

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**Західноукраїнський національний університет**  
**Навчально-науковий інститут інноватики, природокористування та**  
**інфраструктури**

Кафедра бізнес-аналітики та інноваційного інжинірингу

**Бессонова Дарина Сергіївна**

**Аналітичний інструментарій управління вартістю бізнесу**  
**/ Analytical tools for business cost management**

спеціальність: 071 – Облік і оподаткування  
освітньо-професійна програма – Бізнес-аналітика та управління інноваційними  
системами

Кваліфікаційна робота

Виконала студентка групи  
ОБАмнв-22  
Д. С. Бессонова

Науковий керівник:  
викладач Б. І. Звір

Кваліфікаційну роботу  
допущено до захисту  
“\_\_\_\_\_” \_\_\_\_\_ 20\_\_\_\_\_ р.

Завідувач кафедри  
\_\_\_\_\_ **Р. Ф. Бруханський**

**ТЕРНОПІЛЬ - 2022**

## ЗМІСТ

|   |    |
|---|----|
| ВСТУП.....  | 3  |
| РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ РИНКОВОЮ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЙ.....                               | 7  |
| 1.1. Сутність, зміст та особливості вартісного підходу.....   | 7  |
| 1.2. Методичні підходи до формування ринкової вартості компаній.....                                  | 11 |
| 1.3. Цілі та завдання оцінки вартості підприємства (бізнесу).....                                     | 20 |
| Висновки до розділу 1.....  | 23 |
| РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ТА ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА НА ПРИКЛАДІ ТОВ АРДІС».....                          | 24 |
| 2.1. Загальна характеристика підприємства та аналіз його фінансової діяльності.....                   | 24 |
| 2.2. Оцінка вартості ТОВ «Ардис» шляхом дисконтованих грошових потоків та капіталізації прибутку..... | 32 |
| 2.3. Підхід до управління вартістю компанії з урахуванням ринкових та корпоративних очікувань.....    | 37 |
| Висновки до розділу 2.....  | 43 |
| РОЗДІЛ 3. КОНЦЕПЦІЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА (БІЗНЕСУ).....                                   | 44 |
| 3.1. Зміст концепції управління вартістю підприємства (бізнесу).....                                  | 47 |
| 3.2. Рекомендації щодо розробки нової стратегії зростання вартості компанії «Ардис».....              | 55 |
| 3.3. Впровадження системи управління вартістю.....  | 62 |
| Висновки до розділу 3.....  | 67 |
| Висновки і пропозиції.....  | 64 |
| Список використаних джерел.....   | 68 |

## ВСТУП

Зараз українська економіка зазнає суттєвих змін. Зокрема, управління ефективністю компанією та пошук критерію ефективності набуває все більшого значення у функціонуванні економіки. Однією із сучасних концепцій менеджменту - це концепція управління вартістю. Багато дослідників стверджують, що вартість бізнесу є універсальним критерієм ефективності виробництва за умов конкурентного середовища. Управління вартістю компанії характеризується чіткими критеріями та обмежене жорсткими фінансовими рамками, відповідає вимогам сучасного світу, що швидко змінюються.

Актуальність обраної теми зумовлена тим, що з розвитком ринкових відносин потреба в оцінці бізнесу постійно зростає.

Кожен власник докладает значних зусиль для розвитку свого підприємства, а також підтримці його на заданому рівні доходності. Тому керівник підприємства рано чи пізно стикається із проблемою оцінки свого бізнесу. Причин для цього багато, головна - не знаючи вартості майже неможливо приймати виважені рішення щодо реалізації прав власника, оскільки саме вартість компанії найбільш повно відображає результати її діяльності.

Вартість акцій тісно пов'язана із вартістю компанії. І цією вартістю можна і треба керувати. І це передбачає аналіз всіх прийнятих рішень із позицій їхнього впливу вартість фірми.

У свою чергу, у визначенні та управлінні вартістю бізнесу зацікавлене й саме підприємство. Для цього йому потрібні фінансові ресурси, а можливих джерел лише два: власний капітал та позиковий. Щоб збільшити власний капітал, потрібно довести потенційному акціонеру свою інвестиційну привабливість. Відомо, що будь-який інвестор вкладає кошти над проект, над підприємство, а свої майбутні доходи. Отже, стратегічною метою управління є збільшення вартості акцій або, інакше кажучи, вартості підприємства.

Тепер подивимося на кредитора, для якого головними є такі питання: які ризики він понесе, надавши підприємству кредит і як ці ризики співвідносяться з його гаданим доходом. Тому для нього, поряд з кредитною історією підприємства, інтерес становлять і дані про прямі та непрямі доходи власників, оскільки вся ця інформація разом дозволяє судити про те, наскільки ефективно підприємство раніше використовувало надані ресурси, тобто як зростав вкладений у підприємство капітал. Якщо на підприємстві поставлено систему управління витратами, оптимізовано запаси, високу збирання дебіторської заборгованості та підприємство працює стабільно, то ризики кредитора відносно невеликі, а значить, і процентна ставка теж.

«Адже знання вартості бізнесу, спостереження та управління вартістю бізнесу допоможе у вирішенні наступних питань:

- Підвищення ефективності управління підприємством;
- Розробка плану розвитку підприємства;
- Визначення поточної ринкової вартості підприємства у разі його часткового чи повного продажу, при виході одного чи кількох учасників із товариств тощо;
- Визначення вартості цінних паперів підприємства, паїв, часток у його капіталі у разі проведення різноманітних операцій із нею;
- визначення кредитоспроможності підприємства та величини вартості застави при кредитуванні;
- Виявлення реальної ринкової вартості майна під час проведення страхових операцій;
- Оподаткування підприємства (при визначенні бази оподаткування необхідно провести об'єктивну оцінку підприємства)»: [13].

Менеджери повинні вміти вимірювати вартість своїх компаній та керувати нею. Вартість та її оцінка сьогодні важливіша, ніж будь-коли, але концепція вартості безглузда і марна, якщо вартість не можна виміряти та збільшити.

Якщо збільшення вартості підприємства - мета управління та об'єкт планування, то треба вміти визначати її кількісно. Це завдання вирішується в

рамках системи моніторингу оцінки бізнесу, яка в свою чергу тісно взаємопов'язана з усіма без винятку аспектами менеджменту: маркетингом, управлінням асортиментом, управлінням витратами, інвестиційною та фінансовою політикою, податковим плануванням, управлінням активами і т.д. мірою досконалого, отже ефективного бізнесу, не ліквідність чи рентабельність і навіть величина прибутку, а збільшення його «ціни». Це означає, що грамотно кероване підприємство з часом збільшує свою вартість, а отже, зростають і доходи його власників. А це, своєю чергою, має радувати всіх. Адже всі ми пам'ятаємо, що наша мета – самовдосконалення, а сенс бізнесу – через збільшення доходів власників до збільшення доходів підприємств та зростання багатства країни.

Метою даної є розгляд теорії та методології оцінки ринкової вартості підприємства (бізнесу) і розробка заходів щодо вдосконалення управління підприємства (бізнесу) на основі концепції управління вартістю.

Для досягнення поставленої мети необхідно вирішити такі завдання:

- Вивчити вартість підприємства (бізнесу), її види та роль в управлінні підприємством (бізнесу).
- Визначити основні підходи щодо оцінки підприємства (бізнесу).
- Вивчити механізм формування та управління вартістю підприємства (бізнесу)
- Дослідити коротку техніко-економічну характеристику підприємства.
- Провести розрахунок вартості на прикладі ТОВ «Ардіс».
- Виявити формування факторів, що визначають вартість підприємства (бізнесу).

Об'єктом дослідження є підприємство ТОВ «Ардіс».

Предметом дослідження є процес оцінки та управління вартістю підприємства ТОВ «Ардіс».

Теоретичною та методичною основою дослідження з'явилися наукові праці вітчизняних та зарубіжних учених у галузі дослідження методів управління підприємством (бізнесом) та оцінки вартості підприємства (бізнесу), а також цивільний кодекс, федеральний закон та інші законодавчі акти.

У цій роботі застосовані такі методи дослідження: аналіз, прогнозування та моделювання, а також дедукція, індукція та пізнання.

Дане дослідження містить вступ, три розділи, висновки, список використаних джерел.

Перший розділ розглядає підприємство та бізнес як об'єкт оцінки, що застосовуються оцінювачем методи дохідного, порівняльного та витратного підходів до оцінки вартості підприємства (бізнесу), мети та завдання оцінки вартості підприємства (бізнесу).

У другому розділі, розглянуто чинники вартості підприємства міста і ступінь їхнього впливу рівень вартості підприємства, описані механізми застосування системи управління вартістю для підприємства.

У третьому розділі проведено оцінку вартості підприємства (бізнесу), а також застосовано заходи щодо підвищення вартості підприємства (бізнесу), завдяки розрахункам яких ми наочно можемо подивитися яким чином можна керувати вартістю підприємства (бізнесу). У ході проведення аналізу докладно висвітлено такі питання: характеристика компанії, характеристика галузі дії цієї компанії та розрахунок фінансово-економічних показників, а також розрахунок вартості підприємства (бізнесу), управління вартістю.

У висновку зроблено висновки щодо випускної кваліфікаційної роботи.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ РИНКОВОЮ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЙ

### 1.1. Сутність, зміст та особливості вартісного підходу

На даний момент, виходячи з теоретичної бази управління вартістю компанії, можна виділити основні моменти вартісного підходу:

- вартість підприємства залежить як від внутрішніх чинників, і від зовнішніх. Ступінь їхнього впливу різна, але для покупця важливим є сила впливу зовнішніх факторів. Чим вона вища, тим більший ризик угоди і, як наслідок, можливість недоотримання очікуваних доходів, а отже – тим нижча ринкова вартість компанії;
- Оцінка бізнесу може бути на основі внутрішніх характеристик підприємства та на основі зовнішньої оцінки бізнесу ринком;
- у межах будь-якого підходу до оцінки підтверджується універсальність даного критерію – вартість підприємства – з метою оцінки ефективності діяльності підприємства. Справді, позитивний характер цього показника у цьому, що на відміну показника, наприклад, прибутковості, він враховує ефективність роботи у справжньому, а й у майбутньому.

Інтеграція України у світову економіку зумовлює вдосконалення базових економічних концепцій та обумовлює необхідність постійного обґрунтування економічних знань. У умовах менеджери нової формації зіштовхуються з гострою потребою отримання економічного інструментарію, що дозволяє нарощувати конкурентоспроможність та інвестиційну привабливість бізнесу, тобто. сукупність способів та методів, що дають можливість найбільш ефективно керувати вартістю компанії [15].

Словосполучення Value Based Management стає символом застосування останніх досягнень у галузі управлінських технологій та найсучасніших інструментів фінансового менеджменту, що дозволяють ефективно планувати, контролювати та спрямовувати дії організації на шляху до досягнення економічно виправданих цілей.

Концепція управління вартістю прийнята фахівцями з економіки як базова парадигма розвитку бізнесу. Відповідно до концепції доцільно відмовитися від неефективних бухгалтерських критеріїв оцінки успішності функціонування компанії та прийняти як основу критерій, найпростіший та зрозуміліший для акціонерів та інвесторів, - додана вартість.

Концепція управління вартістю стоїть у системному підході до управління, складовими частинами якого є ідеологія, принципи та процеси.

Концепція управління вартістю базується на таких принципах:

- найбільш прийнятний показник, що дозволяє адекватно оцінити діяльність компанії,
- потік коштів, що генерується компанією;
- нові капітальні вкладення компанії мають здійснюватися лише за умови, що вони створюють нову вартість. При цьому створюють вартість нові інвестиції лише тоді, коли рентабельність вкладень вища за витрати на залучення капіталу;
- у умовах навколишнього економічного середовища поєднання активів компанії (її інвестиційний портфель) також має змінюватися з метою забезпечення максимального зростання вартості компанії [7].

«Існує чотири основні управлінські процеси, які у поєднанні сприяють налагодженню управління вартістю в організації:

- 1) вироблення стратегії;
- 2) визначення цільових нормативів;
- 3) планування, складання бюджетів;
- 4) організація систем заохочення та оцінки результатів діяльності.»: [21].

У тій чи іншій послідовності всі ці процеси потрібні.

По-перше, компанія чи ділова одиниця розробляє стратегію максимізації вартості.

По-друге, компанія перекладає цю стратегію мовою короткострокових і довгострокових цільових нормативів, які визначаються через ключові фактори вартості.



По-третє, «складаються робочі плани та кошториси (бюджети), що намічають конкретні кроки для досягнення поставленої мети на наступні 12 або більше місяців. І нарешті, розробляються системи заохочення та оцінки результатів діяльності, що дозволяють стежити за виконанням цільових нормативів та спонукають працівників до вирішення поставлених перед ними завдань»: [21].

У теорії та практиці оцінки бізнесу існує класифікація підходів до оцінки бізнесу за принципом вихідних даних, що використовуються:

- прибутковий підхід – загальний спосіб визначення вартості підприємства та (або) його власного капіталу, у рамках якого використовується один або більше методів, заснованих на перерахунку очікуваних доходів;
- витратний підхід загальний спосіб визначення вартості підприємства та (або) його власного капіталу, в рамках якого використовується один або більше методів, що базуються на обчисленні вартості активів за вирахуванням зобов'язань;
- ринковий підхід - загальний спосіб визначення вартості підприємства та (або) його власного капіталу, в рамках якого використовується один або більше методів, заснованих на порівнянні даного підприємства а аналогічними.

Витратного підходу відповідають методи:

- чистих активів (ринкова вартість активів – зобов'язання);
- Ліквідаційної вартості;
- Надлишкового прибутку.

У рамках ринкового підходу передбачається використання трьох основних методів:

- Метод ринку капіталу ґрунтується на ринкових цінах акцій аналогічних компаній.
- Метод угод ґрунтується на аналізі цін придбання контрольних пакетів акцій подібних компаній.
- Метод галузевих коефіцієнтів дозволяє розраховувати орієнтовну вартість на основі галузевої статистики.

Прибутковий підхід вважається достовірнішим, т.к. найбільш точно відображає вартість компанії, що успішно працює.

У рамках прибуткового підходу існують такі методи:

1) Метод надлишкового доходу, який полягає у визначенні надлишкового доходу в результаті зіставлення прогнозованого прибутку від основної діяльності підприємства, що оцінюється, з одного боку, і сукупною величиною повернення доходу на кожен компонент капіталовкладень підприємства - з іншого. Перевищення прогнозованого операційного прибутку над очікуваною віддачею вкладені активи називається надлишковим доходом.

2) Метод капіталізації прибутку. Суть цього методу полягає в тому, що вартість бізнесу, що оцінюється, вважають рівною відношенню чистого прибутку до обраної оцінювачем ставці капіталізації.

Метод капіталізації прибутку застосовується якщо:

- Потоки доходів - стабільні позитивні величини;
- Потоки доходів зростають стійкими, помірними темпами.

Цей метод має такі припущення:

- визначення величини прибутку, який буде капіталізовано;
- визначення ставки капіталізації;
- прогнозування темпи зростання майбутніх доходів.

Практичне застосування методу капіталізації прибутку можна розбити на такі етапи:

- аналіз фінансової звітності.
- визначення величини прибутку, яка буде капіталізована - це фактично вибір періоду часу, за який підраховується прибуток. Зазвичай розглядають таку періодичність отримання:

Найчастіше використовується прибуток останнього звітного року. Розрахунок ставки капіталізації зазвичай виробляється з ставки дисконту шляхом відрахування очікуваних середньорічних темпи зростання прибутку.

$$RK = Rd - g,$$

де  $RK$  – ставка капіталізації,  $Rd$  – ставка дисконту,  $g$  – довгострокові темпи зростання прибутку.

Визначення попередньої величини вартості бізнесу провадиться за формулою:

$$V=I/R,$$

де  $V$  - ціна,  $I$  - величина прибутку,  $R$  - ставка капіталізації.

Внесення поправок (виконується на нефункціональні активи (ті активи, які не беруть участі у витягуванні доходу), на нестачу ліквідності, на контрольний або неконтрольний пакет). Визначення підсумкової величини вартості бізнесу.

