

**Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет**

Факультет обліку і аудиту

Кафедра аудиту, ревізії та аналізу

ТЛУМАЦЬКА ВІКТОРІЯ ВОЛОДИМИРІВНА

**РИНКОВА ВАРТІСТЬ ПОТЕНЦІАЛУ ПІДПРИЄМСТВА:
ФОРМУВАННЯ ТА ЕКСПЕРТНЕ ОЦІНЮВАННЯ**

**Спеціальність – 071 «Облік і оподаткування»
освітньо-професійна програма – «Економічна експертиза і аудит бізнесу»**

Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем «магістр»

**Науковий керівник:
к.е.н., доц. Серединська В.М.**

Тернопіль 2018

ЗМІСТ

ВСТУП

РОЗДІЛ 1. Теоретичні основи оцінки потенціалу підприємства

1.1. Сутність і структура потенціалу підприємства

1.2. Основні фактори формування та розвитку потенціалу підприємства

1.3. Необхідність та особливості оцінювання ринкової вартості потенціалу підприємства

Висновки до розділу 1

РОЗДІЛ 2. Дохідний, ринковий та майновий підходи до оцінювання вартості сукупного потенціалу підприємства

2.1. Використання методів прямої і непрямой капіталізації доходу

2.2. Технологія застосування порівняльного підходу

2.3. Майнові методи оцінки ринкової вартості сукупного потенціалу

Висновки до розділу 2

РОЗДІЛ 3. Прикладні аспекти оцінювання потенціалу підприємства

3.1. Особливості оцінювання потенціалу підприємства для моніторингу поточних можливостей

3.2. Методи дохідного підходу у вартісно-орієнтованому управлінні потенціалом підприємства

3.3. Особливості вартісної оцінки кадрового потенціалу як важливої складової сукупного потенціалу підприємства

Висновки до розділу 3

ВИСНОВКИ

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

ДОДАТКИ

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ПОТЕНЦІАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

1. Сутність і структура потенціалу підприємства

Огляд економічних джерел свідчить, що тлумачення категорії «економічний потенціал підприємства» є різним: починаючи від досить вузького його розуміння, пов'язаного з річним обсягом вироблен продукції до таких загальних дефініцій, як соціально-економічна система.

Переклад терміну «потенціал» з латинської «potential» й означає «потужність, сила». У Великому економічному словнику потенціал трактується як економічна категорія, що відображає наявні можливості, ресурси, запаси, засоби, що можуть бути використані для досягнення, здійснення будь-чого [5].

Тривалий час вітчизняною наукою економічний потенціал підприємства характеризувався масштабом діяльності господарюючого суб'єкта, тому для його визначення застосовувалися розмір підприємства та його виробничу потужність [2]. Розмір складали: розмір виробничих площ, загальна кількість робочих місць, загальна чисельність працюючих, дохід від реалізації продукції, загальна вартість основних засобів, а під потужністю розуміли обсяг продукції в натуральному вимірі. Однак показники, що відображають розмір і потужність дають тільки наближену уяву про можливості підприємства, тому що не відображають прямого зв'язку з умовами та інтенсивністю використання ресурсів за призначенням та рівень ефективності їх використання для оптимізації діяльності підприємства.

Крім того, в літературі зустрічається і інше трактування дефініції «економічний потенціал», а саме: як здатності підприємства забезпечувати своє довгострокове функціонування та досягнення стратегічних цілей на основі використання системи наявних ресурсів [32].

Розгляд кожного суб'єкт господарювання як відкритої економічної системи, а також врахування гносеологічної природи категорії «економічний

потенціал підприємства» дає підстави ототожнювати її з категорією «потенціал підприємства».

Якщо розглядати потенціал підприємства як відкриту економічну систему, то у такому випадку він описується за допомогою таких системоутворюючих складових (рис. 1.1).

