщо такі є), визначаються бізнес-лінії, які будуть розширені та бізнес-лінії, щодо яких діяльність не відбудеться жодних змін.

Дані заходи дозволяють оптимізувати структуру підприємства (звільнивши від “тяжких бізнес-ліній” та перерозподіливши ресурси) та, таким чином, підвищують прибутковість підприємства та його вартість.

Підвищення вартості підприємства за рахунок розвитку внутрішнього потенціалу можна попередньо виокремити на стратегічні та операційні. Стратегічні заходи спрямовані на підвищення вартості підприємства у довгостроковому періоді, в той час, як операційні заходи спрямовані на підвищення операційної ефективності.

Перед розробкою стратегічних заходів спочатку доцільно провести загальний стратегічний аналіз діяльності підприємства. Під час даного аналізу виділяються сильні та слабкі сторони підприємства, потенційні загрози та можливості. Даний аналіз найчастіше представляється у формі SWOT-аналізу.

Цей аналіз дозволяє визначити позицію підприємства на ринку, а також розробити заходи, спрямовані на підвищення його вартості.

Крім SWOT-аналізу перед розробкою стратегічних та операційних заходів доцільним також є дослідження ланцюга створення додаткової цінності на підприємстві (value chain). Даний ланцюг включає аналіз бізнес-процесів підприємства, а також аналіз ефективності використання об'єктів на підприємстві та використання праці робітників.

Проведення стратегічного аналізу дозволяє: визначити позицію на ринку; визначити основні та додаткові продукти/послуги, які пропонуватиме підприємство; визначити цільових споживачів підприємства; розробити довгострокову стратегію розвитку підприємства.

Важливість стратегічних заходів для підвищення вартості підприємства полягає в тому, що на відміну від операційних заходів (основна мета яких – підвищення операційної ефективності), стратегічні заходи спрямовані на визначення загального напрямку розвитку підприємства. Прикладами стратегічних заходів є вихід на новий ринок збуту, зміна асортименту продукції, випуск абсолютно нового для підприємства продукту.

Операційні заходи (зменшення собівартості виробництва, підвищення продуктивності праці, підвищення ефективності використання основних засобів тощо) спрямовані на підвищення загальної якості управління підприємством, підвищення якості управління активами підприємства, підвищення якості управління пасивами. Перед розробкою операційних заходів необхідно провести фінансово-господарський аналіз підприємства. В результаті цього аналізу виявляються резерви підвищення ефективності господарювання підприємства, відповідно до результатів аналізу розробляється система операційних заходів.

Підвищення вартості підприємства за рахунок фінансового інжинірингу передбачає оптимізацію структури капіталу підприємства. Визначається поточна структура капіталу підприємства, вартість кожної складової джерел

фінансування підприємства, визначаються оптимальні показники фінансової автономії та залежності; на базі проведеного аналізу визначається оптимальна структура капіталу. Відповідно до обраної структури ухвалюються рішення щодо необхідності залучення додаткового боргового чи власного капіталу.

Дані заходи сприяють підвищенню вартості підприємства, адже мінімізують поточні витрати підприємства на капітал, а також зменшують значення ставки дисконтування.

Отже, збільшення вартості бізнесу можна досягти за допомогою управління наступними чинниками:

- зниження ризиків;
- збільшення CF;
- збільшення EVA.

Економічну додану вартість іноді також називають доданою вартістю для акціонерів (SVA), хоча деякі компанії можуть вносити різні корективи у свої розрахунки NOPAT і вартості капіталу [44]. Це не те ж саме, що додана вартість (CVA), яка є метрикою, використовуваної інвесторами вартості, щоб побачити, наскільки добре компанія може генерувати грошовий потік.

Також максимізувати вартість бізнесу можна через [22]:

- фформування пакету інвестиційних проектів;
- розробка довгострокових і короткострокових програм;
- розробка проектів обмеженого росту;
- фформування планів інтеграції об'єктів придбання в єдиний

комплекс.

Збільшення ефективності функціонування бізнесу:

- управління витратами;
- управління ризиками;
- визначення ключових показників діяльності компанії;
- вироблення оптимальних схем залучення фінансових ресурсів;
- організація фінансового та організаційного контролю.