Найбільшою складністю застосування цього методу є отримання даних для ринкового і фінансового аналізу ставок капіталізації по компаніях-аналогах відкритого типу. Водночас великою перевагою методу є коригування даних відповідно до конкретної ринкової ситуації.

3) Метод дисконтування грошових потоків (DCF) ґрунтується на прогнозуванні майбутніх потоків від даного бізнесу, скоригованих на ставку дисконтування, що відповідає необхідному інвестором ставці доходу [36].

## **1.2. Методичні підходи до формування ринкової вартості компаній**

Усього кілька років тому лише обмежене коло фінансових аналітиків і топ-менеджерів українських компаній чітко уявляв собі, що таке «ціна компанії», як вона визначається і як можна використовувати цю категорію для пошуку оптимальних рішень з управління компанією. Проте процес інтеграції української економіки у світову ринкову систему як протікає у сфері суто матеріальної, а й впливає на систему нашого корпоративного мислення, унаслідок чого дедалі більше українських компаній управляються з допомогою вартісних оцінок запропонованих стратегій розвитку.

Вартість компанії визначається грошовими потоками, які вона зможе генерувати в майбутньому, дисконтованими за ставкою дохідності, що враховує сукупні ризики активів компанії та ризики фінансування, і нова вартість

створюється лише тоді, коли компанії одержують таку віддачу від інвестованого капіталу, яка перевищує витрати на залучення капіталу.

Щоб вартість компанії була інструментом реального підйому ефективності бізнесу, необхідно нею управляти: виявити чинники вартості, розробити реальний план управління, дає баланс довгострокових і короткострокових цілей і пріоритетів, впровадити вартісні елементи управління всіх рівнях компанії.

Концепція управління, орієнтованого вартістю (Value based management / VBM) з'явилася середині 1980-х гг. в Сполучених Штатах . Суть її в тому, що всі рішення менеджменту компанії мають оцінюватися з погляду їхнього впливу на її ринкову вартість. У 1990-х роках. цей метод прийшов до Європи та Азії, а кілька років тому його стали використовувати і великі українські компанії, які хотіли відповідати вимогам західного інвестора [3, с. 475].

Здатність компанії як єдиного цілого знаходити та ефективно використовувати можливості для руху шляхом нарощування вартості формує і принципово нову сферу ключової компетентності. Вміння «створювати» вартість перетворюється на джерело конкурентної переваги, яке неможливо купити і дуже важко скопіювати.

Створювана для акціонерів вартість у довгостроковій перспективі є найкращим критерієм оптимальності прийнятих управлінських рішень. Саме власники акцій, будучи залишковими претендентами на грошові потоки компанії, для прийняття рішень потребують, на відміну від будь-якого іншого кола зацікавлених осіб (менеджерів, найманих робітників, суспільства в цілому), у максимально повній інформації, мислять довгостроковими категоріями та повинні ефективно керувати всіма грошовими потоками компанії.

Таким чином, управління вартістю компанії з метою її збільшення у довгостроковій перспективі дозволяє максимально задовольнити інтереси власників, визначити оптимальні стратегічні напрями свого розвитку та

виробити систему управлінських заходів, що сприяють досягненню поставлених цілей.

Сьогодні за терміном Value Based Management стоїть концепція системного та систематичного підходу до управління, коли всі зусилля націлені на досягнення єдиної мети – максимізації вартості компанії [5, с. 450]. Складовими частинами вартісного підходу є ідеологія, принципи та процеси. Ідеологія робить управління усвідомленим і задає напрямок руху. Принципи дають основу обґрунтованого оцінювання альтернатив. Налагодженість процесів визначає ефективність організації у реалізації стратегії та досягненні поставлених цілей.

Зазвичай, відбивають ступінь впливу різних груп, претендують частку у результатах діяльності підприємства, і або трансформуються завдання максимізації вартості, або служать обмеженнями шляху вирішення цього завдання.

Методологія вартісного аналізу інтегрується у процес вироблення управлінських рішень. Основні принципи оцінки бізнесу дають розуміння фундаментального взаємозв'язку між стратегією, операціями та фінансовими результатами, спрямовують зусилля менеджерів на пошук альтернатив, що дозволяють дійсно ефективно долати як зовнішні сили конкуренції, так і внутрішню протидію, пов'язану зі стереотипами корпоративної культури, що склалася, і відсталістю внутрішнього «світоустрою».

Отже, «менеджерам нижчої ланки потрібно навчитися використовувати вартісні показники прийняття більш тямущих рішень. Управління вартістю вимагає регулювати баланс нарівні зі звітом про прибутки та збитки та підтримувати розумну рівновагу між довгостроковими та короткостроковими цілями діяльності. Якщо управління вартістю впроваджено та організовано належним чином, корпорація отримує величезні вигоди. Таке управління, по суті, є безперервною реорганізацією, спрямовану на досягнення максимальної вартості. І цей метод діє. Він дає гарний ефект, який проявляється у зростанні економічної ефективності»: [8].

«Для досягнення успіху в умовах гострої конкурентної боротьби за переваги споживачів та гроші інвесторів необхідна усвідомлена спрямованість зусиль. І це означає, що вартісний підхід до управління має стати не просто гаслом, але повсякденною нормою, світоглядом менеджменту та стилем життя всієї організації»: [6, с.590].

Максимізація вартості - це не разове завдання, а безперервний цикл стратегічних і оперативних рішень, що відновлюється.

На вартість підприємства мають вплив різні чинники – зокрема, цінова політика фірми, стан виробничих потужностей, рівень конкуренції у галузі, надійність постачальників, нормативні акти, що видаються державою, загальноекономічна ситуація в країні тощо.

Вартість будь-якого бізнесу залежить від різноманітних факторів, і з точки зору ефективності управління першорядне значення має завдання визначення пріоритетів.

Настання тих чи інших подій не можна було передбачати та вжити заходів щодо мінімізації негативних наслідків); внутрішні чинники (пов'язані з діями менеджменту, галузевою специфікою підприємства).

«Внутрішніми факторами, що впливають на вартість, можуть бути:

- темпи зростання продажів продукції / послуг компанії;
- темпи зростання основних статей бухгалтерського балансу та звіту про прибутки та збитки;

- темпи зростання чистого прибутку;

- норма прибутковості власника (акціонера, інвестора) та ін.

Зовнішніми факторами, що впливають на вартість, можуть бути:

- рівень інвестиційних, маркетингових, фінансових, виробничих та організаційних ризиків компанії;

- Зміна податкових ставок;

- Зміна політичної ситуації;

- Поява нових конкурентів та ін.»: [23].

Наступну класифікацію чинників вартості, які впливають діяльність компанії, можна розділити на великі групи: фінансові і нефінансові.

Вибір ключових фінансових факторів здійснюється на основі щонайменше 3 критеріїв:

- стратегії та життєвого циклу компанії;
- потенціалу покращення показників;
- волатильності (мінливості) показників.

Залежно від цього, який стадії життєвого циклу перебуває компанія, вона використовує різні стратегії максимізації віддачі вкладені кошти. Вирізняють три стратегії залежно від життєвого циклу компанії:

- стратегії зростання;
- Стратегія утримання позицій;
- Стратегія «збирання врожаю».

Стратегія зростання. Зростання – це стадія, яку підприємство проходить на початку свого життєвого циклу. Продукти та послуги на даному етапі мають суттєвий потенціал зростання. Для того, щоб капіталізувати цей потенціал, необхідно залучити значні ресурси з метою розвитку та просування нових продуктів та послуг; побудувати та розширити виробничі потужності; інвестувати у системи, інфраструктуру та розподільчу мережу; створити та розвивати клієнтську базу. Загальна фінансова мета на цій стадії розвитку бізнесу полягає у відсотковому зростанні доходу та обсягів продажів у цільових сегментах[15].

Останній варіант називається стратегією «збирання врожаю». У цьому випадку для вагомих показників рентабельності керівники компанії повинні знизити витрати настільки, наскільки це можливо. Ключовими показниками є питомі, прямі та загальні витрати, і навіть період окупності нових капіталовкладень, що має бути найкоротшим.

Наступний критерій при виборі ключових фінансових факторів – потенціал поліпшення показників, оскільки частина факторів дуже впливає на вартість організації, проте їх поліпшення може вимагати значних ресурсів і

часу. Наприклад, не на всіх ринках допустиме вільне маніпулювання ціною, що дозволяло б впливати на фінансові результати компанії. Часто ціна диктується ринком, та її зміна відбувається незалежно від волі керівництва компанії.

Волатильність (мінливість) показників також є критерієм вибору фінансових факторів під час впровадження управління вартістю. Концентруючись на управлінні виключно факторами вартості, які мають максимальний рейтинг з точки зору чутливості та можуть бути покращені найбільшою мірою, ми ігноруємо інший клас факторів вартості – ті, які визначають ризиковість бізнесу та схильність до його змін у зовнішньому середовищі. До таких факторів можуть бути віднесені витрати на закупівлю сировини та матеріалів, вартість продукції. Дані фактори диктуються ринком, їх вплив у час може бути неоднорідним.

Роль нефінансових факторів у зміні вартості компанії необхідно нерозривно враховувати поряд із фінансовими. Такими факторами можуть бути:

- зовнішні чинники (оцінки аналітиків, рейтингові оцінки, політика держави та регуляторів);
- Внутрішні фактори (структура бізнесу компанії, ділова репутація, корпоративне управління, націленість компанії на підвищення вартості бізнесу, кваліфікація персоналу та ін).

Що стосується нематеріальних активів, їх також можна розділити на дві групи:

- неамортизовані активи, що мають невизначений термін використання: підготовлений персонал;
- Амортизовані активи, що мають певний термін служби. Нематеріальні активи, які можна поставити на баланс підприємства: торговельні марки, авторські права, патенти.

«І, нарешті, «добре ім'я компанії», goodwill: чесність, дотримання зобов'язань, кредитна історія і таке інше. Все це означає дуже багато і все це дуже складно оцінити. Goodwill включає наступні фактори:



- фірмове найменування підприємства;
- її репутація над ринком;
- технологічна та управлінська культура;
- Наявність налагоджених зв'язків з контрагентами та ін.»: [45].

Розглянуті фактори дозволяють компанії мати певні конкурентні переваги у бізнесі.

При правильному підході визначення таких вартісних чинників допомагає менеджерам у трьох аспектах. «По-перше, керівники та персонал бізнес-підрозділів усвідомлюють, за рахунок яких факторів їхні підприємства створюють та максимізують вартість. По-друге, це сприяє встановленню пріоритетності даних факторів та визначенню тих напрямків, які слід насамперед забезпечити ресурсами. По-третє, з'являється можливість об'єднати керівників підрозділів та його персонал з урахуванням загального розуміння найважливіших пріоритетів фірми, тобто управління, орієнтованого вартість»:[31].

Мистецтво сучасного управління – визначити ключові фактори та приймати такі рішення у компанії, щоб досягти оптимальної комбінації всіх провідних факторів вартості одночасно.

У реальній практиці менеджерам доводиться стикатися з великою кількістю параметрів, якими можна вимірювати вартість: DCF (дисконтований грошовий потік), TRS (загальна дохідність для акціонерів), EVA (економічна додана вартість), EP (економічний прибуток), ROIC (рентабельність інвестованого капіталу) , CFROI (рентабельність інвестицій, обчислена за грошовим потоком), EPS (прибуток акцію), норма прибутку тощо. буд. Аналіз великої кількості параметрів може відвернути менеджмент від головного питання доцільності оцінки вартості: необхідності приймати рішення, створені задля збільшення вартості.

Посилює плутанину необхідність порівняння значень показників, що мають різну розмірність та призначення. Крім цього, ще більше ускладнює

оцінку та управління використанням деяких показників у стратегічному аналізі, а деяких у короткостроковій перспективі.

Різні експерти наводять свої доводи щодо переваг використання тих чи показників ринкової вартості. Є думка, що економічні критерії (економічний прибуток та ін.) краще бухгалтерських (прибуток на акцію тощо) деякі вважають, що можна знайти між короткостроковими та довгостроковими результатами розумний компроміс. Проте, скоєних показників результативності діяльності немає. Вартість, що формується ринком, є єдиним об'єктивним критерієм.

Для вирішення вищезгаданої проблеми може бути запропоновано використання комплексних систем, в яких поєднуються різні економічні показники, що описують різні аспекти діяльності організації. На їх основі можуть бути описані процеси керування вартістю бізнесу.

Фактори створення вартості представлені на малюнку 1 впливають на вартість енергетичного підприємства по-різному, оскільки більшість підприємств енергетичної галузі відносяться до природних монополій, то такі фактори як частка ринку та конкурентоспроможність продукції впливають меншою мірою, ніж фактори нематеріальні активи та персонал.

Взаємодіючи фактори створення вартості призводять до результатів, які виражаються певними фінансовими показниками. Унікальне використання факторів вартості забезпечує конкурентні переваги організації та є, як правило, об'єктом комерційної таємниці, і тому не можуть бути явно оцінені ринком. Ринок може оцінити лише результат дії факторів вартості – фінансові показники. Оцінка організації із боку ринку починається саме з них. Тому компанії часто намагаються забезпечити найкращий вид своєї фінансової звітності усілякими та не завжди чесними способами.

Після опублікування звітності часто доводиться спостерігати різкий зліт котирувань акцій. Компанії можуть впливати на свою вартість, свідомо та в рамках законодавства прикрашаючи підсумки своєї діяльності. У результаті виникла концепція управління за ключовими показниками ефективності (KPI),

що тісно пов'язана з концепцією управління вартістю. Впливаючи цілеспрямовано на ключові показники, які найбільше затребувані фондовим ринком (прибуток, сумарні активи, обсяги реалізації), компанії підштовхують ринок більш високу оцінку своєї вартості.

Внутрішню вартість можна назвати наступним елементом утворення ринкової вартості. Внутрішня вартість компанії – це здатність створювати цінність своїх акціонерів. Одна й та компанія має різної внутрішньої вартістю кожному за конкретного інвестора, й може бути різне уявлення про створюваних компанією цінностях. Це може бути дотримання прав інвесторів, склад акціонерів та Ради директорів. В іншому випадку – фінансові показники діяльності: прибуток, активи, виторг, показники ринкової активності. Можливо – розмір та періодичність виплати дивідендів тощо.

Неясність в оцінці внутрішньої вартості компанії породжується таким різноманіттям думок, що у свою чергу ускладнює процес управління вартістю бізнесу. Керувати такою кількістю факторів одночасно неможливо. Виникає серйозна проблема необхідності концентрації зусиль на найважливіших із них. Безліч фахівців працювало та працює над проблемою ключових факторів формування вартості бізнесу. Важливість тих чи інших факторів суттєво змінюється від фахівця до фахівця, залежно від того, до яких наукових течій вони належать. Це створює істотні проблеми у менеджерів під час виборів рішень щодо збільшення ринкової вартості. Серйозним недоліком концепції управління ринковою вартістю є відсутність однозначності у цьому питанні, тому й потребує додаткових досліджень.

Отже, говорячи про управління вартістю, слід враховувати, що йдеться про управління системою факторів вартості.

У попередньому параграфі наведено приклад побудови системи оцінки ефективності діяльності компанії на основі виділення внутрішніх факторів її вартості. До них було включено п'ять основних: зростання доходів підприємства; зростання рентабельності; зростання кількості споживачів;

зростання позитивного іміджу підприємства; зниження конфліктності та підвищення ефективності праці.

### **1.3. Цілі та завдання оцінки вартості підприємства (бізнесу)**

У країнах, і особливо у Сполучених Штатах, інтерес до оцінки бізнесу зростає початку 80-х ХХ в. Використання даних вартості фірми вийшло за досить вузькі рамки переговорів про ціну під час переходу прав власності. Оцінка та прогнозування вартості фірми використовуються не тільки при вирішенні питання про можливу ціну продажу підприємства (бізнесу), але і як критерій вибору стратегії розвитку.