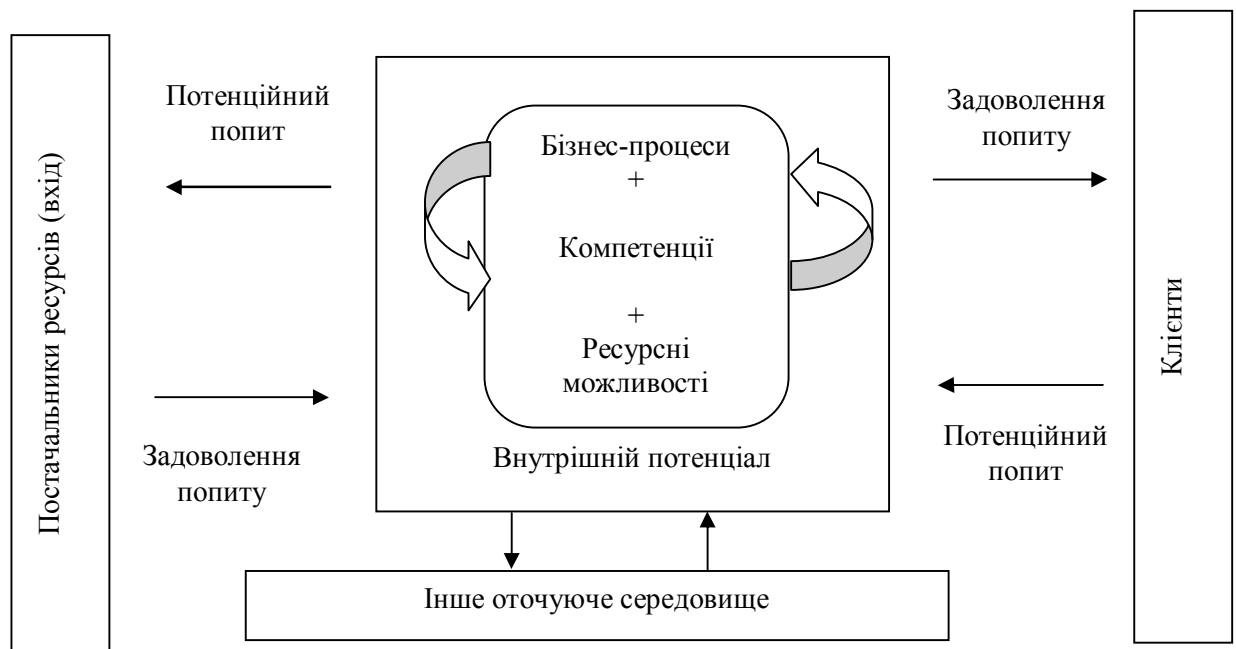


Рис 1.1 Потенціал підприємства як економічна система [28]

Такими складовими є:

- зовнішнє середовище, яке розглядається як вхід у систему (постачальники ресурсів); виходом системи є клієнти, які формують зворотний зв'язок із зовнішнім середовищем;
- внутрішнє середовище, яке характеризується сукупністю взаємозалежних ресурсних можливостей та компетенцій, які забезпечують за допомогою необхідних бізнес-процесів перетворення входу системи у її вихід та досягнення мети системи.

Найбільш часто в економічній літературі потенціал підприємства трактується як сукупність природних умов і ресурсів, можливостей, запасів і цінностей, що можуть бути використані для досягнення певних цілей [8; 25].

Розглянуті нами трактування категорії «потенціал підприємства» в тій чи іншій мірі пов'язані з ресурсами підприємства і відповідно з досягненням за їх допомогою визначених цілей і виконання певних завдань. Слід вказати, що наявність ресурсів підприємства беззаперечно є основою формування потенціалу. Однак їх наявність не гарантує досягнення певної мети. Вагомою складовою потенціалу є здатність (здібності) підприємства мобілізувати матеріальні, людські та фінансові ресурси для проведення господарської діяльності (здійснення бізнес-процесів). Сукупність таких здатностей (здібностей) науковці називають компетенціями. У цьому зв'язку справедливим є визначення потенціалу поданого у [28], а саме потенціал підприємства є можливостями системи ресурсів та компетенцій підприємства формувати результати діяльності для задоволення потреб зацікавлених осіб за допомогою здійснення бізнес-процесів.

Враховуючи таке розуміння сутності потенціалу підприємства, а також те, що компетенції і ресурси відображають внутрішні можливості суб'єктів господарювання та формують їх конкуретні ринкові переваги наочне зображення моделі потенціалу може бути таким, як відображено на рис. 1.2.

Багатоваріантність трактування сутності категорії «потенціал підприємства» дозволяє розглядати його як багаторівневе та багатоаспектне поняття, зміст якого розкривається на основі типології його видів.

Систематизація видових проявів потенціалу підприємства здійснюється за такими класифікаційними ознаками: за об'єктами дослідження; за рівнем використання можливостей; за напрямками реалізації; за принципом ієрархії; за функціями управління [28; 57].

Відповідно до об'єктів дослідження виокремлюють ресурсний та результативний прояв потенціалу підприємства.

Ресурсний – розглядає потенціал як сукупність ресурсів підприємства, який оцінюється за вартістю їх придбання; результатний прояв потенціалу можна розглядати як здатність підприємства використовувати ресурси для одержання певного результату.

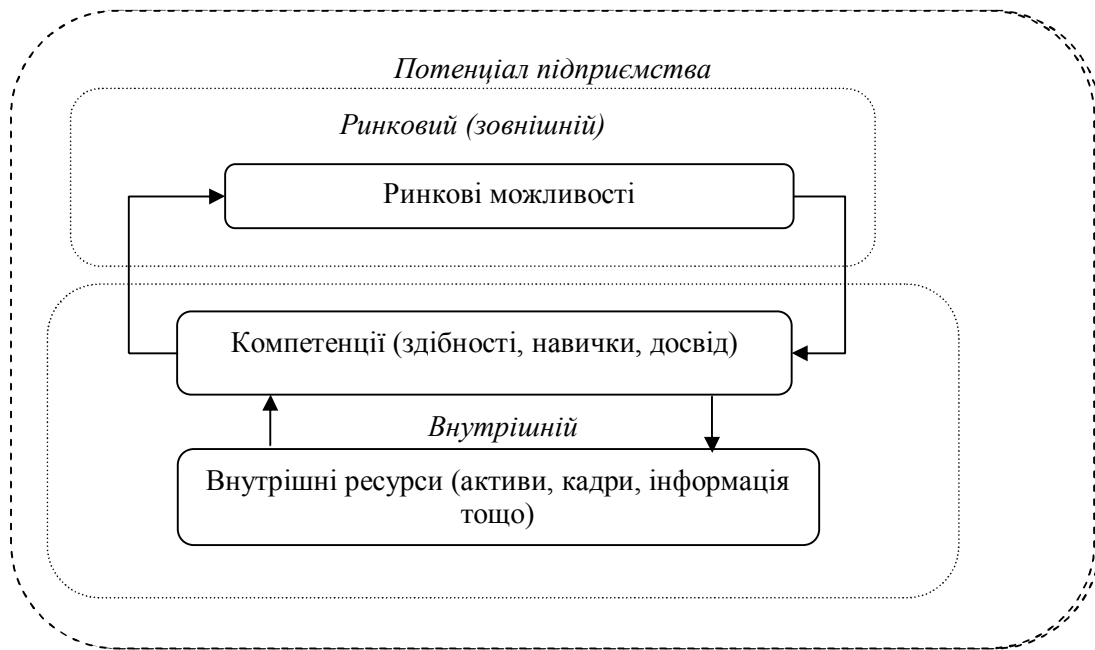


Рис.1.2. Модель потенціалу підприємства

Ресурсний потенціал підприємства складається з сукупності наступних елементів [28; 57]:

- технічні ресурси (виробничі потужності, устаткування, запаси та ін.);
- технологічні ресурси (технологія, наявність конкурентоздатних ідей, наукові дослідження та розробки і т.п.);
- людські ресурси (кваліфікаційний, демографічний склад працюючих, їх бажання до знань та удосконалення, інтелектуальний капітал);
- просторові ресурси (розмір і структура виробничих приміщень, земельних ділянок підприємства, розташування об'єктів нерухомості, комунікацій, можливості їх розширення й ін.);
- інформаційні ресурси (інформація про стан внутрішнього і зовнішнього середовище, комунікаційні канали, здатність до розширення і підвищення достовірності інформаційної бази та ін.);
- ресурси організаційної структури системи управління (характер та гнучкість управлінської системи, час надходження вказівок топ-менеджерів до різних рівнів управління та ін.);
- фінансові ресурси (наявність та достатність інвестованого капіталу

(власного та позикового) для діяльності підприємства, стан та структура активів, рівень фінансової стійкості, ліквідність, наявність кредитних ліній та ін.).

За рівнем використання можливостей підприємства виокремлюють фактичний (поточний) і перспективний (стратегічний) потенціали. Фактичний потенціал спрямований на досягнення поточних цілей підприємства, а стратегічний – орієнтується на реалізацію довгострокових цілей.

За напрямками реалізації потенціал може мати як ринковий (зовнішній) і внутрішній характер. Зовнішній потенціал вказує на ринкові можливості підприємства, які втілені у потенційному обсязі попиту на продукцію підприємства, внутрішній – характеризується ресурсами і компетенціями, що дозволяють реалізувати надані ринкові можливості.

Розгляд підприємства як системи зумовлює необхідність розглядати його як сукупність окремих підсистем, що виокремлюються відповідно до їх вагомості для бізнесу в цілому. Відповідно за принципом ієрархії потенціал підприємства можна розглядати як систему, що є сукупністю підсистем нижчого рівня. Сукупний потенціал підприємства як система глобального рівня складається з потенціалів окремих бізнес-одиниць, які дозволяють підвищити ефективність господарювання за рахунок адитивного і синергічного ефекту.

Доцільно вивчати потенціал підприємства за функціональними напрямками його формування та використання. У зв'язку з цим можна виділити [28]:

- маркетинговий потенціал, тобто здатність системи маркетингу підприємства формувати необхідний рівень конкурентоспроможності;
- виробничий, який характеризує здатність виробничих бізнес-процесів виготовляти продукцію в обсязі, що відповідає платоспроможному попиту;
- фінансовий потенціал, що здатність забезпечити операційний цикл необхідними фінансовими ресурсами;
- організаційний, характеризує здатність управлінської команди створити ефективну систему комунікацій між усіма складовими потенціалу.

Формуючи та використовуючи потенціал підприємства, проводять його декомпозицію на складові, встановлюються їх функції та зв'язки, тобто здійснюють його структуризацію. Чіткого і однозначного розуміння процесів структуризації потенціалу поки не сформовано. Такий факт можна пояснити тим, що дослідження науковців спрямовані на вивчення окремих його проявів. У зв'язку з цим нагромаджено достатньо великий методичний інструментарій оцінювання ринкових, виробничих та фінансових можливостей господарюючих суб'єктів, однак існує потреба в систематизовану підході до вивчення і оцінювання структури їх сукупного потенціалу.

Під оптимальною структурою потенціалу розуміють мінімальну кількість складових, однак вони повинні виконувати його необхідні функції. Науковці виділяють два підходи до структуривання потенціалу підприємства: функціональна структуризація і блочно-модульна структуризація [58].

Згідно до блочно-модульної структуризації потенціал підприємства розглядається як сукупність трьох складових, які взаємодіють між собою та найбільш повно відображають внутрішні умови підприємства. Ними є ресурси, система управління і діяльність персоналу.

Вважаємо за необхідне наведену вище класифікацію елементів ресурсного потенціалу доповнити діловою репутацією підприємства, адже він є гарантією певного попиту на продукцію, приносить додаткові вигоди у вигляді збільшення частки ринку, росту фінансових результатів.

Система управління спрямована на формування місії, розроблення стратегія розвитку підприємства, визначення цілей та завдань на найближчу перспективу. Її формують такі підсистеми [28]:

- планування – дозволяє зробити висновок про можливість використання поточного потенціалу чи формування стратегічного;
- реалізації – дозволяє перетворити компетенції та внутрішні ресурси, які відповідають ринковим можливостям у ринкові конкурентні переваги підприємства;

- контролю – дозволяє здійснювати заходи контролю щодо досягнення стратегічних цілей і поточних завдань.

Діяльність персоналу містить аналітичну, виробничу та комунікаційні складові. Аналітична діяльність – пов’язана із проведенням наукових досліджень і розробок, які спрямовані на удосконалення виробничого процесу; виробнича діяльність – охоплює безпосередньо виробничий процес; комунікаційна діяльність – є діяльністю, яка забезпечує взаємозв’язок з ринком, сприяє надходженню даних про зовнішнє середовище, формує комплекс маркетингового інструментарію.