Взаємодія з зовнішнім середовищем:

- взаємодія з інвестиційним співтовариством;
- взаємодія з наглядовими та контролюючими органами;
- взаємодія з постачальниками і споживачами.

Тож, для збільшення вартості компанії необхідно збільшити прибуток шляхом розширення асортименту фармацевтичних засобів та введення нових видів товарів. Також доцільно знизити витрати шляхом оновлення обладнання, для прискорення робочого процесу.

## ВИСНОВКИ

Метою даної роботи було узагальнення теоретичних та практичних підходів до оцінки вартості бізнесу, визначення та апробація інноваційних методів оцінки вартості.

В результаті дослідження було зроблено наступні висновки:

1) Світовий досвід оцінювання вартості підприємства свідчить, що здебільшого фірми застосовують підхід, який базується на визначенні теперішньої вартості майбутніх грошових потоків об'єкта оцінки, або так званий метод дохідності. Стосовно акцій корпорації це означає визначення їх внутрішньої (теоретичної або розрахункової) вартості методом капіталізації очікуваних доходів без ризику або з ризиком, якщо дисконтна ставка розрахована за моделями CAPM або APM.

На мою думку, зважаючи на те, що вагомою перевагою використання доходного підходу є можливість проведення комплексної системної оцінки, коли потрібно оцінити не окремі об'єкти підприємства, а повністю весь майновий комплекс для оцінки вартості підприємства варто застосовувати саме його. Найбільш суттєвий недолік даного підходу в сучасних умовах економіки України я вбачаю в важкості визначення ставки дисконтування.

2) Метод дохідності включає наступні кроки:

- аналіз фінансово-господарської діяльності компанії за попередні роки;
- прогноз її грошових потоків;
- вибір дисконтної ставки (коефіцієнта капіталізації);
- дисконтування спрогнозованих грошових потоків за вибраною ставкою і як результат отримують вартість акціонерного капіталу.

При цьому для вибору підприємств для порівняння основних показників та визначення ринкової вартості на гривню акціонерного капіталу доцільно використовувати різні методи кластерного аналізу.

3) За результатами проведеного аналізу з питань узагальнення досвіду використання методів кластерного аналізу у виконанні практичних завдань в економічній сфері діяльності підприємств можна зазначити, що:

а) кластерний аналіз як ефективний спосіб класифікації об'єктів за їх ознаками добре зарекомендував себе в усіх сферах суспільної діяльності;

б) доцільно дотримуватися певної послідовності у проведенні кластерного аналізу, яка містить такі етапи, як: відбір вибірки для кластерного аналізу (наприклад, перелік товарів під час сегментування ринку за параметрами продукції або вибірка сукупність споживачів під час сегментування ринку за споживачами); визначення множини критеріїв (ознак), за якими проводиться кластеризація (сукупність кількісних, рангових або якісних змінних, яка найкраще відображає подібності); визначення відстані та міри подібності, до якої зараховують коефіцієнт кореляції, міру відстані (відстань Махаланобіса, звичайна Евклідова відстань, "зважена" Евклідова відстань, Хеммінгова відстань);

в) відкривається реальна можливість застосування сучасних методів кластерного аналізу не тільки для виявлення проблемних ситуацій, але й для оцінювання ефективності функціональних сфер діяльності промислових підприємств, що забезпечить синергетичність очікуваних результатів.

Таким чином, комплексний аналіз має багато перспектив для використання його в оціночній діяльності.

4) В роботі було виконано оцінку бізнесу для ПрАТ ФФ «Дарниця» з використанням різних методів оцінки. Таким чином, оцінивши вартість бізнесу за 4 різними методами, ми отримали коливання вартості від 3 до 10 млн. грн. Отже, в залежності від мети оцінювання компанія може скористатись будь-яким з зазначених методів.

Методи розрахунку вартості бізнесу, такі як порівняльний підхід, DCF (Discounted Cash Flow), EVA (Economic Value Added) і APV (Adjusted Present Value), використовують різні підходи до оцінки вартості. Розглянемо їх по черзі і пояснимо різницю.