Результати оцінки впливають на багато сторін діяльності підприємства, так само як і фінансовий стан підприємства багато в чому зумовлює цілі та завдання оцінки. На жаль, на більшості вітчизняних підприємств керівники часто недооцінюють необхідність визначення реальної ринкової вартості підприємства загалом та його окремих активів.

Для визначення реального стану справ для підприємства оцінювачу необхідно з'ясувати:

- які цілі ставить собі підприємство (вижити чи розвиватися);
- чи користується попитом продукція підприємства, чи сильна конкуренція і який прогнозний стан попиту та рівня конкурентної боротьби в галузі;
- чи є можливість підвищувати ціну продукції;
- який фінансовий стан і т.д.

При купівлі-продажу або реструктуризації підприємства потреба в оцінці виникає, щоб уникнути суперечок про вартість майна підприємства (основних та оборотних коштів) або бізнесу в цілому з урахуванням його прибутковості в короткостроковому періоді та довгостроковій перспективі.

У процесі функціонування практично кожного підприємства необхідна незалежна оцінка управління фінансами. Особливо ефективно використовують оцінку при кредитуванні: звіт про оцінку є необхідним документом для отримання кредитів під заставу майна.

Сторони, зацікавлені у проведенні оціночних робіт.

Оцінку підприємства проводять з метою:

- підвищення ефективності поточного управління підприємством, фірмою;
- купівлі продажу акцій, облігацій підприємств на фондовому ринку;
- ухвалення обґрунтованого інвестиційного рішення;
- купівлі продажу підприємства його власником цілком або частинами.
- встановлення частки співвласників у разі підписання чи розірвання договору або у разі смерті одного із партнерів;
- реструктуризація підприємства.

Ліквідація підприємства, злиття, поглинання чи виділення самостійних підприємств зі складу холдингу передбачають проведення його ринкової оцінки, оскільки необхідно визначити ціну купівлі чи викупу акцій, ціну конверсії чи величину премії, сплачуваної акціонерам поглинається фірми [27].

- розроблення плану розвитку підприємства.
- визначення кредитоспроможності підприємства через те, що величина вартості активів за бухгалтерською звітністю може різко відрізнятись від їхньої ринкової вартості;
- страхування, у якого виникає необхідність визначення вартості активів напередодні втрат;
  - оподаткування.
  - ухвалення управлінських рішень.
  - Здійснення інвестиційного проекту розвитку бізнесу. У цьому випадку для його обґрунтування необхідно знати вихідну вартість підприємства загалом, його власного капіталу, активів, бізнесу.

Якщо ж об'єктом угоди є якийсь елемент майна підприємства, і навіть якщо визначається податку майно тощо., окремо оцінюється необхідний об'єкт, наприклад, нерухомість, машини та устаткування, нематеріальні активи.

Як зазначалося вище, метою оцінки будь-якого об'єкта оцінки є визначення його вартості. Види вартості, зумовлені під час оцінки, перераховані у стандартах оцінки, обов'язкових до застосування в Україні.

«При визначенні інвестиційної вартості об'єкта оцінки визначається вартість для конкретної особи або групи осіб за встановлених цією особою (особами) інвестиційних цілей використання об'єкта оцінки»: [43].

«При визначенні ліквідаційної вартості об'єкта оцінки визначається розрахункова величина, що відображає найбільш ймовірну ціну, за якою даний об'єкт оцінки може бути відчужений за термін експозиції об'єкта оцінки, менший за типовий термін експозиції для ринкових умов, в умовах, коли продавець змушений зробити угоду щодо відчуження майна»: [54].

«При визначенні кадастрової вартості об'єкта оцінки визначається методами масової оцінки ринкова вартість, встановлена та затверджена відповідно до законодавства, що регулює проведення кадастрової оцінки. Кадастрова вартість визначається оцінювачем, зокрема, з метою оподаткування»: [36].

Оцінка вартості підприємства здійснюється:

- з метою купівлі-продажу;
- для оцінки майна боржника під час здійснення процедури банкрутства;
- для оцінки майна боржника під час здійснення процедури банкрутства;
- у випадках кредитування під заставу;
- під час передачі майна організацій у найм;
- щодо орендних платежів з вартості майна;
- під час проведення організаціями переоцінки об'єктів основних засобів;
- при страхуванні;
- при реструктуризації діяльності;
- при оподаткуванні;
- у процесі підготовки планів розвитку бізнесу тощо.

## **Висновки до першого розділу**

У цьому розділі ми розглянули наскільки важливо у час оцінка вартості підприємства (бізнесу) і чому інтерес до цієї теми дедалі більше зростає. Адже знаючи вартість підприємства (бізнесу), ми можемо отримати дані не тільки про те, за скільки його можна вигідно продати (купити), а й прийняти якісь рішення та заходи щодо підвищення прибутку підприємства, що тягне за собою, відповідно, і збільшення вартості підприємства (Бізнесу).

Визначили види вартості, а також розглянули окремо кожен із підходів оцінки, завдяки яким ми зможемо розрахувати вартість підприємства (бізнесу) та визначити найвигідніший для нас варіант.

Таким чином, дослідження теоретичної бази дозволило зрозуміти, яким чином вибудовується процес оцінки вартості компанії та хто є її основними учасниками.

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ ТА ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА НА ПРИКЛАДІ ТОВ «АРДІС»

#### 2.1. Загальна характеристика підприємства та аналіз його фінансової діяльності

ARDIS GROUP — українська структурована група компаній, що має 23-річний досвід імпорту та продажу сирів, експерти у виробництві свіжого сиру.

|                      |   |
|----------------------|---|
| ЄДРПОУ:              | 36852482  |
| Назва:               | ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ<br>ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ «ТОРГІВЕЛЬНА КОМПАНІЯ<br>«АРДІС»<br>(ТОВ «ТК «АРДІС»«)   |
| Організаційна форма: | Товариство з обмеженою відповідальністю   |
| Адреса:              | 49000, ДНІПРОПЕТРОВСЬКА область, місто ДНІПРО,<br>вулиця МЕЧНИКОВА, будинок 14<br>Запис в ЄДР:<br>49070, Дніпропетровська обл., м. Дніпро, вул.<br>Мечникова, буд. 14             |
| Дата реєстрації:     | 07.12.2009 ( 12 років 11 місяців )<br>Номер запису: 10721020000024505   |
| Уповноважені особи:  | Скідан Ігор Володимирович - підписант<br>(29.11.2014; керівник)   |
| Статутний капітал:   | 14 266 665.67 грн   |
| Засновники:          | Компанія Бім Трейл Лтд (Bim Trade Ltd)<br>Сполучене Королівство, Сполучене Королівство, м.<br>Лондон, вул. Роупмейкер, Сіті Поїнт, Волд Трейд<br>Центр Бім, Сполучене Королівство |

Основні види діяльності: виробництво плавлених, твердих та свіжих сирів, сиру домашнього, та інших видів молочної продукції, включаючи сир, сметану, та вершкове масло.

ARDIS GROUP - одне з провідних в Україні підприємств харчової промисловості, найбільша сироварна компанія. У асортименті переважає



продукція масового повсякденного попиту. Основними видами господарської діяльності товариства є:

- Переробка молока;
- Виробництво сирів, цільномолочної та кисломолочної продукції;
- Оптова та роздрібна торгівля молочної та сирної продукції.

Продуктовий портфель компанії включає наступні марки: «Бетінне», продукти лінійки «Монтесінос», «Занетті», «Ріанс», легкий свіжий сир «Вега Манча».

Органи управління суспільством:

- Загальні збори акціонерів;
- Рада директорів;
- Генеральний директор.

Організаційна структура управління підприємством ТОВ «Ардіс» представлена на рисунку 2.1.



Рис. 2.1. Організаційна структура управління ТОВ «Ардіс»

Канали розподілу:

ТОВ «Ардіс» постачає свою продукцію у всі регіони України і навіть експортує.

Філософія компанії:

Місія – приносити здоров'я за допомогою продуктів харчування більшості людей. Ми прагнемо виправдовувати очікування та потребу суспільства та споживачів у натуральних здорових продуктах.

Бачення – стати найбільшою українською універсальною сирно-молочною компанією, та виробляти екологічно чисті та корисні для здоров'я продукти.

Конкуренція:

Основні існуючі та передбачувані конкуренти ТОВ «Ардіс» за основними видами діяльності, включаючи конкурентів за кордоном:

«Плавлені сири»: «Viola» фінської компанії «Valio», «Hochland» німецької компанії «Hochland», «President» французької компанії «Lactalis».

«М'які / білі / сирні сири»: «Almette» німецької компанії «Hochland», «Crème Bonjour» французької компанії «Unilever» та ін.

«Сир зернистий»: «Простоквашино» компанії «Юнімілк», «Будиночок у селі» компанії «Вімм-Біль-Данн», «Сваля» литовського виробника компанії «Pieno Zhvaigzdes» [67].

За оцінками аналітиків, молочний ринок України у 2021 році виріс і, як і раніше, має колосальний потенціал для зростання.

За результатами 2021 року на ринку склалася така картина:

Для цілей оцінки та управління вартістю підприємства важливим є проведення фінансового аналізу діяльності підприємства.

Аналіз фінансового стану підприємства. Фінансовий аналіз проведено за період 2019–2021 років. Розрахунки проведено після коригування звітності та приведення її до порівняльного виду для галузевого аналізу.

У аналізованому періоді спостерігається стрибкоподібна динаміка виручки. У 2020 році виторг знизився на 18% щодо 2019 р., цей факт пояснюється специфікою розвитку ринкової кон'юнктури.

Внаслідок економічної кризи протягом 2019-2020 років у країні спостерігався складний економічний клімат: падіння ВВП; зниження купівельного попиту та зниження доходів населення; зростання безробіття; складна ситуація на ринку фінансування та кредитування.

У галузі молочних продуктів спостерігалися такі зміни:

- падіння обсягів продажів (-8,6% порівняно з 2019) у зв'язку з економічною кризою, що продовжується, погіршенням економічної кон'юнктури та зниженням купівельного попиту;
- Підвищення цін на продукцію, викликане стрімким зростанням сировини та загальним збільшенням показників інфляції;

У 2021 р. виторг ТОВ «Ардіс» збільшився на 3% відносно попереднього року. Цей факт можна проілюструвати наступними сприятливими змінами економічної ситуації країни: збільшення ВВП на 4%; падіння купівельного попиту та зниження доходів населення змінилося стабільністю та відновленням слабких темпів зростання.

Щодо кон'юнктури досліджуваної галузі, то у 2021 р. спостерігалось відновлення зростання обсягів продажів (5,6% щодо 2020 р.) у зв'язку з покращенням економічної кон'юнктури та посиленням купівельного попиту.

Ціни на сировину вплинули на собівартість продукції, яка зменшувалася протягом усього періоду аналізу.

Виходячи з малюнка 4 і даних додатка, можна зробити такі висновки:

- за аналізований період активи підприємства збільшилися на 17% в порівнянні з 2019 р., і склали до кінця 2021 3173 тис. грн.;

- протягом усього періоду найбільшу питому вагу у структурі активів займали оборотні активи - 57% 2019 р. з подальшим підвищенням до 65%, сумарна величина яких збільшилася на 538 тис. грн. протягом періоду аналізу. Дані факти свідчать про те, що організація може залучати короткострокове фінансування (короткострокових кредитів та позик, відстрочок платежу постачальникам тощо) без шкоди для своєї фінансової стійкості;

- одночасно зі зростанням оборотних активів спостерігалось поступове зниження частки необоротних активів з 43% до 35%, проте сума яких збільшилася на 66 тис. грн. (6%) щодо 2019 р.

Протягом аналізованого періоду відбулися такі зміни у структурі капіталу підприємства:

- частка позикового капіталу у загальній структурі капіталу підприємства зменшилася з 94% у 2019 р. до 93% у 2021 р.

- Власний капітал компанії в 2021 р. в порівнянні з базовим збільшився на 61 тис. грн. (27%).

Така висока частка позикового капіталу знижує рівень фінансової стійкості організації, але водночас здатна підвищити ефективність поточної діяльності.

Показники ділової активності відбивають ефективність використання оборотних засобів. Значення аналізованих показників мають нестійку динаміку.

Коефіцієнт оборотності дебіторську заборгованість показує розширення чи зниження комерційного кредиту, наданого організацією. Протягом аналізованого періоду коефіцієнт збільшувався з 0,4 до 0,79, що може свідчити про скорочення продажів у кредит, проте цей показник все одно дуже короткий.

Період інкасації (або період погашення дебіторської заборгованості) збільшився на 49%, що свідчить про велике збільшення ризику її неповернення.

Коефіцієнт оборотності кредиторську заборгованість також має нестійку динаміку протягом аналізованого періоду. Протягом аналізованого періоду спостерігається зниження цього показника до 0,29 порівняно з 2019 р., де значення було 0,31. Можна дійти невтішного висновку у тому, що з підприємства йде зростання покупок у кредит. Середній термін повернення боргів підприємства знизився із 112 до 106 днів. У цілому нині показники малі, що дуже добре для кредиторів, тоді як самій організації вигідніше низький коефіцієнт, що дозволяє залишок неоплаченої кредиторську заборгованість як безкоштовне джерело фінансування своєї поточної діяльності.

Показники фінансової стійкості

Фінансова стійкість компанії є основною гарантією захисту інтересів кредиторів та акціонерів. Показники, розраховані на її оцінку фінансової стійкості підприємства, подано у Додаток 3.

Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами, виходячи із заданого нормативу, має перевищувати 0,1. На початку аналізованого періоду даний коефіцієнт не відповідав заданому нормативу і становив 0,04 що дозволяло говорити про недостатність величини покриття суми необхідних оборотних коштів. Проте на кінець 2021 р. відповідний показник збільшився до 0,32, що свідчить про те, що поточні активи забезпечені власними коштами підприємства на 32%.

Коефіцієнта маневреності власні кошти (норматив 0,5) не відповідав заданому нормативу на початку аналізованого періоду (0,33). Цей факт свідчить про недостатність власного капіталу покриття величини в необоротних активів. Протягом трьох років значення коефіцієнта «стрибало», але у 2020 році було різке збільшення показника, що не може свідчити про нормальну діяльність підприємства. Це пов'язано зі зменшенням власних джерел фінансування. У зв'язку з цим різке збільшення цього показника автоматично викликає зниження окремих показників. У 2021 році значення трохи впало, але було набагато вищим за норматив.

Коефіцієнт фінансування власним капіталом позикового капіталу за аналізований період не відповідав заданому нормативу, але мав невелику позитивну динаміку з 0,07 до 0,08. Що дозволяє зробити висновок про те, що розмір позикового капіталу значно перевищує розмір власного капіталу, відповідно йдеться про нездатність забезпечити сталий розвиток організації [75].

Коефіцієнт фінансової залежності має невелику негативну динаміку протягом трирічного періоду аналізу, що говорить про невелике зменшення ступеня залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування, проте залежність залишається велика, коефіцієнт рівний 0,07 зовсім не дотягує до нормативу 0,5.

Коефіцієнт покриття відсотків (норматив  $>1$ ) має нестійку динаміку протягом аналізованого періоду, проте продовжує відповідати заданому нормативу, що дозволяє зробити висновок про достатність отриманого прибутку для забезпечення виплати відсотків за позиками. Найбільша негативна динаміка проявляється у 2021 р., внаслідок збільшення видатків на виплату відсотків майже півтора рази.

На зростання витрат на виплату відсотків ТОВ «Ардіс» вплинув зростання заборгованості за кредитами та позиками (з 759 тис. грн. у 2019 р. до 827 тис. грн. у 2021 р.).

Показники ліквідності. Ліквідність балансу визначається як ступінь покриття зобов'язань в організації активами.

Протягом аналізованого періоду спостерігалось збільшення показників ліквідності, але відповідають нормативам лише показники термінової та поточної ліквідності, коефіцієнт абсолютної ліквідності дуже малий. У зв'язку з цим можна говорити про достатність поточних активів покриття поточних зобов'язань, але недостатності коштів покриття короткострокових зобов'язань. Основною причиною є дуже невелика кількість коштів. І, незважаючи на те, що протягом аналізованого періоду Кошти зростають, їх все одно не вистачає на покриття поточних зобов'язань.