Функціональна структуризація потенціалу визначається специфікою підприємства, його внутрішньою структурою і передбачає виділення наступних функціональних аспектів: маркетингу, виробництва, кадрів, менеджменту, фінансів, інформації. Залежно від ознак, що лежать у їх основі, кожна із перерахованих функціональних складових має об’єктний і суб’єктний характер.

Об’єкними складовими потенціалу підприємства є [58]:

- виробничий потенціал (відображає наявність виробничих площ; обсяг основних засобів тощо);
- інноваційний потенціал (відображає можливості підприємств у напрямках розроблення і впровадження інновацій);
- фінансовий потенціал (відображає наявність і можливість залучення фінансвих ресурсів);
- потенціал відтворення (відображає здатність існуючої системи формувати та відновлювати основні засоби для забезпечення необхідного рівня конкурентоздатності продукції підприємства);
- інформаційний потенціал (відображає можливості існуючої інформаційної бази отримувати достовірну інформацію для прийняття обґрунтованих управлінських рішень для досягнення стратегічних цілей та виконання поточних завдань);
- інфраструктурний потенціал (відображає привабливість місця знаходження підприємства з позицій транспортних комунікацій, ринкової

інфраструктури тощо).

Суб'єктними складовими потенціалу підприємства є [28]:

- науково-технічний потенціал (відображає можливості працівників проводити наукові дослідження, які спрямовані на покращення виробничих та технологічних процесів, розробку нових видів продукції);
- маркетинговий потенціал (відображає здатність сформованого маркетингового інструментарію вивчати попит на продукцію, сегментувати ринок ; виявляти реальних і потенційних конкурентів тощо);
- потенціал організаційної структури управління (відображає здатність існуючої організаційної структури управління забезпечувати необхідний рівень ефективного функціонування підприємства за умов мінливого зовнішнього середовища);
- кадровий потенціал (відображає сукупність здібностей, навиків, компетентностей працівників забезпечувати ефективне функціонування та розвиток підприємства);
- управлінський потенціал (відображає здатність системи управління забезпечувати досягнення стратегічних цілей та виконання поточних завдань діяльності).

1.2. Основні фактори формування та розвитку потенціалу підприємства

Потенціал підприємства можна вивчати з різних позицій, взявши за основу ресурсну концепцію (як певну сукупність ресурсів і зв'язків між ними), функціональну концепцію (як сукупність функцій, які необхідні для реалізації здібностей та можливостей), ресурсно-цільову концепцію (як сукупність здібностей та ресурсів для досягнення потрібних цілей та результатів) та інших концепцій. Оскільки вибір однієї з них буде визначатися конкретними завданнями, то кожна з них має право на існування.

Процес формування потенціалу підприємства можна вважати одним з напрямків його стратегічного розвитку, який спрямований створення та

формування такої системи ресурсів та компетенцій, щоб результат їх взаємодії дозволяв досягати стратегічні, тактичні та оперативні цілі діяльності підприємства. Для цього використовуються різні наукові підходи. Розглянемо їх детальніше.

Одним із основних підходів до процесу формування потенціалу підприємства є системний. Його застосування передбачає проведення маркетингового аналізу (рис. 1.1). Тому кожному підприємству перед тим, як планувати своє виробництво, формувати свої виробничі потужності, потрібно проаналізувати попит на продукцію, оцінити ринки збуту та їх місткість, встановити реальних та потенційних конкурентів, з'ясувати потреби споживачів, необхідний рівень якості продукції, можливість організувати виробництво за конкурентною ціною і т.п. Це визначитися, на який сегмент ринку, на які групи споживачів виробник буде орієнтований з пропозицією своїх товарів і послуг. Це дозволяє сформувати параметри входу в систему.

Далі необхідно встановити потребу і доступність до необхідних матеріальних ресурсів, кадрів, інформації і т.п. До формування ресурсної бази підприємства потрібно підходити досить виважено. Це, перш за все, стосується людських ресурсів, бо їх можна вважати об'єднуючим елементом, що забезпечує ефект синергії та є рушійною силою розвитку. Крім того, керівництву підприємством важливо не тільки ефективно застосовувати власні ресурси, а й за необхідності, вміти залучити ресурси інших учасників ринку, і збільшити таким чином власні ринкові можливості та сформувати якісні умови розвитку. У рамках даного підходу ресурсна потреба прогнозується після встановлення вимог до організаційно-технічного потенціалу підприємства, а саме до рівня техніки, технології, організації виробництва, праці та управління. Важливим є оцінювання факторів зовнішнього середовища країни й інфраструктури даного регіону (політичних, економічних, технологічних, соціально-демографічних, культурних).

За системного підходу до формування потенціалу важливим є зворотний комунікаційний зв'язок між постачальниками, клієнтами, зовнішнім

середовищем. Це дозволяє адаптувати потенціал як систему до зміни потреб клієнтів та їх вимог до продукції, параметрів ринку, появи організаційно-технічних інновацій.

Підвищення ефективності використання потенціалу, забезпечення якісного кінцевого результату (виходу із системи) є неможливим без наявності необхідних ресурсних можливостей, достовірної інформації, належним чином організованих бізнес-процесів та їх взаємодії із зовнішнім середовищем.