1. Метод DCF (Discounted Cash Flow): Метод DCF базується на визначенні теперішньої вартості майбутніх грошових потоків компанії.

Він враховує зміну цінності грошей в часі, застосовуючи дисконтну ставку до очікуваних грошових потоків.

Цей метод передбачає аналіз фінансово-господарської діяльності компанії, прогнозування грошових потоків і вибір дисконтної ставки.

Після дисконтування грошових потоків за вибраною ставкою отримується вартість компанії у часі .

Метод DCF дозволяє оцінити внутрішню вартість компанії та враховувати ризики, пов'язані з очікуваними грошовими потоками.

2. Метод EVA (Economic Value Added): Метод EVA базується на вимірюванні економічної доданої вартості, яку компанія створює після врахування витрат на акціонерний капітал.

Він використовує показник EVA, який розраховується шляхом віднімання вартості капіталу від чистого прибутку після оподаткування.

Метод EVA орієнтований на максимізацію створеної вартості для акціонерів і вимагає врахування капітальних витрат у прибутку компанії.

3. Метод APV (Adjusted Present Value): Метод APV враховує вартість податкових переваг та інших аспектів фінансової структури компанії.

Він включає вирахування податкових переваг (які можуть виникнути внаслідок заборгованості компанії) з очікуваних грошових потоків і дисконтування неточних грошових потоків за безризиковою ставкою.

Метод APV дає більш точну оцінку вартості компанії, враховуючи фінансові особливості, такі як заборгованість.

4. Порівняльний підхід: Ринковий метод оцінки вартості бізнесу використовує аналіз ринкових даних і порівняння з аналогічними підприємствами. Він включає в себе порівняння основних фінансових показників (наприклад, ціни акцій) і ринкової вартості акціонерного капіталу компанії з аналогічними компаніями. Ринковий метод дозволяє оцінити вартість компанії на основі її відношення до ринкових умов.

Отже, ми можемо вибрати будь-який з наведених методів оцінки вартості бізнесу, залежно від нашої мети оцінювання та доступності необхідних даних. Кожен метод має свої переваги та обмеження, тому рекомендується враховувати їх при виборі підходу до оцінки вартості бізнесу.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні : Закон від 12.07.2001 № 2658-III (з останніми змінами від 28.12.2014, ВВР, 2015, N 7-8, N 9, ст.55). Відомості Верховної Ради України. 2001. № 47. Ст. 251.
2. Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» : Постанова від 10.09.2003 № 1440(з останніми змінами від 31.03.2015) // Офіційний вісник України. 2003. № 37. Ст. 1995.
3. Про затвердження Національного стандарту № 2 «Оцінка нерухомого майна» : Постанова від 28.10.2004 № 1442 (з останніми змінами від 31.03.2015). Офіційний вісник України. 2004. № 44. Ст. 2885.
4. Бобох Н. М. База оподаткування як один з елементів системи оподаткування нерухомості. *Наукові записки*. 2010. № 15. С. 13–21.
5. Власюк. Є. Оцінка вартості бізнесу. *Науковий вісник КНЕУ*. 2019. С.1-16.
6. Дивнич А. В. Формування ринкової вартості земельних ресурсів сільськогосподарських підприємств. *Технологический аудит и резервыпроизводства*. 2012. № 11(3). С. 17–22.
7. Зимовця В.В. Фінансові ризики ведення бізнесу в Україні: сектор нефінансових. *НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозів. НАН України*. Київ, 2022. 260 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/sr/309.pdf> (дата звернення 01.11.2022)
8. Калинина Н. Массовая оценка недвижимости [Электронный ресурс]. *Центр анализа рынка недвижимости*. 2008. URL: [http://crea.ru/newcrea/Articles/mass\\_est/mass\\_est/mass\\_est.htm](http://crea.ru/newcrea/Articles/mass_est/mass_est/mass_est.htm)