Показники рентабельності. Коефіцієнти рентабельності показують співвідношення між витратами компанії на активи і віддачею від них у вигляді прибутку. За аналізований період спостерігалася стрибкоподібна зміна показників рентабельності.

Так, у 2020 р. спостерігалось найбільше скорочення рентабельності, основною причиною якого було зниження показників діяльності підприємства: скорочення виручки на 18% та зменшенням величини чистого прибутку порівняно з 2019 р. утричі. У 2021 р. значення показників поступово зростають, що насамперед пов'язано зі збільшенням обсягів виручки на 4% порівняно з 2020 р. та покращенням макроекономічної ситуації в країні в цілому.

Виходячи з аналізу фінансового стану ТОВ «Ардіс» за період 2019-2021 років, можна зробити такі висновки.

По-перше, економічна ситуація у аналізованій період була досить складною як на регіональному галузевому ринку, а й у межах країни. Найбільш суттєві зміни ринкової кон'юнктури спостерігалися у 2020 р.: падіння ВВП, зростання цін, зниження купівельного попиту, складна ситуація на ринку фінансування та кредитування. Що не могло не вплинути на діяльність компанії.

Протягом періоду спостерігалася неоднозначна динаміка показників ділової активності, ліквідності, рентабельності, в результаті до 2021 р. помітні дуже низькі показники коефіцієнта автономії (0,07), фінансування (0,08), абсолютної ліквідності (0,006). Всі ці факти свідчать про недостатність власного капіталу на погашення поточних (короткострокових) зобов'язання рахунок коштів, коштів у розрахунковий рахунках і короткострокових фінансових вливань. Також це свідчить про те, що активи підприємства сформовані за рахунок позикового капіталу та, відповідно, про високий ступінь залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування.

Основною причиною цього явища можна вважати інтенсивну інвестиційну діяльність протягом усього періоду аналізу.

Так, за період 2019-2021 років, на ТОВ «Ардіс» було здійснено такі операції:

- закуплено нову технологічну лінію (сучасне високотехнологічне обладнання з автоматичним контролем усіх заданих параметрів) з виробництва свіжих/м'яких сирів під торговою маркою «Delissir».

- технічне переозброєння та модернізація обладнання з випуску нових видів твердих та напівтвердих сирів, цільномолочної продукції та нових видів сирних виробів (новим високотехнологічним низьковитратним обладнанням від провідних європейських виробників, потужності якого дозволяють збільшити випуск продукції більш ніж удвічі) на заводі у Миколаївській області;

- Вкладення в інноваційні розробки. Очікується, що нові продукти будуть основним драйвером зростання компанії у найближчому майбутньому.

Також протягом аналізованого періоду було виконано плани з будівельно-монтажних робіт:

- введено в експлуатацію нові виробничі корпуси на заводі Чернігівської області;
- здійснено ремонт складів готової продукції та поточний ремонт господарських приміщень.

## **2.2. Оцінка вартості ТОВ «Ардіс» шляхом дисконтованих грошових потоків та капіталізації прибутку**

Модель DCF – це інструмент управлінського планування як комп'ютерної моделі, що описує взаємозв'язку між компонентами грошового потоку. Модель використовується з метою оцінки вартості підприємства, аналізу впливу управлінських рішень на вартість та вивчення впливу різних альтернатив реструктурування на вартість компанії. Дана модель є системою методів і прийомів аналізу та оцінки показників, що впливають на вартість, і включає сукупність послідовних етапів оцінки та аналізу вартості компанії.

Ключові припущення фінансової моделі DCF:

- тривалість прогнозного періоду становить п'ять років;
- обраний варіант грошового потоку для власного капіталу;
- розрахунок ставки дисконтування проводиться на основі моделі CAPM та методу кумулятивної побудови;
- ставка податку з прибутку дорівнює 20 %;
- залишковий темпи зростання дорівнює 3%;
- прогноз обсягу продажу та обсягу виробництва на підставі ринкових даних;
- прогноз цін на сировину та матеріали, також виходячи з інформації про розвиток галузевого ринку.



Етап 1 - Введення даних для прогнозування величин обсяг продажів продукції та валового прибутку.

Останнім часом український продовольчий ринок молочних продуктів демонстрував динамічний ріст. Однак світова фінансова криза, що почалася в 2016 році, торкнулася економіки України, що виявилось в скороченні обсягів виробництва, зменшенні купівельної спроможності населення. Протягом 2019 р. відзначалося економічне відновлення у великій кількості країн по світу, та й у Україні, що позначилося на зміцненні оптимізму на ринках та зростанні споживчого попиту. За даними Держкомстату, у 2019 р. спостерігалось зростання обсягу споживання молочної продукції на 4-6% у натуральному вираженні та на 9-13% у вартісному вираженні [80].

Виходячи з перспектив розвитку ринку молочних виробів та на підставі ретроспективного аналізу діяльності та перспектив розвитку ТОВ «Ардіс», виручка за період 2016-2021 р.р. складає (табл. 2.1):

Таблиця 2.1

### Ретроспективні та прогнозовані обсяги продажів

(тис. грн.)

|                                 | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Об'єм продажів                  | 2 765 | 2 886 | 3 022 | 3 179 | 3 357 | 3 559 |
| наростаючий підсумок, %         | 100   | 104,4 | 104,7 | 105,2 | 105,6 | 106   |
| наростаючий підсумок приріст, % | 0     | 4,4   | 4,7   | 5,2   | 5,6   | 6     |

Етап 2 – Введення даних щодо прогнозування постійних та змінних витрат та ставки оподаткування.

Змінні витрати включають:

- Інші операційні витрати.
- Експортні мита.
- Транспортні витрати.

- Оплата праці.

Частка змінних витрат у загальному обсязі продажів, як прогнозується, поступово підвищуватиметься.

Постійні витрати включають:

- Амортизація.
- Податки.
- Страхування.
- Інші адміністративні та реалізаційні витрати.

Етап 3 – Введення даних щодо прогнозування амортизаційних відрахувань та капвкладень.

У таблиці заносяться дані щодо вартості та строку корисного використання будівель, споруд, машин та обладнання. Списання здійснюється за допомогою лінійного методу.

До активів з коротким терміном амортизації (1-5 років) входять комп'ютерне, офісне та інше обладнання.

До активів із середнім терміном амортизації (6-19 років) входять велике виробниче обладнання, машини, транспортні засоби та інше обладнання.

До активів із тривалим терміном амортизації (20 і більше років) входять будівлі, споруди.

Амортизаційні відрахування у звітному році становили 68 тис. грн., амортизація за всіма групами основних засобів нараховується лінійним способом.

Валові капітальні витрати на 2017-2021 р.р. фіксуються відповідно до інвестиційних планів ТОВ «Ардіс».

Етап 4 - Введення даних для прогнозування довгострокового фінансування.

Прогнозування довгострокового фінансування здійснюється на основі інформації про заборгованість за довгостроковими кредитами та позиками, а також про інвестиційні плани щодо збільшення виробничих потужностей, які, безумовно, потребують значного обсягу фінансування.

Етап 5 - Введення даних для перевірки оцінки вартості.

Ставка дисконтування – процентна ставка, використовувана для перерахування майбутніх потоків на єдину величину поточної вартості. Для найбільшої достовірності зробимо підрахунок цієї величини моделі за допомогою методу кумулятивної побудови та методу оцінки за моделлю оцінки капітальних активів (CAPM).

Основні чинники ризику, що визначають ставку дисконтування для ТОВ «Ардіс» представлені у таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

### Розрахунок ставки дисконтування кумулятивним методом

| Фактор                                   | Значення фактору ризику, % | Коментар  |
|--|----------------------------|---|
| Безризикова ставка                       | 8,2                        | Орієнтована на ставку щодо рефінансування ЦБ України  |
| Ключова фігура                           | 2                          | Компанія не залежить від ключової фігури  |
| Розмір компанії                          | 2                          | Компанія не є монополістом  |
| Фінансова структура                      | 5                          | Наявність інтенсивної інвестиційної політики компанії супроводжує збільшення суми кредитних запозичень  |
| Норма прибутку і ретроспективний прогноз | 4                          | Підприємство має досить низьку норму прибутку навіть у масштабах галузі. Крім того, інформація про діяльність компанії є лише за останні 3 роки, що ускладнює прогнозування |
| Товарна / територіальна диверсифікація   | 3                          | Має досить широкий асортимент продукції   |
| Диверсифікація клієнтів                  | 2                          | Цільова аудиторія представлена фізичними та юридичними особами  |
| Інші ризики                              | 0                          | Ризик, пов'язаний із характером діяльності, відсутній   |
| Ставка дисконту для власного капіталу    | 26,2                       |   |

Ставка дисконту для власного капіталу, порахована за методом CAPM:

$$R_d = r_f + \beta (r_m - r_f) + S_1 + S_2 + C,$$

Де,

$r_f$  - безризикова ставка доходу,  $r_m$  - середньоринкова ставка доходу,  $\beta$  - коефіцієнт,  $S_1$  - ризик для малих компаній,  $S_2$  - ризик, характерний для окремої компанії,  $R_d$  - собівартість власного капіталу,  $C$  - ризик країни.

Як безризикова ставка була взята ставка рефінансування ЦБ України на 26.12.2021 відповідно до Вказівки ЦБ України від 23.12.2018 № 2758-У. Рівень ризику для малих компаній та рівень ризику, характерний для окремої компанії оцінюється у 5% та 3% відповідно. Коефіцієнт для підприємств, що працюють в галузі харчової промисловості, становить 1,05.

$$\text{Таким чином, } R_d = 6,5\% + 1,05 (13\% - 6,5\%) + 5 + 3 + 5 = 26,2\%$$

У результаті вартість компанії ТОВ «Ардіс» за моделлю оцінки DCF становить 50 600 тис. грн.

Розрахунок вартості ТОВ «Ардіс» шляхом капіталізації прибутку.

Фінансова звітність ТОВ «Ардіс» розглядається за три роки – 2019-2021.

За період поточної виробничої діяльності, результати якої будуть капіталізовані, розглядається звітний рік – 2021 рік.

Ключові припущення у рамках методу капіталізації прибутку:

$$\text{Ставка капіталізації} = 26,2\% - 7\% = 19,2\%,$$

залишковий темп зростання дорівнює 7%.

Прогнозований операційний прибуток до оподаткування та витрат на амортизаційні відрахування та відсоткові виплати (ПДВПНіА) = 304 3 тис. грн.

$$\text{Вартість власного капіталу та довгострокового боргу} = 304329 / 0,192 = 15850 \text{ тис. грн.}$$

$$\text{Довгострокова заборгованість} = 15336 \text{ тис. грн.}$$

$$\text{Вартість підприємства ТОВ «Ардіс»} = 51 35 \text{ тис. грн.}$$

Вартість підприємства ТОВ «Ардіс», розрахована шляхом DCF становила 50 60 тис. грн., а шляхом капіталізації прибутку – 51 35 тис. грн. Різниця становить 759 тис. грн. Отримані значення близькі одне до одного, тому можна

дійти невтішного висновку про відповідність отриманої вартості компанії дійсності.

### **2.3. Підхід до управління вартістю компанії з урахуванням ринкових та корпоративних очікувань**

Поняття вартості бізнесу може бути надзвичайно корисним, як мінімум, з двох причин. По-перше, як засіб узгодження інтересів та основний критерій прийняття стратегічних рішень. По-друге, грамотні оцінки вартості бізнесу важливі при здійсненні конкретних угод (наприклад, злиття та поглинання) як ключові аргументи для досягнення та підвищення ефективності угод між сторонами.

Вартість компанії як ціль. Незважаючи на всі недоліки концепції вартості компанії, важко назвати будь-який об'єктивніший критерій, що дозволяє адекватно оцінювати ефективність рішень з управління бізнесом (особливо - стратегічних рішень). Якщо важливі стратегічні рішення аналізуються з погляду їхнього впливу вартість бізнесу - це дозволяє отримати інтегровану вартісну оцінку як найближчим, і більш віддаленим наслідків, врахувати впливом геть різні напрями бізнесу, тощо. Ще важливіше те, що вартість бізнесу може стати тією метою, навколо якої можливо узгодити, що є вигідним не лише власникам, а й менеджерам, кредиторам, державі тощо. Цього важко досягти, але принаймні йдеться про досить зрозумілу і «відчутну» мету.

Прикладами успішних компаній, як правило, є ті, де знайдено ефективні механізми узгодження інтересів. Часто (не завжди!) інтереси можуть бути узгоджені саме довкола підвищення вартості бізнесу. Звичайно важливо уникнути спрощень. Не можна думати, що будь-які дії (особливо, що стосуються стратегії компанії) можуть бути оцінені однією-єдиною цифрою (зміною вартості), проте вартість компанії може відігравати роль одного з ключових пріоритетів. Далі, щоб не повторювати багаторазово висловлені аргументи, відішлемо читача до перших глав «Вартості компаній» Т.

Коупленда та ін. - Воістину гімну на славу «менеджера, орієнтованого на вартість».

Вартість компанії як засіб. Необхідність оцінки вартості виникає при прийнятті багатьох практичних рішень. Яка верхня межа ціни, за якою вигідно придбати (поглинути) бізнес? Якими мають бути пропорції обміну акцій під час злиття компаній? Якою є нижня межа ціни, за якою вигідно розміщувати акції нової емісії? Який спосіб збільшення позикового капіталу є найвигіднішим для компанії?

Все це конкретні приклади угод, де ціною (принаймні - ключовим параметром) виступає вартість бізнесу. Необхідність обговорювати питання оцінки бізнесу для конкретних угод викликана простим спостереженням величезної кількості неефективних угод, які здійснюються учасниками нашого ринку (або, навпаки, - відсутністю угод там, де потенційно вигідні обом сторонам). На щастя, при переході від загальних міркувань до конкретних завдань, виявляється, що проблеми не настільки нерозв'язно складні та ефективні рішення можуть бути знайдені.

Розглянемо гранично спрощений приклад. Власник машинобудівного заводу (для простоти вважаємо, що всі акції сконцентровані в однієї особи) розглядає можливість придбання АТ «Промкомпонент» - постійного постачальника певних комплектуючих для Н-ого заводу. Статутний фонд Н-ого заводу, що дорівнює 5 млн. грн., Поділений на 10 млн. шт. акцій номіналом 50 коп. кожна. Для АТ «Промкомпонент» відповідні дані: статутний фонд 40 млн. грн., Кількість акцій 100 млн. шт., Номінал - 40 коп. Вважатимемо, що є прогнози вільного грошового потоку для обох підприємств (як окремих компаній), який за оцінками буде постійним (у реальному вираженні) і рівним 28 млн. грн. на рік для Н-ого заводу та 3,5 млн. грн. - для АТ «Промкомпонент». За вартості капіталу (ставці дисконту) 20% річних (реальна ставка) вартість підприємств складе  $28/0,2 = 140$  млн. грн. та  $3,5/0,2 = 17,5$  млн. грн. відповідно. Вважатимемо, що у АТ «Промкомпонент» відсутні відсоткові боргові зобов'язання, а кредиторська заборгованість перебуває на

«нормальному» рівні, звідки можна зробити висновок, що вартість бізнесу в цілому дорівнює вартості акціонерного капіталу. Чи означає ця інформація, що максимальна ціна, яка може бути сплачена за 100% акцій АТ «Промкомпонент», дорівнює 17,5 млн. грн. (17,5 коп. на акцію)?

Припустимо, що акціонери АТ «Промкомпонент», керуючись тими чи іншими міркуваннями (помилковими уявленнями про вартість бізнесу за відсутності активного вторинного ринку даних акцій, психологічною орієнтацією на номінал акції тощо) за жодних обставин не продадуть свої акції дешевше 40 коп. Чи означає це, що угода не відбудеться, оскільки покупець не заплатити дорожче 17-18 коп., а продавець не віддасть дешевше за 40 коп.?