Бізнес-процеси підприємства поділяють на:

- основні, у ході яких створюється продукція, виконуються роботи, надаються послуги і зростає цінність для споживача (постачання, виробництво, збут, післяпродажний сервіс). Такі бізнес-процеси є основним джерелом доходу, визначають специфіку підприємства і рівень його конкурентоспроможності, розвиваються і перестають функціонувати залежно від ситуації на ринку і стратегії власників. Основні бізнес-процеси є найменш динамічними, адже їх перебудова потребує значних інвестицій і часу;

- забезпечуючі – які не створюють споживної вартості і є затратними, однак необхідними для нормального функціонування основних, бо підтримують інфраструктуру підприємства (адміністративно-господарське забезпечення, безпека праці і екологія, енергозабезпечення і т.п.);

- управлінські бізнес-процеси, які є також забезпечуючими, однак пов'язані з управлінням діяльністю підприємства. Маючи типову структуру (кадрове, планове, фінансово-облікове, контрольне забезпечення діяльності підприємства і т.п.), різняться об'єктами (грошові кошти, фінансові і капітальні інвестиції, запаси, бренд, персонал і т.п.).

Основні бізнес-процеси відіграють стратегічну роль у підприємницькій діяльності, адже реалізують місію підприємства, визначають склад управлінських і забезпечуваних бізнес-процесів. Розподіл бізнес-процесів на забезпечуючі та управлінські є досить умовним, і базується на суб'єктивному підході. Тому їх сукупність повинна бути такою, яка б дозволила основним

бізнес-процесам створювати максимальну цінність для споживача і вирішувати конкретні завдання підприємницької діяльності.

Склад основних бізнес-процесів, їх взаємодія зі всіма іншими здійснюється за рахунок створення необхідної організаційної структури управління. Саме вона зумовлює їх поточне ефективне функціонування, а за необхідності – перебудову.

При використанні маркетингового підходу потенціал підприємства зорієнтований лише на задоволення потреб споживачів. Це означає, що формування будь-якого елемента потенціалу повинно базуватися на вивченні та прогнозуванні потреб ринку, конкурентоздатності продукції, конкурентних переваг і т. д. Критеріями формування потенціалу підприємства за умов використання маркетингового підходу стають [28]:

- ріст якості результату використання потенціалу (так званого, виходу системи) відповідно до потреб споживачів;
- економія ресурсів у клієнтів за рахунок підвищення якості всіх елементів потенціалу та, як наслідок, підвищення якості кінцевої продукції або послуги.

При функціональному підході здійснюється пошук абсолютно нових цікавих технічних рішень для задоволення вже існуючих чи потенційних потреб. За таких умов потреба розглядається як сукупність функцій, які необхідно здійснити для її задоволення. Ними бути маркетингові чи наукові дослідження, логістичні процеси, процеси виробництва, інвестування і т. д. Якщо функції встановлено, то визначається декілька можливих варіантів формування потенціалу для їх виконання і здійснюється вибір того із них, який дозволяє отримати максимальну віддачу від сукупних витрат. Такий підхід, з одного боку, дозволяє задовільнити нові потреби, а з іншого – забезпечити стійку конкурентну перевагу.

Відтворювальний підхід спрямований на постійне оновлення виробничого процесу, який забезпечує меншу ресурсомісткість та вищу якість продукції порівняно з аналогічною на даному ринку. Це вказує на те, що

основною складною даного підходу є обов'язкове використання під час планування відтворювального процесу певної бази порівняння. Нею можуть бути одиничні показники якості найбільш конкурентноспроможної продукції.

При формуванні потенціалу може бути застосований інноваційний підхід, який ґрунтується на використанні інновацій, засобами яких мають бути фактори виробництва та інвестування.

Нормативний підхід передбачає встановлення нормативів для важливих складових потенціалу. Ними є: нормативи якості і ресурсомісткості продукції, завантаженості виробничого обладнання і т.п.; ефективності використання ресурсного потенціалу. Слід вказати на те, що розроблені нормативи мають відповідати таким вимогам як: обґрунтованість, комплексність, ефективність і перспективність використання.

За комплексного підходу потенціал підприємства вимагає врахування різних аспектів діяльності підприємства: технічних, екологічних, економічних, організаційних, соціальних, психологічних. Якщо навіть один із аспектів не буде враховано, то процес формування потенціалу не буде вважатися закінченим.

Структурний підхід при формуванні потенціалу базується на його структуризації та встановленні значимості його складових з метою визначення оптимальності співвідношення та підвищення обґрунтованості розподілу ресурсів між ними.

При поведінковому підході підвищення рівня ефективності сукупного потенціалу планується здійснити за рахунок підвищення ефективності його кадрової складової.

Варто зазначити, що створити універсальний підхід до формування потенціалу підприємства без врахування галузевих особливостей, специфічних умов діяльності окремих підприємств, практично, неможливо. Однак, можна запропонувати певні вимоги, на які необхідно зважати, приймаючи рішення щодо формування потенціалу підприємства. А саме:

- складність. Потенціал підприємства є складною системою, складові якої можуть заміщати один одного, тобто вони є альтернативними;
- динамічність. Потенціал підприємства не можна утворити на основі простого додавання окремих складових, адже він є динамічною системою;
- врахування ефекту синергії. При формуванні потенціалу підприємства, слід врахувати дію закону синергії його складових;
- можливість трансформації. Потенціал підприємства може трансформуватися, що зумовлює появу нових складових елементів;
- взаємодія. Складові потенціалу підприємства функціонують у сукупності, адже неможливо виявити повністю можливості підприємства вивчивши окремо його складові;
- об'єктивність. Всі складові потенціалу об'єктивно пов'язані з функціонуванням та розвитком підприємства.