9. Кучеренко В. Р. Оцінка бізнесу та нерухомості: навчальний посібник / за заг. ред. В. Р. Кучеренко, Я. П. Квач, Н. В. Сментина, В. О. Улибіна. К.: Центр учбової літератури, 2009. 200 с.
10. Онікієнко С.В. Методологічні засади управління фінансовими ризиками. Київ. КНЕУ. 2020. С. 1-4.
11. Пазинич В. І. Оцінка об'єктів нерухомості. Навчальний посібник для студентів вищих навчальних закладів / за заг. ред. В. І. Пазинич, Л. А. Свистун. К.: Центр учбової літератури, 2009. 434 с.
12. Павлов В. І. Нерухомість в Україні : підруч. для студ. вищ. навч. закл. / за заг. ред. В. І. Павлов, І. І. Пилипенко, І. В. Кривов'язюк. К.: Державна академія статистики обліку та аудиту, 2008. 765 с.
13. Терещенко О.О. Прагматика розрахунку ставки дисконтування в період фінансової кризи. *Фінанси України*. 2015. №6. С. 58-71.
14. Туранова А. Методичні підходи до оцінки об'єктів нерухомості. *Наукові записки Тернопільського державного економічного університету*. 2006. № 15. С. 59–63.
15. Федонін О.С. Потенціал підприємства: формування та оцінка: навчальний посібник. Вид. 2-ге, без змін / за заг. ред. О. С. Федонін, І. М. Рєпіна, О. І. Олексюк. К.: КНТЕУ, 2006. 316 с.
16. Шевченко В. С. Оцінка нерухомості: конспект лекцій для студентів 4 курсу заочної форми навчання напряму підготовки Менеджмент. Харк. нац. ун-т міськ. госп-ва ім. О. М. Бекетова. Х. : ХНУМГ, 2014. 107 с.
17. Журавель Н. О. Організаційна регламентація бізнес-процесів як умова забезпечення їх ринкової безпеки . *Управління розвитком*. 2014. № 2. С. 121-124. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Uproz\\_2014\\_2\\_50](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Uproz_2014_2_50)
18. Дубовой В.М. Моделювання процесів і систем керування / за заг. ред. В.М.Дубовой, С.М.Москвіна, О.Д.Никитенко. Вінниця, ВНТУ, 2009. 103 с.

19. Бевз О.М. Проектування програмних засобів систем управління / за заг. ред. О.М. Бевз, В.М. Папінов, Ю.А. Скидан. URL: <http://posibnyky.vntu.edu.ua/bevz/>
20. Моделювання бізнес-процесів. Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”; [уклад. О. І. Подоляка, К. М. Жулінська]. Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2013. 20 с.
21. Козенков Д.Е. Проектування бізнес-процесів як основа створення архітектури підприємства. *Вісник СумДУ. Серія Економіка*, №3'2011. С. 126-136.
22. Лаврінський Г.В. Моделювання системних характеристик в економіці за заг. ред. Г.В. Лаврінський, О.С. Пшенишнюк, С.В. Устинко, О.Д. Шарапов. К.: ЕКМО, 2004. 169с.
23. Шкіль Р.А. Аналітичний огляд методів моделювання бізнес-процесів в електронній комерції. *Вісник Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту*. № 6. 2015. С. 194-198.
24. Иванов Д. Ю., Новиков Ф. А. Основы моделирования на UML: Учеб. пособие. СПб.: Изд-во Политехн. ун-та. 2010. 249с.
25. Моделювання бізнес-процесів. Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”; [уклад. О. І. Подоляка, К. М. Жулінська]. Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”. 2013.– 20 с.
26. Козенков Д.Е. Проектування бізнес-процесів як основа створення архітектури підприємства. *Вісник СумДУ. Серія Економіка*, №3. 2011. С. 126-136.
27. Лаврінський Г.В. Моделювання системних характеристик в економіці / за заг. ред. Г.В. Лаврінський, О.С. Пшенишнюк, С.В. Устинко, О.Д. Шарапов. К.: ЕКМО, 2004. 169 с.