Не обов'язково, оскільки при злиття і поглинання вартість цілого зазвичай не дорівнює сумі вартості окремих частин. Нехай після поглинання жодних істотних змін у бізнесі обох компаній не відбувається, але з'являється можливість знизити запаси на 5 млн грн. і скоротити витрати на 3 млн. грн. на рік (2,1 млн. у після податковому вираженні). Тим самим було вільний грошовий потік об'єднаної компанії складе 38,6 млн. грн. у перший рік після поглинання (28+3,5+2,1+5) та 33,6 млн. грн. у наступні роки (скорочення запасів дає одноразовий приріст грошового потоку у першому році). Вартість об'єднаного бізнесу (при незмінній ставці дисконту 20%) дорівнюватиме  $(1/1,2) * (38,6 + 33,6 / 0,2) = 172$  млн. грн. Максимальна ціна, яку доцільно заплатити за бізнес АТ «Промкомпонент» визначається як різниця між вартістю Н-ого заводу до та після поглинання:  $172 - 140 = 32$  млн. грн., або 32 коп. за акцію. Ця вартість може бути навіть вищою, якщо поглинання знижує ризики бізнесу, знижуючи цим вартість залучення капіталу (за рахунок зниження ставок кредитування та/або зниження необхідної прибутковості власного капіталу). Припустимо (гіпотетично) що вартість залучення капіталу об'єднаної компанії дорівнює 15% річних, тоді вартість об'єднаної компанії дорівнюватиме 228 млн. грн., Тим самим максимальна ціна акції АТ «Промкомпонент» при поглинанні дорівнюватиме 88 коп. Існує ще один важливий фактор, який не можна ігнорувати. Нехай покупець не зобов'язаний викуповувати всі 100%

акцій поглинається компанії і, водночас, для повного контролю йому достатньо мати, скажімо, 60% акцій. Повний контроль означає, що, маючи 60% власності, акціонер має можливість отримувати більш ніж 60% потоку на власний капітал (часто це так і є навіть на цивілізованих ринках, і цим пояснюється наявність контрольних премій).

Нехай у нашому прикладі, купуючи 60% акцій новий власник буде віддавати власникам 40%, що залишилися, не більше 0,5 млн. грн. щорічно (наприклад, у вигляді дивідендів). Якщо ставка дисконту, як і раніше – 20%, максимальна ціна 60% пакету акцій АТ «Промкомпонент» дорівнює  $32 - 0,5/0,2 = 29,5$  млн. грн., або 49 коп. за акцію. Всі нехитрі розрахунки в рамках розглянутого спрощеного прикладу наведені лише з однією метою – показати важливість та необхідність кваліфікованих фінансових оцінок при прийнятті важливих стратегічних рішень – у тому числі злиття та поглинання.

При цьому для людей, які приймають рішення, життєво важливо не покладатися сліпо на оцінки, зроблені експертами (оцінювачами, аудиторами, консультантами). Важливо «відчувати» цифри, що характеризують вартість компанії, розуміти, що йдеться не про абстрактні «теоретичні формули», а про гроші, які будуть втрачені при прийнятті невірної рішення або при відмові від рішення ефективного.

Вартість бізнесу найбільш коректно визначати як наведену вартість грошових потоків, що генеруються ним. Формально це можна уявити у вигляді  $V = \sum_{t=1, \dots, T} PV(FCF_t) + PV(TVT) + PV(TS) + PV(SE)$

Перше доданок є сумарна наведена вартість вільних грошових потоків, що генеруються компанією протягом певного доступного для огляду майбутнього проміжку часу (планового горизонту T), друге - наведена на сьогоднішній день вартість компанії на кінець планового горизонту (т.зв. terminal value - залишкова вартість), третє - наведена вартість податкового захисту (економії на податкових платежах), пов'язаної з борговим фінансуванням, нарешті, четверте - наведена вартість грошових потоків, які отримують інвестори, але невраховані в перших трьох компонентах.



Ця формула оцінює вартість підприємства як суму вартості позикового та власного капіталу. Найважливішим і найскладнішим елементом оцінки є прогнозування вільного грошового потоку, оскільки крім суто облікових проблем (як одержати достовірні значення вільного грошового потоку за доступною інформацією) занадто багато випадкових чинників впливають нього. Не менш важливо, що визначаючи сукупну вартість позикового та власного капіталу, ми ігноруємо вплив інших сторін на грошовий потік та його розподіл. Потоки, які компанія може створити для інвесторів (власників та кредиторів) залежать не тільки власне від ефективності бізнесу, а й від владних можливостей та пов'язаних із ними дій усіх зацікавлених сторін.

Потенційно цей вплив покликаний відобразити четвертий доданок (аббревіатуру можна умовно розшифрувати як *side effects*). Якщо інвестор може отримувати додаткові (крім вільного грошового потоку) вигоди, пов'язані з реалізацією продукції через пов'язані фірми, постачання сировини та матеріалів, зниження оподаткування (наприклад, через «офшорні» схеми), це безумовно позначиться на його оцінці бізнесу. Значення всіх цих «побічних» ефектів може бути настільки великим, що бізнес, що генерує негативний вільний грошовий потік, має значну вартість з погляду інвестора.

Інша ключова проблема – за якою ставкою дисконтувати грошові потоки. Загальне правило визначення ставки дисконту не підлягає сумніву:

Ставка дисконту ( $r$ ) = Безризикова ставка + Премія за ризик

Найчастіше, ставку дисконту визначають як середньозважену ставку з різних джерел капіталу (т.к. різні форми вкладень у одні й самі активи характеризуються різним ризиком), наприклад

$$r = rD \cdot d + rE \cdot e,$$

$d$  - частка боргового фінансування у капіталі,

$e$  – частка власного капіталу,

$rD$  - вартість залучення позикового капіталу (середньозважена ставка за боргами),

$rE$  – вартість залучення власного капіталу.

Якщо ставки виражені в післяподатковому обчисленні (податковий захист за відсотковими платежами враховано у ставці дисконту), то у наведеній вище формулі вартості бізнесу  $TS = 0$ . Існування єдиної ставки, об'єктивно відбиває ризики бізнесу - лише теоретична абстракція - властивість досконалого ринку. Проте, постулати фінансової теорії важливі й у розуміння реальних проблем.

Насамперед, це стосується факту, що величина премії за ризик визначається тим, як кореловані потоки, що генеруються даним бізнесом і доходи за іншими активами, що належать інвестору. Іншими словами, важливо, не те - скільки ризику несе у собі бізнес, а скільки ризику він додає до сукупних активів даного інвестора. Це означає, що премія за ризик для певного інвестора може бути негативною - якщо прибутковість бізнесу назад пов'язана з прибутковістю активів та/або рівнем добробуту інвестора. Людина може задовольняти невеликий (менше безризикової ставки) дохід від активу, якщо цей актив страхує його від несприятливих ситуацій. Всі перелічені аргументи призводять до важливого висновку - об'єктивної та однозначної оцінки вартості бізнесу (незалежної від структури вимог до активів, розподілу владних повноважень, інтересів конкретного інвестора) насправді може просто не існувати, але в той же час для кожної конкретної угоди (поглинання, злиття), Випуск акцій, реструктуризація бізнесу і т.д.) можуть бути визначені межі вартості компанії, в рамках яких угода можлива і вигідна для даного інвестора.

## **Висновки до другого розділу**

Завдяки проведеним аналізам та розрахункам, ми можемо зробити висновки про те, наскільки важливо в сучасній економіці застосовувати різноманітні заходи для збільшення вартості підприємства (бізнесу). На прикладі розрахунків вартості «Ардіс» видно наскільки велика різниця між вартістю підприємства до і після застосування заходів щодо збільшення вартості, інакше кажучи, це і є управління вартістю.

І якщо компанія «Ардіс» застосувала б мною запропоновані заходи, збільшення розміру власних оборотних коштів за рахунок довгострокових зобов'язань, це дозволило б компанії отримати додатковий прибуток, розширитися, а також збільшити свою вартість.

Таким чином, проведений аналіз дозволяє зробити висновок, що запропоновані заходи дозволяють досягти основної своєї мети - збільшення вартості ТОВ «Ардіс» у довгостроковій перспективі.

## РОЗДІЛ 3

### КОНЦЕПЦІЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА (БІЗНЕСУ)

#### 3.1. Зміст концепції управління вартістю підприємства (бізнесу)

Розвиток ринкових відносин викликає низку нових теоретичних та практичних проблем. Значне місце у тому числі займає управління вартістю підприємства. Зміна вартості підприємства за певний період є критерієм ефективності господарської діяльності, в якому враховується практично вся інформація, пов'язана з його функціонуванням. Тому керівництво підприємства має приділяти увагу процесам керування вартістю.

Вирішенням цієї проблеми протягом останніх років активно займаються як зарубіжні, так і вітчизняні вчені, при цьому одні автори пропонують загальне визначення, інші акцентують увагу на процесі управління, треті – на системі управління.

Вартість (Value based management / VBM), її появу відносять до середини 1980-х гг. Управлінські рішення компанії мають оцінюватися з погляду їхнього впливу на її ринкову дохідність. У 1990-х роках. цей метод прийшов до Європи та Азії, а кілька років тому його почали використовувати і великі українські компанії, які хотіли відповідати вимогам західного інвестора.

Інструментарій вартісної оцінки інтегрується у процес вироблення управлінських рішень. «Основні принципи оцінки бізнесу дають розуміння фундаментального взаємозв'язку між стратегією, операціями та фінансовими результатами, спрямовують зусилля менеджерів на пошук альтернатив, що дозволяють дійсно ефективно долати як зовнішні сили конкуренції, так і внутрішню протидію, пов'язану зі стереотипами корпоративної культури, що склалася»: [45].

У вирішенні конкретних оперативних та ключових специфічних проблем компанії, які мають практично здійснювати менеджмент, слід розмежувати і виділити дві моделі аналізу діяльності компанії. Перша модель – бухгалтерська,

друга – фінансова. Відмінності моделей аналізу діяльності підприємства мають важливий характер.

«Концепція управління вартістю компанії заснована на зміні парадигми аналізу компанії, вибудовуванні його на принципах фінансової моделі, перетворенні цієї моделі на фундамент обґрунтування ключових рішень, на відмові від половинчастості, двоїстості та непослідовності його застосування на практиці»[34].

Концептуально система управління вартістю підприємства має розглядатися одночасно у статиці та динаміці, тобто як структура та як процес.

«Для вирішення поставленого завдання щодо розробки системи керування вартістю підприємства доцільно скористатися основами кібернетичного підходу. Відповідно до цього підходу система управління – це сукупність двох взаємодіючих підсистем (керуючої – суб'єкт управління та керованої – об'єкт управління), які утворюють нову систему. У цьому керуюча підсистема формує управлінський вплив, а керована - відчуває у собі сформовані впливу. У кожній без винятку системі управління є прямий зв'язок - зв'язок підсистеми, що управляє, з керованою; протилежні за напрямом дії - зворотний зв'язок (від керованої підсистеми до керуючої). Так, суб'єкт управління каналом прямого зв'язку впливає об'єкт, коригуючи впливу нього навколишнього середовища. Це призводить до зміни стану керованого об'єкта - він змінює свій вплив на довкілля»: [18].

Керована підсистема є сукупністю процесів формування вартості підприємства. Керуюча підсистема є ієрархічною структурою, що відповідає організаційній структурі підприємства.

«Складовими процесу управління є: отримання управляючою ланкою інформації, переробка інформації з метою вироблення рішення, переробка рішення для реалізації. Елементарний цикл завжди виступає оперативним стосовно розширеного, незалежно від ієрархії у структурі управління. Якщо розширений цикл управління відповідає рівню вищого керівництва підприємства (власники, власники), то елементарним по відношенню до нього є

рівень середнього керівництва: колективне (збори акціонерів); колегіальне (поради директорів, правління); одноосібне (генеральні директори). Якщо як розширеного циклу розглядаються керівники середнього рівня, то елементарним циклом по відношенню до нього виступає рівень нижчого керівництва підприємства (топ-менеджери) і т. д. Досліджувана система управління вартістю підприємства належить до другого рівня взаємозв'язку. З метою встановлення змісту та зв'язків функцій управлінського циклу в системі управління умовно виділяються три основні блоки функцій: вирішальний, перетворюючий та інформаційно-контрольний»: [38].

Також і управління вартістю фірми – розглядається, як комплексний процес. З іншого боку, управління вартістю має виходити із необхідності задоволення очікувань усіх «зацікавлених осіб». «З'єднуючи обидві сторони, виділимо п'ять складових управління вартістю:

- стратегічне планування інвестиційної вартості;
- оперативне планування створення вартості;
- моніторинг та управління факторами вартості;
- система мотивації та винагороди, пов'язана з вартістю компанії;
- система комунікацій з інвесторами»: [43].

Вартісне управління організацією включає кілька етапів:

- аналіз стану фірми та підприємницького середовища;
- зіставлення нинішнього стану з цільовим, прийнятим за зразок;
- розробка заходів щодо вдосконалення показників;
- реалізація розроблених заходів.

Традиційно існують три підходи до оцінки діяльності компанії: прибутковий, витратний та порівняльний.

На величину оцінної вартості впливає ціла сукупність чинників. «Загальна вартість бізнес-одиниць є в цілому вартість фірми, отже, управління вартістю компанії нездійсненне без ефективного контролю за вартістю кожного підрозділу бізнесу»: [34].

В основі прибуткового підходу лежить один, основний фактор, що визначає величину вартості підприємства. Існує низка факторів, що супроводжують одержання доходу: період отримання доходу, ступінь та вид ризику. Розрізняють два методи реалізації прибуткового підходу: дисконтування та капіталізація.

Сутність дисконтування – це визначення реальної вартості майбутніх доходів, які з'являться в результаті діяльності фірми та можливого подальшого продажу.

Метод аналогічних організацій та метод угод, по суті, однакові, відмінність полягає лише у величині оцінюваного інвестованого капіталу чи пакету акцій власного капіталу підприємства.

### **3.2. Рекомендації щодо розробки нової стратегії зростання вартості компанії «Ардіс»**

Стратегії розвитку організації можна розділити втричі категорії: операційні, інвестиційні, фінансові. Розглянемо кожен із трьох запропонованих напрямків більш детально.

Операційна стратегія.

Операційні стратегії спрямовані на підвищення ефективності основної діяльності і полягають в ефективному використанні всіх засобів, інвестованих в обслуговування обраних ринків, а також у встановленні відповідних цін і систем обслуговування, конкурентоспроможних для задоволення потреб клієнтів.

Виходячи з інтенсивної заміни виробничо-технічної бази, будівельно-монтажних робіт, автоматизації виробничого процесу, які проводяться на підприємстві ТОВ «Ардіс», можна запропонувати наступні операційні стратегії збільшення вартості компанії:

1) Стратегія збільшення вартості підприємства з допомогою зниження частки витрат заробітну плату.

Виходячи із збільшення автоматизації виробничого процесу, дана стратегія може з великою ймовірністю мати місце на підприємство «Ардіс». Говорячи про підсумки реалізації запропонованих операційних стратегій, варто відзначити, що зниження частки витрат на заробітну плату на 5% призведе до збільшення вартості компанії до 1086 тис. грн. (215%).

2) Стратегія збільшення вартості підприємства з допомогою підвищення якості своєї продукції.

З метою підвищення якості продукції планується подальше вдосконалення виробничо-технічної бази, за рахунок поступової заміни парку обладнання, а також планується приділити увагу кадровій політиці.



Рис. 3.1. «Дерево рішень» для операційної стратегії розвитку ТОВ «Ардіс».

Плануються такі етапи підготовки персоналу ТОВ «Ардіс»:

- навчання оперативного персоналу, обґрунтоване запровадженням нових технологій;
- необхідність перекваліфікації управлінського персоналу відповідно до вимог ринку.



Реалізація цієї стратегії передбачає наявність витрати на навчання у короткостроковій перспективі, однак у довгостроковому періоді це сприятиме збільшенню вартості компанії. Реалізація стратегії підвищення якості виробленого продукту дозволить збільшити обсяг продажу, проте складність полягає в тому, щоб встановити, наскільки збільшиться виторг. Тому з метою перевірки впливу другої операційної стратегії на величину вартості компанії, припустимо, що покращення якості виробленого продукту призведе до збільшення виручки на 5%. Відповідно вартість компанії «Ардіс» збільшиться до 131 77 тис. грн. (260%).