Формування потенціалу підприємства є досить складний та динамічний процес, який пов'язаний із зовнішнім середовищем і забезпечує реалізацію стратегії його розвитку. При цьому важливим є з'ясування факторів, які впливають на його розвиток, збалансованість та результативність використання. Ці фактори можна деталізувати на зовнішні та внутрішні.

До зовнішніх факторів відносять фактори мікро- та макросередовища підприємства. Мікросередовище підприємства формують споживачі, конкуренти, постачальники. Зовнішніми макроекономічними факторами виступають економічні, політичні, юридичні, соціальні правові, екологічні, інформаційні. Вплив цих факторів на потенціал підприємства здійснюється з позиції різних державних органів, банків, інвестиційних компаній і т.д. та носить обмежувальний або стимулюючий характер. Це, як правило, податкові пільги; кредитні ставки; нормативно-правові, моральні, суспільні норми і т.п. Крім того, зовнішніми факторами слід вважати конкуренцію на ринках сировини і ринках збуту продукції.

Аналізуючи мікро- та макросередовище підприємства, слід враховувати ринкові можливості і загрози. Ринкові можливості дозволяють підприємству

підвищити свою конкурентоспроможність, поліпшити свої ринкові позиції, задовільнити потенційний ринковий попит продукцію чи послуги, підвищити рівень рентабельності господарювання.

Внутрішні фактори визначаються стратегією підприємства, успішна реалізація, якої вимагає формування необхідного потенціалу, певного досвіду і навичок керівництва, певних принципів організації і ведення бізнесу тощо.

Логічна схема формування фінансових показників внутрішнього середовища підприємства відображена на рис.1.3.

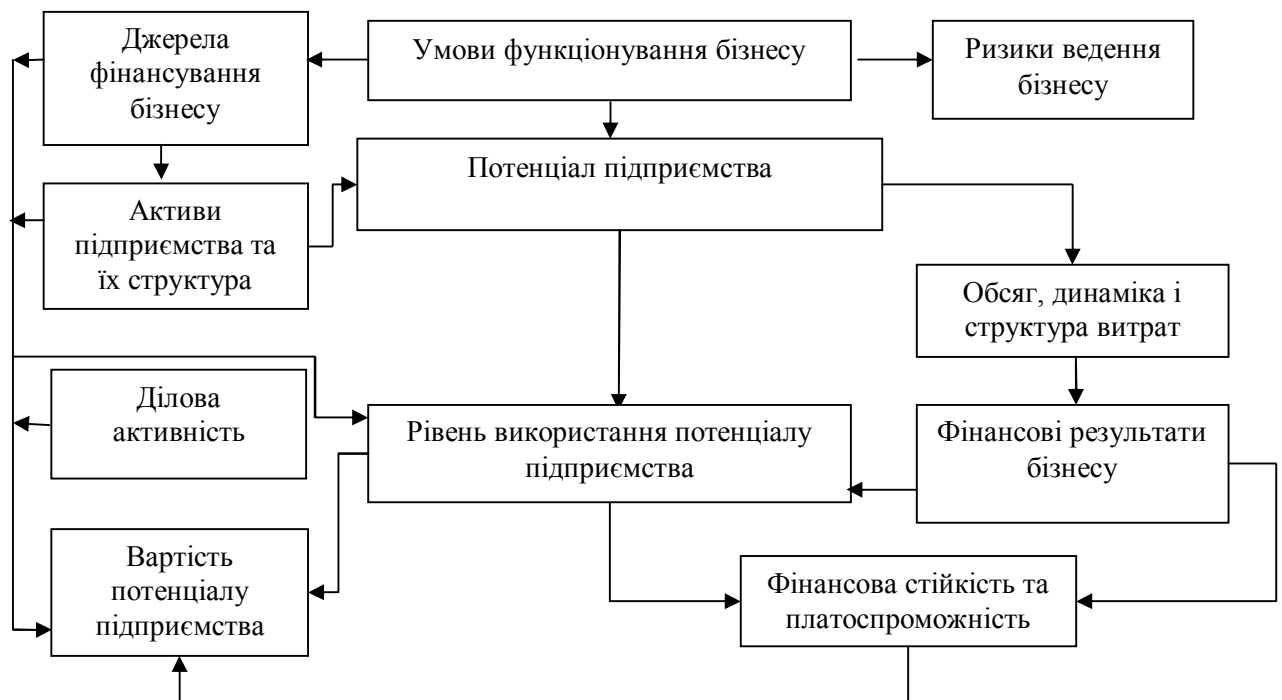


Рис. 1.3. Логічна схема формування фінансових показників внутрішнього середовища підприємства

З використанням перерахованих властивостей, підходів, факторів модель формування потенціалу підприємства, яка має багаторівневу структуру, запропонована в роботі [28]. На рис. 1.4 представлено її вигляд.

Сукупний потенціал є наслідком взаємодії його складових елементів, який залежно від інтересів зацікавлених осіб може бути відображений або потенційним чистий прибутком, або сукупністю чистого грошового потоку. Останній формує його ринкову вартість.

Оптимізація структури сукупного потенціалу вимагає виокремлення проміжних рівнів, що узагальнюють потенційні можливості підприємства.