28. Шкіль Р.А. Аналітичний огляд методів моделювання бізнес-процесів в електронній комерції. *Вісник Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту*. № 6. 2015. С. 194-198.
29. Сучасні концепції прогнозування розвитку складних соціально-економічних систем: монографія / за заг. ред. І. С. Благун, В. В. Вітлінський, В. Гонда, П. М. Гришок, В. Я. Заруба; ред.: О. І. Черняк, П. В. Захарченко; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, Бердян. держ. пед. ун-т, НАН України, Ін-т економіки та прогнозування, Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана, Харків. нац. екон. ун-т, Запоріз. нац. ун-т. - Бердянськ: Ткачук О. В. 2013. 554 с.
30. Щербакова О. Сучасні технології оцінки вартості бізнесу компанії. *Фінансовий ринок України*. 2005. № 11 (25). С. 27-32.
31. Галасюк В. Теорема G1 (Новий підхід до оцінки бізнесу, обґрунтований концепцією CCF). *Ринок цінних паперів України*. 2002. № 9-10. С. 79-90.
32. Дубовик А.О. Інструменти оцінки бізнесу за індикаторами ринку цінних паперів. Дис.к.е.н. спец.08.00.08. Харків, 2011. 204 с.
33. Кобзиста О. О. Формування та розвиток акціонерного капіталу в умовах трансформаційних змін: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.01.01 «Економічна теорія». К., 2005. 17 с.
34. Курочкіна І. Г. Оцінка вартості бізнесу суб'єктів господарювання (на прикладі металургійних та коксохімічних підприємств): автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 «Економіка та упр. підпр. (за видами екон. діяльності)». Харків, 2007. 23 с.
35. Шапран Н. С. Прогнозування ринкової вартості акцій : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.06.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит». К. 2006. 24 с.
36. The World Bank. GDP growth (annual %). URL:

- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> (дата звернення 04.05.2023)
- 37.FRED Economic data. Market Yield on U.S. Treasury Securities at 20-year Constant Maturity. URL:<https://fred.stlouisfed.org/series/DGS20#0> (дата звернення 17.04.2023)
- 38.Country Default Spreads and Risk Premiums. URL:[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctruprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctruprem.html) (дата звернення 12.05.2022)
- 39.Refinitiv financial data catalogue. URL:<https://www.refinitiv.com/en/financial-data> (дата звернення 12.05.2022)
- 40.Damodaran Aswath, Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications The 2023 Edition from March 23, 2023. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/ERP2022Formatted.pdf> (дата звернення 23.03.2023)
- 41.Investing.com. URL: <https://www.investing.com/rates-bonds/switzerland-20-year-bond-yield-historical-data> (Accessed: 19.11.2022)

## ДОДАТКИ

## Додаток А

Баланс активів ПРАТ "ФФ Дарниця"

<b>АКТИВ</b>	<b>Код рядка</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>I. Необоротні активи</b>		<b>74493</b>	<b>151763</b>	<b>185693</b>	<b>459400</b>
<b>Нематеріальні активи</b>	<b>1000</b>				
первісна вартість	1001	151078	250622	308696	649281
накопичена амортизація	1002	76585	98859	123003	189881
Незавершені капітальні інвестиції	1005				
<b>Основні засоби</b>	<b>1010</b>	<b>630408</b>	<b>688320</b>	<b>848287</b>	<b>934268</b>
первісна вартість	1011	1468262	1620599	1870404	2062535
знос	1012	837854	932279	1022117	1128267
Інвестиційна нерухомість	1015	-	-	-	-
Довгострокові біологічні активи	1020	-	-	-	-
Довгострокові фінансові інвестиції: які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	1030	356733	464395	566702	566702
інші фінансові інвестиції	1035	765	9989	9989	9989
Довгострокова дебіторська заборгованість	1040				
Відстрочені податкові активи	1045	1336	6650	3650	

Інші необоротні активи	1090		25785	7417	6835
Усього за розділом I	1095	1063735	1346902	1621738	1977194