Виходячи з проведеної оцінки стратегій видно, що стратегія збільшення якості продукції, а відповідно, виручки дозволяє збільшити вартість компанії на 260% порівняно зі стратегією №2 (215%), проте це не означає, що вона буде більш ефективною в довгостроковій перспективі. Виходячи з перспектив розвитку ринку та компанії в цілому, найбільш доречним буде поєднання цих стратегій.

Інвестиційна стратегія.

Інвестиції – основна рушійна сила будь-якого бізнесу, вони базуються на планах розподілу наявних коштів, і навіть планах залучення додаткового фінансування.

З метою збільшення вартості ТОВ «Ардіс» можуть бути реалізовані такі інвестиційні стратегії:

- 1) продаж непрофільних активів та незавершеного будівництва: гаражі, склади та інші господарські споруди.

Загальною оцінюваною вартістю 10500 тис. гривень. Це дозволить збільшити вартість оцінюваної компанії до 60 877 тис. гривень.

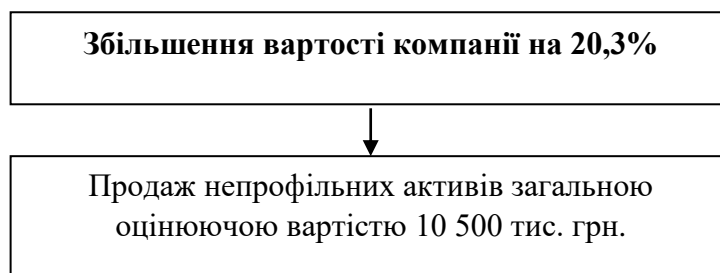


Рис. 3.2. «Дерево рішень» для інвестиційної стратегії розвитку

2) ТОВ «Ардіс» продовжує здійснювати інвестиції, створені задля розширення виробничих потужностей та придбання устаткування, розвиток системи продажу та скорочення витрат.

Так, у рамках інвестиційного проекту буде встановлено та запущено нову виробничу лінію. Проект був ще одним кроком у вдосконаленні виробничих потужностей фабрики.

Фактична інформація про проект:

- Загальний обсяг інвестицій, вкладених у проект: 19550 тис. грн
- Виробник обладнання: AWEMA AG, Швейцарія
- площа, яку займає лінія: 426 кв. м.
- продуктивність: максимально 14,5 тонн продукції на добу.

В результаті компанія зможе збільшити обсяг виручки на 3%, відповідно вартість компанії «Ардіс» збільшиться до 99 305 тис. грн.

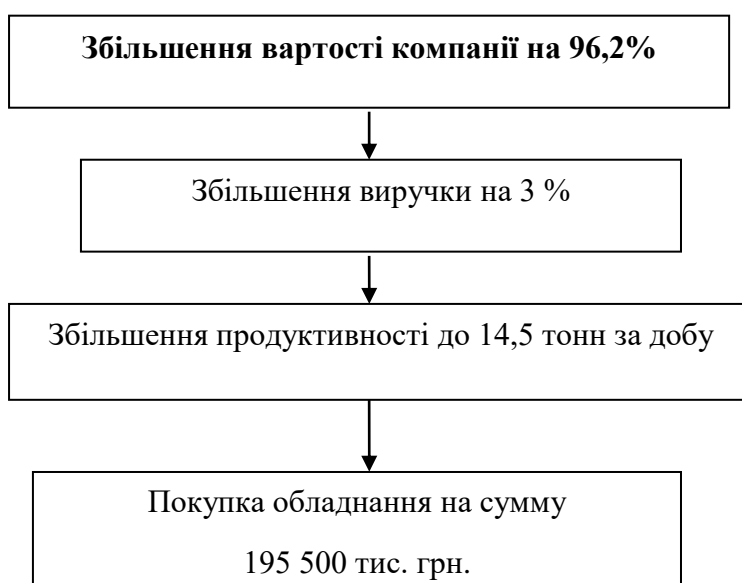


Рис. 3.3. «Дерево рішень» для інвестиційної стратегії розвитку

Розглянуті інвестиційні стратегії також є взаємовиключними, і підвищення вартості компанії у довгостроковій перспективі можуть доповнювати одна одну.

Фінансова стратегія.

Фінансові стратегії охоплюють різні варіанти фінансування інвестицій та виробничої діяльності компанії у довгостроковій перспективі.

З метою збільшення вартості ТОВ «Ардіс» можуть бути реалізовані такі фінансові стратегії.

1) Стратегія збільшення вартості підприємства з допомогою підтримки оптимальної структури капіталу.

У рамках цієї стратегії передбачається випуск звичайних акцій номінальною вартістю одного цінного паперу 100 гривень. Кількість цінних паперів випуску складатиме 500 000 штук.

Ця емісія призведе до підвищення вартості підприємства до 95 108 тис. грн.

2) Стратегія збільшення вартості підприємства з допомогою вибору оптимального варіанта фінансування інвестицій.

У межах цієї стратегії передбачається залучення кредитних ресурсів. З урахуванням темпу зростання залишковий період, сума кредиту становитиме 7 000 тис. грн., відсоткова ставка за кредитом дорівнює 18%.

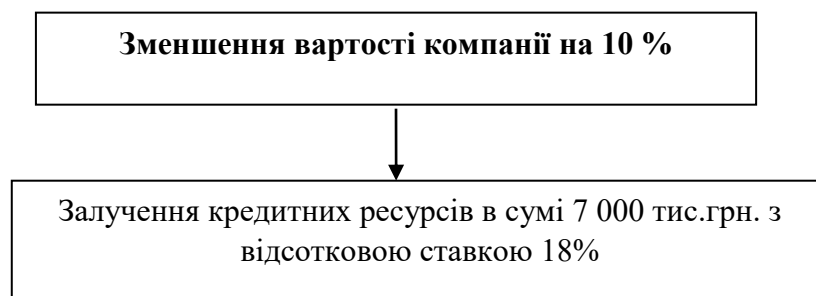


Рис. 3.4. «Дерево рішень» для фінансової стратегії вибору оптимального варіанта фінансування інвестицій.

У свою чергу вибір цієї стратегії сприятиме зменшенню вартості ТОВ «Ардіс» до 45657 тис. грн.

Комплексна стратегія ТОВ «Ардіс».

Розглянуті операційні та інвестиційні стратегії є взаємовиключними, і підвищення вартості компанії у довгостроковій перспективі можуть доповнювати одна одну.

- Зниження витрат на заробітну плату на 3% дозволяє збільшити вартість компанії на 215%,

- Підвищення якості продукції дозволить у довгостроковій перспективі збільшити вартість на 260%.

- продаж непрофільних активів (20,3%) та розширення виробничих потужностей (96,2%).

Виходячи з оцінки фінансових стратегій та співвідношення власного та позикового капіталу (2021 р. коефіцієнт фінансової залежності становив 0,93), доцільніше буде вибрати стратегію підтримки оптимальної структури капіталу, яка дозволить збільшити частку власного капіталу компанії.

Якщо ж дивитися на всі види стратегій, то вигіднішими є операційні, тому на даному етапі розвитку компанії краще керуватися ними.

Оцінюючи бізнесу об'єктом виступає діяльність, спрямовану отримання прибутку.

«В економічній літературі основні групи факторів вартості бізнесу розглядають із наступних позицій:

- Чинники, які впливають вартості бізнесу з позиції зміни організаційної структури, зокрема зміни грошового потоку і сукупного ризику підприємства;

- Чинники, що впливають величину вартості бізнесу з позиції поєднання мікро- і макроекономічних позицій, мають як внутрішню, і зовнішню природу стосовно підприємству»: [51].

Розглянемо дані групи чинників докладно і розпочнемо із групи чинників, які впливають вартість бізнесу з позиції зміни організаційної структури.

В основі таких змін знаходиться прагнення підприємств до максимізації прибутку. У цьому доцільність процесу консолідації перебуває у компетенції власника цього бізнесу. Також важливим моментом накладає і відношення змінних та постійних витрат, оскільки найбільший ефект досягатиметься під час управління постійними витратами. Так, при об'єднанні декількох бізнесів в один або кілька проектів у рамках одного бізнесу відбувається вигідне розподілення постійних витрат між усіма суб'єктами бізнесу (або проектів у рамках одного бізнесу, або різних незалежних раніше бізнесів).

Перейдемо до вивчення ефекту різниці між ринковою ціною компанії та вартістю її заміщення.

Прояв ефекту пов'язані з можливістю ефективнішого придбання підприємства проти його будівництвом.

Наступним не менш важливим є податковий ефект. Суть даного ефекту полягає у більшості випадків не відповідає балансовій вартості активів.

І останнім із чинників цієї групи є ефект акумулювання коштів, з метою їхнього подальшого інвестування.

Викликані консолідацією інформації з усіх напрямків діяльності у стандартні форми. Розукрупнення дозволить формувати подібні документи персонально в кожному напрямку.

Ключова фігура у посібнику або якість посібника. Цей компонент, безсумнівно, сильно впливає вартість бізнесу, оскільки цей чинник часто безпосередньо впливає рішення як виробничих і збутових питань.

Фінансова структура. У цьому випадку йдеться про співвіднесення в рамках фінансового аналізу розрахованих показників по підприємству.

Диверсифікація територіальна та виробнича. Виробнича диверсифікація - виробництво товарів та надання послуг компанією, що належать до різних галузей та підгалузі. Компанія може вважатися диверсифікованою тільки в тому випадку, якщо грошові потоки (доходи), що отримуються від різних сфер діяльності, можна порівняти за величиною. Прибутки від діяльності бізнесу

мають слабо корелювати, тобто не взаємопов'язані. Стійкість більш диверсифікованого підприємства за інших рівних умов, очевидно, вища порівняно з менш диверсифікованим.

Цей ефект можна досягти при розділенні та виділенні бізнесу. Суть даного ефекту полягає у можливості перенесення ризикових операцій або подій у новостворене підприємство.

Наступною групою чинників, які впливають величину вартості бізнесу з позиції поєднання мікро- і макроекономічних позицій, мають як внутрішню, і зовнішню природу стосовно підприємству.

Він виражається уподобаннями споживачів, які аналізують діяльність підприємства з позиції співвідношення «прибутковість – ризик», а також його ліквідності, тобто можливості перепродажу без істотної втрати вартості.

Ризик отримання прибутків, що виражається у можливості досягнення запланованих значень грошових потоків.

Тимчасовий розрив між моментом вкладення коштів з боку інвесторів та отриманням доходів.

Контроль. Даний чинник є важливим, оскільки торкається правового питання реалізації своїх прав як нового власника.

Співвідношення попиту та пропозиції. Дане співвідношення можна вважати ключовим, оскільки при ринкових відносин зростання попиту завжди призводить до зростання ціни бізнесу. У цьому слід зазначити чинник відкритості підприємства над ринком.

Таким чином, розглянуті фактори, що впливають на вартість бізнесу, мають різнобічний характер, і вимагає обліку.

Ще одні чинники, які впливають вартість компанії є показники її бухгалтерської звітності, якою у багатьох випадках керуються інвестори в оцінці вартості бізнесу.

Так, дані чинники, які впливають вартість компанії умовно поділяють на рівні. «Перший рівень – це величина чистого прибутку та джерел фінансування

бізнесу. Ці фактори є «формульними», тому що визначаються з показників економічно доданої вартості та акціонерної доданої вартості»:[32].

«Фактори другого рівня поділяються на дві групи: фактори, що діють на величину чистого прибутку (виручка, витрати, податки), та фактори, що впливають на частку акціонерного капіталу (плата за інвестований капітал)»:[20].

Нарешті, фактори третього рівня, які значно впливають на фактори другого рівня.

Отже, головну роль межах управління вартістю підприємства відіграють чинники, впливаючи куди менеджмент компанії може управляти вартістю, т. е. нарощувати їх у часовому діапазоні.

Зі сказаного вище можна зробити висновок, що «формування механізму управління вартістю підприємства дозволить підвищити ринкову вартість компанії, зробити бізнес привабливішим для інвесторів»:[12]. Для цього особливо необхідно постійно оцінювати стан фірми, аналізувати фактори та показники її вартості, а також у перспективі забезпечити інтеграцію системи, що розробляється, з системою бюджетування, управлінського та фінансового обліку.

### **3.3. Впровадження системи управління вартістю**

Система (Value based management) дозволяє підвищити ефективність діяльності конкретної компанії, використовуючи найсучасніші методики та досвід роботи інших компаній.

У режимі реального часу VBM надає можливість користуватися необхідною інформацією завдяки діючій єдиній базі даних. Ця перевага підвищує рівень контролю на підприємстві.

Саме ці цілі ставляться акціонерами перед фінансовими директорами. Щоб вирішити вищезазначені завдання, фінансовому директору необхідно, як правило, подолати низку проблем, що виникають практично на будь-якому середньому, і тим більше великому підприємстві, що має мережу філій.

Процеси мають бути зрозумілими не тільки для внутрішніх, але й для зацікавлених зовнішніх користувачів у межах наданих їм та необхідних, на думку керівництва компанії, повноважень.

По-друге, «важливо добиватися зростання довіри до компанії на ринку з боку акціонерів, інвесторів, кредиторів та контрагентів. Це принесе такі плюси, як:

- підвищення ліквідності цінних паперів;
- збільшення сум та зниження відсоткових ставок за кредитами;
- продаж контрагентами товарів за договорами із наступною оплатою» :[47].

По-третє, слід збільшити рентабельність інвестицій у інформаційні технології. Нині впровадження нових програм управління підприємствами потребує великих інвестицій і багато часу. Фінансовим директорам необхідно обґрунтувати вигідність та доцільність такого впровадження. У цьому підтвердження ґрунтуються на двох основних принципах: швидкості віддачі та прибутковості. Для розрахунку ефективності застосовують такі коефіцієнти, як:

- показник повернення інвестицій (ROI);
- загальна вартість володіння.

Саме тому рішення про доцільність впровадження VBM системи та вибір програмного продукту займає багато часу [53].

По-четверте, спростити внутрішні бізнес-процеси, що може бути досягнуто переважно за рахунок зміни структури компанії.

Необхідно відзначити, що у ряді випадків бувають процеси, з якими VBM системи не працюють, тому паралельно можуть працювати додаткові програмні продукти. У разі необхідно зробити програми вторинними стосовно VBM системі, передбачивши обмін даними між системою і програмами.

За впровадження системи у компанії відповідальним є фінансовий директор, а також директор з інформаційних технологій. Фінансовий директор має зайняти лідируючу позицію щодо впровадження та можливої зміни діючих бізнес-процесів та структури компанії. У зв'язку з цим, зразкову схему VBM системи для підприємства можна подати на малюнку 6.



Фінансовий директор прагне отримати максимальну вигоду від змін, що відбуваються в компанії. Дані зміни мають торкнутися як якісні показники компанії, зокрема, ефективність впровадження нових методів обробки операцій, і кількісні - трудовитрати і швидкість проведення однієї операції.

Вочевидь, що інтеграція VBM систем спрямовано збільшення акціонерної вартості компанії, проте задля досягнення цієї стратегічної мети слід визначитися з більш чіткими тактичними цілями.

«Тактичні цілі при управлінні вартістю підприємства визначаються характером операцій з майном заради збільшення вартості підприємства та полягають у таких діях, як:

- підвищення ефективності поточного управління;
- купівля/продаж підприємства;
- реорганізація, ліквідація підприємства;
- розробка стратегії розвитку підприємства
- страхування, у якого виникає необхідність визначення вартості активів напередодні втрат,
- інвестиційне проектування;
- Фінансові рішення»:[48].

Для реалізації поставленої мети розробляються стратегії формування вартості підприємства, що відображають способи досягнення цілей. У цьому стратегії необхідно представляти як набір коштів, інструментів, принципів, правил і методів дій підприємства, вкладених у максимізацію вартості підприємства. На цьому етапі, відштовхуючись від величини вартості підприємства, розробляються середньострокові та довгострокові стратегії.