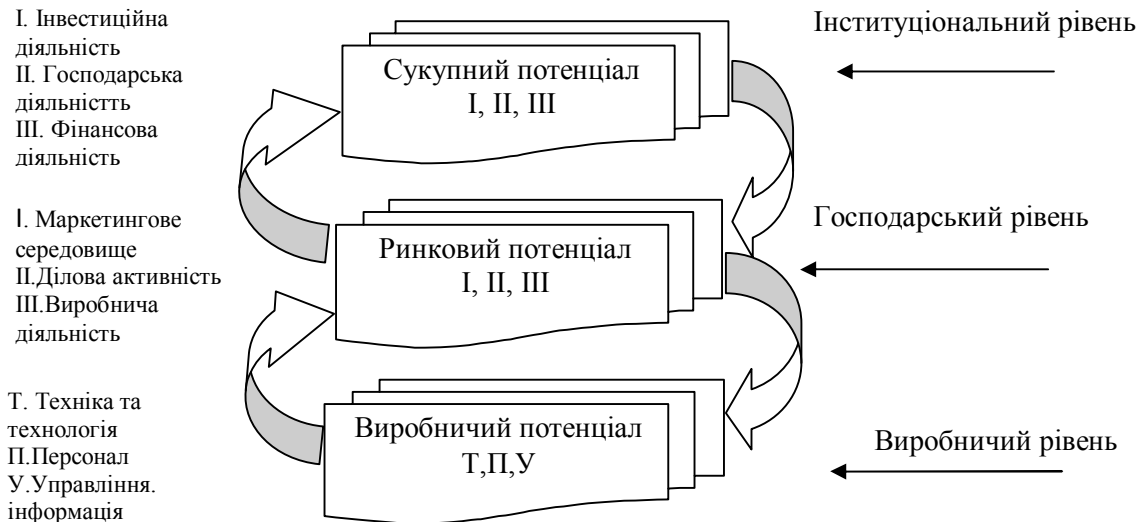


Рис. 1. 4. Багаторівнева модель потенціалу підприємства

Нижній рівень представлений виробничим потенціалом, що є результатом використання та взаємодії техніко-технологічного, інформаційного, інфраструктурного, організаційного, кадрового елементів. А результат його реалізації характеризує фактичний і потенційний обсяг випуску продукції.

Проміжною ланкою між виробничим і інституціональним рівнем є ринковий потенціал, результатом реалізації якого є фактичний і потенційний обсяг продажів.

Вивчення структурної моделі формування потенціалу підприємства свідчить, що потенціал будь-якого рівня є результатом взаємодії ресурсів, що його забезпечують та компетенцій персоналу.

1.3. Необхідність та особливості оцінювання ринкової вартості потенціалу підприємства

Підприємство як конкретна діяльність, бізнес, формує певний сукупний потенціал, тобто ринкові, організаційні, фінансові, виробничі, інтелектуальні, інформаційні можливості, які визначають його положення на ринку. Враховуючи те, що використання цих можливостей прямо впливає на реалізацію стратегії і тактики підприємства, виникає об'єктивна необхідність визначення вартісних показників ефективності використання сукупного потенціалу підприємства. Таким показником на сучасному етапі можна вважати не зростання фізичних обсягів виробництва, ріст прибутку, а максимізація його ринкової вартості і, на цих засадах, підвищення рівня добробуту його власників. Якщо збільшення доходів і зменшення витрат можуть здійснюватися конкретним підприємством до певної межі, то зростання його вартості такої межі немає. Тому традиційні технології управління з їх орієнтацією на максимізацію прибутку на сучасному етапі господарювання стають малоефективні.

З методологічних позицій можна виділити два взаємопов'язані, але не тотожні підходи до оцінювання вартості потенціалу підприємства (рис. 2.1).

Перший підхід реалізується з метою визначення результатів процесу генерування вартості, встановлення її абсолютної величини для продажу бізнесу за допомогою методик, які відображені у стандартах оцінювання. З їх допомогою визначається вартість потенціалу підприємства, а не шляхи максимізації.

Другий підхід використовується для аналізування чинників процесу формування вартості підприємства як показника результативності менеджменту.

Вітчизняні стандарти з оцінювання майна засновані на таких загальновизнаних у міжнародній практиці підходах до оцінювання вартості підприємства як:

- майновий (витратний) підхід – ґрунтується на визначенні вартості активів, якими володіє оцінюване підприємство;



Рис. 2. 1. Підходи до оцінювання вартості підприємства [68]

- порівняльний (ринковий) підхід – ґрунтується на використанні ринкових цін підприємств-аналогів та фактично досягнутих показниках діяльності оцінюваного підприємства;
- дохідний підхід – ґрунтується на аналізуванні доходів оцінюваного підприємства.

Вивчення нормативно-правової бази [22; 35; 60; 61; 62; 63] і публікацій з даної проблематики [15; 17; 20; 23; 30; 33; 38; 39; 43; 53; 68 74] дозволили нам виокремити їх переваги та недоліки (додаток А).

У вітчизняній практиці перераховані методи оцінювання розглядаються відособлено від потреб управління, хоча у світовій практиці вартісна концепція використовується як інструмент підвищення ефективності господарювання.

На початку дев'яностих років XX ст. у практиці менеджменту починає застосовуватися вартісно-орієнтований підхід до управління, розробники якого намагалися використовувати показники, які повинні не тільки відображати ріст вартості потенціалу підприємства, але й оцінювати ефективність прийнятих рішень на всіх рівнях управління, бути інструментом мотивації. За останні роки з'явилося багато публікацій, пов'язаних з формуванням моделей оцінки вартості потенціалу підприємства, розроблено достатньо різноманітний перелік «інноваційних продуктів», які за своєю суттю реалізують дохідний підхід в оцінці бізнесу. У них майбутні доходи втілюються у показниках, які є похідними від грошових потоків, прибутку, дивідендів. Ними є: економічна додана вартість (EVA); ринкова додана вартість (MVA); додана вартість акціонерного капіталу (SVA); грошова додана вартість (CVA), показник прибутковості інвестицій на основі потоку грошових коштів (CFROI), загальна акціонерна віддача (TSR). Їх детальніше розглянуто у 3.2.