АКТИВ	Код рядка	2019	2020	2021	2022
1	2	3	4	5	6
<b>II. Оборотні активи</b>					
Товарно-матеріальні запаси	1100	581168	575593	676194	1036078
виробничі запаси	1101	320149	353150	396467	641405
НЗВ	1102	19224	24464	28415	10846
Готова продукція	1103	239786	191819	231221	353972
товари	1104	2009	6160	20091	29855
Поточні біологічні активи	1110				
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги	1125	1368503	1312871	1740797	1739012
Дебіторська заборгованість за розрахунками: за виданими авансами	1130	63864	329887	111021	126638
з бюджетом	1135	9363	31968	46201	11241
у тому числі з податку на прибуток	1136				
Дебіторська заборгованість за розрахунками з нарахованих доходів	1140	819	899	22998	113661
Інша поточна дебіторська заборгованість	1155	104946	137393	548908	290588
Поточні фінансові інвестиції	1160		2992		
Грошові кошти та їх еквіваленти	1165	257797	565434	217271	110700
Витрати майбутніх періодів	1170				
Інші оборотні активи	1190	971	2916	4898	6961
Усього за розділом II	1195	2387431	2959953	3368288	3434879
<b>III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття</b>					
БАЛАНС	1300	3451166	4306855	4990026	5412073

## Додаток Б

## Баланс пасивів ПрАТ ФФ «Дарниця»

ПАСИВ	Код рядка	2019	2020	2021	2022
1	2	4	4	5	5
<b>I. Власний капітал Зареєстрований (пайовий) капітал</b>	<b>1400</b>	<b>179528</b>	<b>179528</b>	<b>179528</b>	<b>179528</b>
Капітал у дооцінках	1405				
Додатковий капітал	1410	1012216	58216	58216	58216
Емісійний дохід	1411				
Резервний капітал	1415	84883	84883	84883	84883
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	2187963	2251093	2362683	2835612
Неоплачений капітал	1425				
Вилучений капітал	1430	1705864			
<b>Усього за розділом I</b>	<b>1495</b>	<b>1758726</b>	<b>2573720</b>	<b>2685310</b>	<b>3158239</b>
<b>II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення</b>					<b>2887</b>
Відстрочені податкові зобов'язання	1500				
Пенсійні зобов'язання	1505				
Довгострокові кредити банків	1510				
Інші довгострокові зобов'язання	1515	1404489	1374133	1723386	1455979
Довгострокові забезпечення	1520				
у тому числі з виplat персоналу	1521				
Цільове фінансування	1525				

Усього за розділом <b>II</b>	<b>1595</b>	<b>1404489</b>	<b>1 374 133</b>	<b>1723386</b>	<b>1458866</b>
<b>ПАСИВ</b>	Код рядка	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>III. Поточні зобов'язання і забезпечення</b> <b>Короткострокові кредити банків</b>	<b>1600</b>				
<b>Поточна кредиторська заборгованість за: довгостроковими зобов'язаннями</b>	<b>1610</b>		<b>14152</b>	<b>7358</b>	<b>4899</b>
товари, роботи, послуги	<b>1615</b>	<b>81678</b>	<b>94527</b>	<b>260380</b>	<b>185599</b>
розрахунками з бюджетом	<b>1620</b>	<b>61729</b>	<b>89792</b>	<b>86173</b>	<b>90208</b>
у тому числі з податку на прибуток	<b>1621</b>	<b>42826</b>	<b>80527</b>	<b>78529</b>	<b>83823</b>
розрахунками зі страхування	<b>1625</b>	<b>1737</b>	<b>1004</b>	<b>2510</b>	<b>3093</b>
розрахунками з оплати праці	<b>1630</b>	<b>10524</b>	<b>10546</b>	<b>14277</b>	<b>15369</b>
одержаними авансами	<b>1635</b>	<b>339</b>	<b>1312</b>	<b>3468</b>	<b>1214</b>
розрахунками з учасниками	<b>1640</b>				
<b>Поточні забезпечення</b>	<b>1660</b>	<b>62055</b>	<b>79540</b>	<b>81449</b>	<b>148897</b>
<b>Доходи майбутніх періодів</b>	<b>1665</b>				
<b>Інші поточні зобов'язання</b>	<b>1690</b>	<b>69889</b>	<b>68129</b>	<b>125715</b>	<b>345689</b>
<b>Усього за розділом III</b>	<b>1695</b>	<b>287951</b>	<b>359002</b>	<b>581330</b>	<b>794968</b>
<b>IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття</b>	<b>1700</b>				
<b>БАЛАНС</b>	<b>1900</b>	<b>3 451 166</b>	<b>4 306 855</b>	<b>4 990 026</b>	<b>5 412 073</b>