Координація лише на рівні розширеного циклу управління допускає напрям, узгодження зусиль працівників всіх підрозділів підприємства з реалізації стратегії формування вартості фірми. Визначають вертикальну та горизонтальну координацію. Вертикальна координація діяльності діє у напрямку зверху вниз по ланцюгу розподілу повноважень і полягає у доведенні цілей та завдань до керівників підрозділів, забезпечення взаємозв'язку між

ними по вертикалі. Горизонтальна координація полягає у забезпеченні ритмічної, узгодженої діяльності підрозділів підприємства, які не мають між собою вертикальних взаємозв'язків.

Мотивація реалізації стратегій формування вартості підприємства передбачає розробку комплексу заходів щодо стимулювання діяльності персоналу, спрямованого на досягнення цілей підприємства. Ефективна робота підприємства залежить від того, наскільки надійно та сумлінно кожен співробітник виконує свої обов'язки та докладає додаткових зусиль, виявляє ініціативу. Усе це можливо розробки систем і важелів стимулювання, з метою переконання, передусім управлінського персоналу, у необхідності робіт із реалізації стратегії формування вартості підприємства.

«В інформаційно-контрольному блоці розширеного циклу здійснюється не лише збір, накопичення та обробка інформації, а й контроль за реалізацією стратегій формування вартості підприємства. У загальній системі управління контроль постає як елемент зворотного зв'язку. Контроль за виконанням стратегій формування вартості підприємства передбачає порівняння запланованих показників роботи об'єкта управління з фактично досягнутими, визначення різниці між ними. За підсумками контролю як елемента зворотний зв'язок здійснюється корекція раніше прийнятих рішень, планів»:[25].

Управлінські функції елементарних циклів також об'єднані у три блоки: інформаційно-контрольний, вирішальний та перетворюючий. На елементарному циклі управління вирішальному блоці здійснюється функція планування. Зміст цієї функції на елементарному циклі полягає у плануванні роботи з окремою виконавцю, терміну, ресурсам. Завдання передаються в перетворюючий блок для організації роботи за окремим виконавцем, терміном, ресурсами, далі координація та мотивація.

Тому підприємство, орієнтоване зростання прибутку, збільшення частки над ринком, зростання акціонерної вартості, має мати стратегію розвитку. Стратегія компанії включає такі складові:

- планування розвитку, включаючи обсяг випуску та збуту;

- бюджетування;
- оцінка ризиків;
- політика в галузі злиття та поглинання.

Впровадження системи управління, орієнтованої на зростання вартості - процес досить довгий, і перед початком роботи мають бути проаналізовані та прийняті рішення за такими напрямками діяльності:

- виявити процеси, які впливають на вартість;
- визначити рівень впливу кожного фактора на вартість, як позитивну, так і негативну;
- виділити структурні підрозділи, від яких залежить зміна вартості.

Цей підхід дозволяє оцінити кожен підрозділ компанії та її внесок у створену вартість. На початку року відповідно до затвердженої стратегії розвитку перед кожним підрозділом планується план роботи та показники, яких він має досягти. Ключові показники ефективності розробляються з очікуваних вигод. Всі показники об'єднуються в єдиній панелі індикаторів у VBM системі, яка показує внесок кожного підрозділу у створювану вартість компанії [68].

Тим самим кожен співробітник може отримувати найважливішу інформацію у реальному часі. Індикатори компанії представляються у максимально наочному вигляді, завдяки чому досягається прозорість цілей та результатів роботи кожного підрозділу. Постійно пробачається аналіз показників, їх порівняння у поступовій динаміці, що необхідно для виявлення взаємозв'язків з-поміж них. Щоквартально моніторинг досягнутих результатів допомагають забезпечувати зацікавленість співробітників у якісному виконанні роботи та підвищенні продуктивності праці.

За підсумками довгострокового плану будується бюджет компанії терміном 1 рік. Принципи побудови бюджетів однотипні всім компаніям:

- фіксування певного ліміту витрат за кожним підрозділом;
- розбивка видатків відповідно до бюджетних статей;
- контроль відповідності структури бюджету та фактичних видатків.

Після складання та затвердження бюджету, бюджет завантажується у VBM систему, яка автоматизує бюджетний процес. Автоматизація дозволяє скорочувати час узгодження, вводити додаткові дані про притоки / відтоку коштів у момент здійснення угод, робити доступним перегляд виконання бюджету всім зацікавленим користувачам у межах делегованих ним прав.

Останнім часом деякі компанії відмовляються від складання бюджету. Пропонується будувати графіки генерування доходів компанії відповідно до стратегії її розвитку. «При цьому пропонується значно спростити ланцюжок узгодження витрат, надати більше свободи директорам департаментів та фінансовому директору, запровадити не лише персональну відповідальність за рішення, що приймаються, а й систему заохочень. Необхідно орієнтувати співробітників працювати на кінцевий результат.»:[39].

Відмова від написання бюджетів обумовлена такими факторами:

- бюджетний контроль може гальмувати зміни через тривалий процес узгодження та затвердження;
- складність у перенесенні бюджетних видатків з одного періоду на інший;
- жорсткий бюджетний контроль може перешкодити впровадженню нових напрямів, що диктуються ринком, що може призвести до втрати лояльності покупців;
- погіршення відносин з постачальниками через прострочені оплати через неузгодження вчасно видатків з бюджетом.

За підсумками бюджету розробляється план руху коштів у місяць. Цей план будується по кожному підрозділу відповідно до затвердженого бюджету, але складається з розбивкою по днях. Основна мета плану руху коштів - забезпечити ліквідність підприємства.

Для підвищення ефективності управління підприємством необхідно постійно порівнювати затверджену стратегію розвитку з поточною діяльністю підприємства міста і досягнутими результатами. Однак на шляху розвитку відповідно до стратегії компанія стикається з багатьма видами ризиків. Тому підвищення ефективності діяльності підприємства вводиться управління

ризиками. Впровадження системи управління ризиками диктує необхідність виділення основних ризиків, які можуть суттєво вплинути на кінцеві результати діяльності підприємства. Цей процес включає такі етапи.

Визначення основних ризиків. Компанії необхідно дослідити всі можливі ризики, які безпосередньо чи опосередковано можуть завдати шкоди компанії. Ризики заносяться до загальної бази даних ризиків у VBM системі.

Вивчення ступеня впливу ризиків. Кожен виділений ризик повинен бути розрахований у кількісному вираженні та визначено ступінь його можливого впливу на основні показники компанії – капіталізацію та прибуток. Для розрахунку впливу кожного окремого ризику, і сукупності ризиків будуються динамічні моделі. Моделювання ризиків здійснюється на основі даних бухгалтерського та управлінського обліку, а також експертних оцінок.

Відстеження ризиків. Управлінські рішення приймаються на основі двох складових: стратегія та ризик. По-перше, прийняте управлінське рішення має відповідати прийнятій стратегії компанії, по-друге - ризики, супутні даному рішенню, розраховуються, виходячи з різних сценаріїв розвитку компанії.

Контроль ризиків. Система VBM дозволяє автоматично будувати сценарії розвитку та відстежувати основні види ризиків. Важливу роль контролю за ризиками відводиться коректної інформації.

Існує широкий спектр інструментів, що дозволяють захистити компанію від ризиків та звести їх до нуля. Одними з найпопулярніших інструментів є страхування та хеджування. Але користування цими інструментами платне.

Ступінь страхування визначається тим, на яку суму застрахований ризик і яку компенсацію отримає компанія при його настанні щодо вартості ризику, що страхується. Для розрахунку сум грошових коштів, які можна направити на страхування ризиків, необхідно визначити середні збитки за даними категоріями ризиків та страхові премії, і тільки після цього можна дійти висновку, що деякі очевидні ризики, які страхують усі, наприклад, обладнання, можна і не страхувати, оскільки страхові премії у кілька разів перевищують страхові виплати [62].

Виживають і розвиваються найсильніші компанії, використовуючи різні способи, у тому числі за допомогою політики злиття та поглинання (M&A). Злиття компанії починає плануватися задовго до офіційного оголошення про такий намір. Підготовка полягає у приведенні внутрішніх процесів у компаніях до єдиного знаменника. Найважливішим елементом під час злиття компаній є підготовка VBM системи. Це необхідно для швидшого проведення операції зі злиття, а також надання у термін фінансової звітності по новій консолідованій компанії.

### **Висновки до третього розділу**

Зі сказаного вище можна зробити висновок, що формування механізму управління вартістю підприємства дозволить підвищити ринкову вартість компанії, зробити бізнес привабливішим для інвесторів. Для цього особливо необхідно постійно оцінювати стан фірми, аналізувати фактори та показники її вартості, а також у перспективі забезпечити інтеграцію системи, що розробляється, з системою бюджетування, управлінського та фінансового обліку.

Відкриті компанії дедалі частіше оцінюються фахівцями з різних цілей: інвестиційних, ліквідаційних – із застосуванням різних методів оцінки.

Оцінка вартості компанії за допомогою моделі DCF – це дуже складний і трудомісткий процес, проте в усьому світі він визнаний найбільш теоретично обґрунтованим методом оцінки бізнесу діючих підприємств.

Головна перевага методу полягає в тому, що він єдиний з відомих методів оцінки, який ґрунтується на перспективах розвитку ринку в цілому та підприємства зокрема, а це найбільшою мірою відповідає інтересам інвесторів.

Крім того, він дозволяє врахувати несистематичні зміни потоку доходів, які не можна описати якоюсь математичною моделлю.

Тому привабливе його використання в умовах української економіки, що характеризується мінливістю цін на готову продукцію, сировину, матеріали та інші компоненти, що істотно впливають на вартість бізнесу, що оцінюється.

На прикладі ТОВ «Ардіс» було застосовано дві методики оцінки вартості компанії: метод DCF та метод капіталізації прибутку.

Варто відзначити, що вибрані методи дають досить точну оцінку вартості компанії, розбіжність становить трохи більше 2%.

На підставі проведених розрахунків компанії «Ардіс» були запропоновані операційна, фінансова та інвестиційна стратегії, основною метою яких є подальший розвиток системи стратегічного управління для забезпечення гарантованого стабільного позиціонування компанії на ринку в умовах зростаючої конкуренції та економічного середовища, що змінюється.

Необхідно продовжувати вдосконалювати систему управління, нарощувати здатність менеджменту своєчасно адаптувати стратегію компанії і забезпечувати її ефективну реалізацію відповідно до зовнішніх факторів, що змінюються.

## ВИСНОВКИ І ПРОПОЗИЦІЇ

Інтерес до оцінки власності вперше був виявлений у класичній та сучасній економіці. До сорокових років минулого століття у багатьох країнах були розроблені переважно схожі між собою принципи та методики оцінки. До кінця сімдесятих років у міру розширення оціночної діяльності, розвитку міжнародних фінансових інститутів та інтеграції національних ринків виникла потреба вироблення єдиних міжнародних стандартів оцінки. У структурі цих стандартів важливе місце займає оцінка підприємства, що у ринковій економіці інтерпретується як оцінка бізнесу.

Сьогодні за терміном «Управління вартістю» стоїть процес безперервної максимізації вартості компанії. Воно має бути орієнтиром для прийняття рішень на всіх рівнях — від стратегічних, на рівні ради директорів до повсякденних оперативних рішень менеджерів нижчої ланки. Управління вартістю покликане розвинути у всіх працівників компанії вартісне мислення, що ґрунтується на ключових факторах вартості. Воно має покращити двосторонній обмін інформацією, оскільки дозволяє всім членам організації говорити однією, зрозумілою всім мовою. Його слід посилювати обговоренням підсумків діяльності, що вимірюються факторами вартості, та системами заохочення на основі вартості. І, нарешті, використання управління вартістю має супроводжуватися великими витратами.

Джерелом вартості служить комплекс взаємозалежних видів діяльності, які у більшості компаній вже налагоджені. Головне — якою мірою ці види діяльності пристосовані до створення вартості, а також чи цінності та поведінка, що сприяють створенню вартості, перетворилися на «спосіб життя» корпорації.

Хоча всі компанії, акції яких вільно звертаються на фондовому ринку, неминуче стикаються з необхідністю створення вартості для акціонерів, кожній з них доводиться вибирати свій шлях до мети, виходячи зі своїх стартових позицій та індивідуальних установок. Досягши належного порядку у



фінансових, стратегічних та організаційних галузях, компанії можуть досягти сталого підвищення ефективності своєї діяльності.

Усі дії компанії мають базуватися на вартісному мисленні, яке, своєю чергою, обумовлюється наявністю двох компонентів — системи вимірювання вартості та вартісної ідеології.

Головне питання, пов'язане з виміром вартості, полягає в тому, чи усвідомлюють менеджери, як створюється вартість і як фондовий ринок оцінює компанії. Якщо його конкретизувати, виникнуть такі питання. Чи вміють менеджери підтримувати рівновагу між довгостроковими та короткостроковими цілями чи їх цікавлять лише найближчі результати? Чи враховують вони при вимірі створюваної вартості показники вартості капіталу, якими характеризуються альтернативні інвестиційні рішення? На які критерії спирається прийнята в компанії система вимірювання вартості — економічні чи бухгалтерські?

Вартісна ідеологія відбиває зацікавленість вищого керівництва компанії у створенні вартості акціонерам. Така ідеологія проявляється в особливостях мислення та поведінки генерального директора. Чи прагне директор створити якомога більше вартості або лише такий її обсяг, який дозволить вгамувати надто жвавих акціонерів? І ще: він сприймає управління, орієнтоване на вартість, як спосіб життя чи лише як короткостроковий проект?

Вартісний підхід до управління має стати не просто гаслом, але повсякденною нормою, світоглядом менеджменту та стилем життя всієї організації.

Перехід на принципи Value Based Management не можна звести до «бізнес-інжинірингу» та реорганізації управлінського обліку на базі сучасної корпоративної інформаційної системи. Рух шляхом зростання вартості компанії - це важка робота, яку доводиться робити день у день у жорстких умовах конкурентного протистояння. Важко сказати, кому у цій справі належить провідна роль. Вартість, створена ефективною стратегією, налагодженим ланцюжком поставок та виробництва, енергійною командою маркетологів та

високопрофесійною службою роботи з персоналом, може бути набагато більшою, ніж внесок найвитонченіших фінансових інженерів. Але зрозуміло й інше. Ніхто не зможе краще ніж фінансовий професіонал, який має дар стратегічного бачення та розуміння інтегральної концепції бізнесу, визначити найважливіші точки докладання, потрібний час та оптимальний баланс узгоджених зусиль, здатних дати максимально можливий внесок у майбутній успіх компанії та благополуччя її інвесторів.

Управління вартістю – це процес безперервної максимізації вартості вашої компанії. Воно має бути орієнтиром для прийняття рішень на всіх рівнях — від стратегічних, на рівні ради директорів до повсякденних оперативних рішень менеджерів нижчої ланки. Управління вартістю покликане розвинути у всіх працівників компанії вартісне мислення, що ґрунтується на ключових факторах вартості. Воно має покращити двосторонній обмін інформацією, оскільки дозволяє всім членам організації говорити однією, зрозумілою всім мовою. Його слід посилювати обговоренням підсумків діяльності, що вимірюються факторами вартості, та системами заохочення на основі вартості. І, насамкінець, використання управління вартістю має супроводжуватися великими витратами.

Запропонований в даному дослідженні підхід до управління вартістю компанії з урахуванням ринкових та корпоративних очікувань в умовах динамічного ринку капіталу служить меті підвищення ефективності та адаптивності компанії до динамічного зовнішнього середовища, і дозволяє менеджменту:

- враховувати можливі відхилення ринкової вартості бізнесу від його внутрішньої оцінки у зв'язку з зміною значень фундаментальних факторів та ринкових настроїв, визначати можливі ринкові стани, оцінювати властиві їм характеристики;

- визначати переважний тип поведінки та застосовувати відповідні методи управління вартістю на всіх рівнях управління як внутрішньою, так і

ринковою вартістю з урахуванням особливостей поточної та прогнозованої ринкової кон'юнктури;

-вибирати інформаційний сигнал, проводити оцінку його значущості та ступеня впливу на капіталізацію компанії, а також оцінку ступеня та характеру реакції економічних агентів на переданий їм сигнал.

Розроблений підхід базується на вдосконаленій теоретичній підставі, яка передбачає мінливість ключових характеристик стану ринку, а також методологічно - на розгляді VBM як складної двосторонньо відкритої ймовірнісної системи. Сконструйовані в рамках даної системи моделі, що відображають структуру, різноманіття зв'язків та відносин VBM, враховують зовнішні фактори (настрою на ринку та характер ДКП), що формують стан ринку з властивими їм характеристиками.

Емпірична перевірка гіпотез, закладених у розширену автором теоретичну основу VBM, на даних українських корпораціях за період 2018 року по 2021 рік показала, що український ринок може перебувати в неефективних станах із властивими їм характеристиками. При цьому величина ключової характеристики (характер зв'язку між подією та аномальною зміною прибутковості активу) повністю відповідає раніше встановленим нами теоретичним оцінкам. Результати проведеного дослідження підтверджують потенційну застосування розробленого підходу і представляють його емпіричну інтерпретацію. Авторський підхід дозволяє менеджменту компаній формувати гнучку, адаптивну до мінливих зовнішніх умов стратегію, а також може використовуватися науковою спільнотою для подальшого пошуку можливостей удосконалення теоретичних засад корпоративних фінансів з метою підвищення адаптивності методів управління динамічними зовнішніми умовами. Особливого теоретичного та практичного значення при цьому набувають дослідження в галузі розробки методів оцінки вартості активів в умовах неефективного ринку, які на даний час є предметом наукових пошуків.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аксюк Я. А. Методичні підходи до визначення результативності управління маркетинговою підсистемою агропереробного підприємства. Український журнал прикладної економіки. 2019. Т. 4, № 4. С. 102-109.
2. Андрєєва Г.І. Організація і методика економічного аналізу: навчальний посібник. Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. 353 с.
3. Батрак О. В. Діагностика фінансової результативності підприємств з виробництва одягу: проблеми макро- і макрорівня. Інвестиції: практика та досвід. 2020. № 5-6. С. 47-53.
4. Бердар М.М. Фінанси підприємств : навч. посібн. К. : Центр учбової літератури, 2010. 352 с.
5. Березін О.В., Березіна Л.М., Бутенко Н.В. Економіка підприємства: Навч. посібник. К.: Знання, 2009. 390с.
6. Болюх М. А. Економічний аналіз / М. А. Болюх, В. З. Бурчевський, М. І. Горбаток; За ред. акад. НАНУ, проф. М. Г. Чумаченка. К.: КНЕУ, 2003. 540 с.
7. Бутнік-Сіверський О. Б. Економетрична оцінка результативності інноваційно-інвестиційного потенціалу в харчовій промисловості України. Інтелект ХХІ. 2020. № 3. С. 126-134.
8. Бутнік-Сіверський О. Б. Оновлення виробничої системи підприємства з позиції теорії інноваційного доходу. Ефективна економіка. 2011. № 11.
9. Валіулліна З. В. Інформатизація у забезпеченні результативності корпоративного управління. Вісник Національного університету водного господарства та природокористування. Економічні науки. 2018. Вип. 3. С. 31-38.
10. Вітвіцький В. В. Індикатори продуктивності та конкурентоспроможності аграрних підприємств у системі інтегральної результативності. Економіка АПК. 2019. № 6. С. 53-63.

11. Вилгін Є. А. Інструменти підвищення результативності функціонування регіонального інвестиційно-будівельного комплексу. Державне управління: удосконалення та розвиток. 2019. № 1.

12. Ганусич В. О. Поняття сукупного доходу підприємства та його відображення у фінансовій звітності. Науковий вісник Ужгородського університету. Сер. : Економіка. 2014. Вип. 3. С. 169-172.

13. Головчук О. В. Розвиток організаційного знання для підвищення результативності інноваційної діяльності машинобудівних підприємств. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2016. № 5(2). С. 200-204.

14. Грабовецький Б.С. Економічний аналіз: навч. посіб. Б.С. Грабовецький. К.: Центр учбової літератури, 2009. 256 с.

15. Гречко А.В., Марченко В.М., Кузьмінська Н.Л., Кривда О.В. Дипломне проектування: написання, оформлення та захист атестаційних робіт для здобувачів вищої освіти: навч. посіб. для студ. Київ : КПІ ім. Ігоря Сікорського, 2020. 21 с.

16. Григорук П. М. Оцінювання результативності діяльності компанії. Моделювання та інформаційні системи в економіці. 2018. № 96. С. 56-65.

17. Гребенник Н. Г. Мотиваційний моніторинг як засіб підвищення результативності праці на підприємстві. Розвиток методів управління та господарювання на транспорті. 2019. Вип. 2. С. 143-153.

18. Гринчуцький В.І. Економіка підприємства : навч. посібн. / В.І. Гринчуцький, Е.Т. Карапетян, Б.В. Погріщук. К. : Центр учбової літератури, 2010. 304 с.

19. Догадайло Я. В. Дослідження еволюції підходів до аналізу змісту результативності діяльності. Економіка транспортного комплексу. 2020. Вип. 36. С. 77-94.

20. Догадайло Я. В. Забезпечення економічної результативності діяльності підприємства. Економіка транспортного комплексу. 2019. Вип. 34. С. 39-55.

21. Заболоцький Т. М. Спільний розподіл дохідності та дисперсії портфеля акцій з найменшим рівнем VaR. Моделювання та інформаційні системи в економіці. 2012. Вип. 86. С. 107-119.

22. Завідна Л. Розвиток підприємства як ефективна платформа результативності економічної системи. Соціально-економічні проблеми і держава. 2019. Вип. 1. С. 118-130.

23. Залуцька Х. Я. Диверсифікаційна конвергентність результативності здійснення бізнес процесів підприємств як базис формування їх бізнес одиниць в стратегічному аспекті розвитку: методичні основи. Проблеми системного підходу в економіці. 2020. Вип. 5. С. 40-46.

24. Зянько В.В. Фінансовий аналіз та звітність : практикум для студ. спец. «Менеджмент організацій». Вінницький національний технічний ун-т. Вінниця : ВНТУ, 2008. 83с.

25. Ігнатенко М. М. Надання послуг сільського зеленого туризму фермерськими господарствами з метою здійснення їх диверсифікації та підвищення доходності діяльності. Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. 2017. № 3. С. 50–53.

26. Економіка підприємства. Книга 2. [підручник для студентів вищих навчальних закладів]; за заг. ред. П.В. Круша, К.В. Шелехова. К.: ДП «НВЦ «Пріоритети», 2014. 624 с.

27. Економіка підприємства: Підручник / За заг. та наук. ред. Г.О. Швиданенко. ( вид. 4-те, перероб. і доп.). К.: КНЕУ, 2009. – 81 с.

28. Економіка підприємства: навч.-метод. посібник / С. П. Сударкіна, О. О. Гаврись; Харківський політехнічний ін-т, нац. техн. ун-т. Харків : Підручник НТУ «ХПІ», 2012. 100 с.

29. Економіка підприємства: магістерський курс. Навч. посібник / А. І. Яковлев [та ін.] / ред.: А.І. Яковлев, Л.С. Ларка ; Нац. техн. ун-т «Харків. політехн. ін-т». Електрон. текстові дані. Харків, 2018. 515 с.

30. Ільків Є. Ю. Організація і управління виробництвом : лабораторний практикум / Є. Ю. Ільків, М. В. Галярник, М. М. Дутчин. Івано-Франківськ : ІФНТУНГ, 2019. 37 с.

31. Кіндрацька Г.І., Білик М.С., Загородній А.Г. Економічний аналіз: теорія і практика. К. : «Знання», 2008. 428 с.

32. Кобрин Л. Й. Застосування інструментів управління виробничим потенціалом з метою підвищення результативності діяльності підприємства. Наукові записки Української академії друкарства. 2019. № 1. С. 132–139.

33. Кривда О.В., Лунгул О.І. Основні способи підвищення ефективності роботи обладнання на підприємствах машинобудування. Науково-технічний розвиток: економіка, технології, управління : Матеріали XVI Міжнародної науково-практичної конференції 18-19 квітня 2020 р. Київ: ІВЦ “Політехніка”, 2020.

34. Криволапов О. В. Особливості проведення судово-економічних досліджень щодо визначення доходу підприємства у зв’язку з реформуванням податкового законодавства. Теорія та практика судової експертизи і криміналістики. 2012. Вип. 12. С. 394-399.

35. Кубіній Н. Ю. Методичні аспекти аналізу доходу підприємства. Науковий вісник Ужгородського університету. Серія : Економіка. 2020. Вип. 1. С. 97-102.

36. Кузьмин В. М. Економіка підприємства та управлінська економіка : практикум. Івано-Франківськ : ІФНТУНГ, 2019. 51 с.

37. Кузьмин В. М. Основи економіки та організації виробництва : практикум. Івано-Франківськ : ІФНТУНГ, 2019. 61 с.

38. Кулик Т. П. Організація, планування і управління виробництвом : навч. посіб. Івано-Франківськ : ІФНТУНГ, 2019. 232 с.

39. Лаврененко В. В. Проектування процесу забезпечення стратегічної результативності підприємств. Проблеми економіки. 2019. № 2. С. 108-118.

40. Лахтіонова Л.А. Фінансовий аналіз суб’єктів господарювання. Київ. нац. екон. ун-т. К., 2007. 387 с.

41. Лондар С. Л. Моделювання дохідності підприємства у нестабільному економічному середовищі. Наукові праці НДФІ. 2010. Вип. 2. С. 3-11.
42. Мартинюк Л.А. Навчально-методичний комплекс з курсу «Економіка підприємства». К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2010. 110 с.
43. Мартинюк Л.А., Воротіна Л.І., Воротін В.Є., Черняк Т.В. Малий бізнес та підприємництво в ринкових умовах господарювання: 3-тє вид. доповн. і переробл. К. : Видавництво Європейського Університету, 2004. 308 с.
44. Мельник В. М. Еволюція поглядів на дохід і прибуток підприємства як потенційні об'єкти оподаткування. Фінанси України. 2011. № 10. С. 32-43.
45. Медведєва Н.А. Оцінювання результативності процесу «Внутрішній аудит» систем менеджменту. Стандартизація. Сертифікація. Якість. 2020. № 3. С. 66-75.
46. Мелушова І. Ю. Формування системи показників результативності маркетингу в контексті сталого розвитку підприємств. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2019. № 5. С. 166-169.
47. Мірошниченко О.Ю., Корконос Ю.В. Механізм управління прибутком вітчизняних підприємств. Бізнес Інформ. 2014. №5. С. 280-285.
48. Мірошниченко О.Ю., Ревуцька Н.В., Гончарова О.М. Управління ресурсами підприємства: Навчальний посібник. К.: ТОВ «НВП «Інтерсервіс», 2014. 217 с.
49. Мних Є.В. Фінансовий аналіз: навч. посібник. К.: КНТЕУ, 2010. 412 с.
50. Мошенський С.З., Олійник О.В. Економічний аналіз: Підручник для студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів. 2-ге вид., доп. і перероб. Житомир: ПП «Рута», 2007. 704 с.
51. Нідзельська Т. Л. Оцінка результативності управління розвитком стратегічного потенціалу сільськогосподарських підприємств. Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. : Економічні науки. 2015. Вип. 11(5). С. 57-59.



52. Нікітченко Т. О. Удосконалення методики оцінки результативності управління системними змінами сільськогосподарських підприємств. Вісник ХНАУ. Серія : Економічні науки. 2017. № 2. С. 239-249.

53. Олексюк О. І. Економіка результативності діяльності підприємства: монографія. К. КНЕУ, 2008. 362 с.

54. Орлик С. В. Теоретичні основи категорій «дохідності» та «цінності» нерухомого майна як бази для оподаткування нерухомого майна: історія і сучасність. Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Сер. : Економічні науки. 2013. № 5. С. 169-178.

55. Петрович Й. М. Моніторинг індивідуальної результативності працівників у процесі управління організацією. Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Серія : Проблеми економіки та управління. 2019. Вип. 3. С. 73-80.

56. Рзаєва Т. Г. Аналіз результативності діяльності підприємства: кількісні та якісні аспекти. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2015. № 2(1). С. 52-57.

57. Рзаєв Г. І. Напрями аналізу фінансової безпеки підприємства під кутом результативності його діяльності. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2019. № 3. С. 153-156.

58. Савицька О. М. Ефективність діяльності та управління підприємством: особливості використання теорії, методології та результативності аналітичних досліджень. Ефективна економіка. 2019. № 6.

59. Скрильник І. І. Побудова прогностичної моделі чистого доходу підприємства сфери обслуговування в Україні. Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія : Економіка і менеджмент. 2016. Вип. 15. С. 159-162.

60. Слабко Я. Я. Планування прибутковості підприємства на основі використання економіко-математичного моделювання. Ефективна економіка. 2012. № 9.

61. Стричак Г. В. Підвищення рівня прибутковості підприємства. Науковий вісник НЛТУ України. 2014. Вип. 24.10. С. 262-268.
62. Сударкіна С. П. Економіка підприємства : навч. посіб. для студ. економ. та техн. ф-тів денної і заочної форм навч. Харків: НТУ «ХП», 2011. 292 с.
63. Ткаченко Т. П. Організаційно-економічний механізм забезпечення прибутковості підприємства. Економічний вісник Національного технічного університету України «Київський політехнічний інститут». 2014. № 11. С.192-197.
64. Ткачук В. В. Формування методики визначення норми дохідності як основи економічних механізмів розвитку аграрних підприємств. Збірник наукових праць Подільського державного аграрно-технічного університету. 2011. Вип. 19. С. 157-161.
65. Трапаїдзе С. М. Оцінка результативності впровадження маркетингових стратегій в агропромисловому виробництві. Приазовський економічний вісник. 2017. Вип. 2. С. 24-29.
66. Уштик Н. М. Формування функції маржинального доходу підприємства. Моделювання та інформаційні системи в економіці. 2017. № 94. С. 47-57.
67. Филюк Г.М. Економіка підприємства: тренінг-курс. К.: Видавничополіграфічний центр «Київський Університет», 2017. 280с.
68. Хохлов В. Проблема великих хвостів розподілу дохідності у глобально диверсифікованих портфелях. Економічний аналіз. 2013. Т. 13. С. 261-267.
69. Шабатура Т.С. Формування економічного потенціалу підприємств у контексті комплементарного підходу. Інфраструктура ринку. 2019. Вип. 29. С. 317–323.
70. Швидка О. П. Роль оборотного капіталу в забезпеченні прибутковості підприємства. Вісник Криворізького економічного інституту КНУ. 2013. № 2. С. 39-43.

71. Циганова О. С. Оцінювання результативності діяльності підприємств машинобудування України. Проблеми економіки. 2020. № 1. С. 197-206.
72. Чазов Є. В. Напрями підвищення прибутковості діяльності підприємства у сучасних умовах. Ефективна економіка. 2015. № 3.
73. Червона О.Ю., Урба С.І. Економіка підприємства. Практикум: Навчальний посібник. Львів: Ліга-Прес, 2012. 184 с.
74. Черчата А. О. Формування показників результативності та ефективності бізнес-процесів на основі концепції Balanced Scorecard (BSC). Науковий вісник Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу. Серія : Економіка та управління в нафтовій і газовій промисловості. 2016. № 2. С. 137-143.
75. Чичуліна К. В. Вектори зростання результативності діяльності підприємств пивоварної галузі. Ефективна економіка. 2019. № 2.
76. Чорна Л. О. Дослідження факторів покращення прибутковості машинобудівного підприємства. Ефективна економіка. 2014. № 10.
77. Чорновіл І. А. Управління операційними витратами як основа забезпечення прибутковості підприємства. Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки. 2010. Вип. 3. С. 101-106.