Вартісний підхід до управління, який в сучасних умовах господарювання домінує в закордонних фірмах, пов'язаний з розробленням стратегічних та тактичних управлінських рішень, які спрямовуються на максимізацію вартості сукупного потенціалу підприємства. Вартісну оцінку сукупного капіталу можна вважати комплексним показником, який відображає досягнення підприємства.

Для власника ріст вартості сукупного потенціалу служить індикатором оцінювання ефективності роботи команди менеджерів, допомагає визначитися з вибором варіанту розпорядження власністю. Якщо бізнес у силу яких-небудь причин (збитковість, несприятлива кон'юнктура ринку і т.д.) не має подальших перспектив, а результат від реалізації активів підприємства можна зіставити з результатом від діяльності його бізнесу, то єдиними варіантами його ефективного використання є продаж (повний чи частковий), злиття з іншими підприємствами; виділення самостійних підприємств з складу холдингу.

Підприємство може виступати товаром і володіти всіма характерними, як для товару, властивостями, а саме:

- користністю для покупця. Використання потенціалу підприємства дозволяє задовільнити його потребу в одержанні доходу. Якщо потенціал підприємства не має цінності і, відповідно, не є джерелом доходу для власника, то перестає бути для нього корисним і підлягає продажу. За умови бачення іншим власником нових способів використання та реалізації сформованого потенціалу підприємство набуває статусу товару;

- витратами на формування (створення). Така властивість вказує на те, що формування потенціалу підприємства вимагає певних витрат.

Оцінюючи вартість потенціалу підприємства, необхідно враховувати ще такі його специфічні особливості. Ними є [11]:

- інвестиційний характер. Вкладення у будь-який бізнес як прояв потенціалу, що організований в межах організаційно-правової структури у вигляді підприємства здійснюються з метою отримання вигоди в майбутньому. Понесені витрати і одержанні доходи не співпадають за часом, а обсяг останніх носить вірогідний характер. За умови перевищення витрат над можливими доходами з урахуванням часу їх отримання, потенціал як товар втрачає свою інвестиційну привабливість через знецінення. Таким чином, теперішня вартість очікуваних доходів власника є верхньою межею ринкової ціни потенціалу;

- системність. Незважаючи на те, що підприємство розглядається як система, воно може продаватися в цілому, так і по частинах. У цьому випадку елементи потенціалу підприємства стають основою формування іншої, якісно нової системи. За таких умов, товаром стає не підприємство в цілому, а його окремі складові;

- урегульованість. З однієї сторони, нестабільність економіки зумовлює нестійкий стан підприємства, з іншої – нестійкий стан самого підприємства призводить до подальшого наростання нестабільності в економіці. Звідси випливає, що підприємство як об'єкт ринкових угод потребує регулювання процесів купівлі-продажу.

Оціночна діяльність ґрунтується на певних принципах, які допомагають виконати будь-яке завдання з оцінки та скласти звіт. Ці принципи є

відображенням загальноекономічних законів різних учасників ринку. Вони дозволяють об'єднати, узагальнити фактори, які формують вартість потенціалу підприємства. Правильне їх використання принципів робить можливим отримання достовірних висновків щодо вартості оцінюваного об'єкта.

Під принципами оцінки розуміють основні правила оцінки майна, які покладені в основу методичних підходів. Вони відображають соціально-економічні фактори і закономірності формування вартості потенціалу.

Всі принципи згруповують у три групи [23; 30]:

- принципи, які засновані на уявленнях власника (користувача) про потенціал підприємства;
- принципи, пов'язані з використанням потенціалу;
- принципи, пов'язані з ринковим середовищем.

Крім перерахованих виокремлюють принцип найбільш ефективного використання, який прийнято розглядати окремо як узагальнюючий принцип.

До певного потенціалу можуть бути застосовані одночасно кілька принципів. Разом з тим, не у кожній ситуації, можна застосувати всі принципи у повному обсязі.

Принципи, засновані на уявленнях власника про потенціал підприємства дозволяють з точки зору користувача визначити його корисність, прийнятну ціну на ринку, очікувані вигоди від володіння ним. До складу даної групи відносять: принцип корисності; принцип заміщення; принцип очікування.

Важливою передумовою вартісного оцінювання є те, що підприємство як об'єкт характеризується певною величиною потенціалу. Він може бути джерелом отримання доходу й об'єктом ринкової угоди, тобто власник підприємства може його продати, закласти, застрахувати і т. п. Якщо потенціал підприємства не має цінності і, значить, підприємство не приносить доходу власнику. Це свідчить про те, що воно стає для нього не корисним і підлягає продажу. Разом з тим, хтось інший може побачити нові способи застосування сформованого потенціалу, це дає змогу підприємству стати товаром.

З метою визначення корисності потенціалу у ході оцінки необхідно враховувати наступне [60]:

- потенціал формується з різних складових, тому корисність окремої складової розглядається як частина корисності потенціалу вцілому, крім того, корисність окремої складової може бути окремим об'єктом оцінки;
- сучасний стан використання потенціалу, може не відповідати його можливому найбільш ефективному використанню;
- можливий вплив соціально-економічних та інших факторів на зміни в корисності потенціалу;
- можливі витрати на поліпшення корисності потенціалу, що зумовить вплив цих витрат на збільшення його ринкової вартості.

Принцип заміщення зумовлює необхідність враховувати поведінку покупців на ринку і дозволяє встановити верхню межу вартості потенціалу. Його сутність полягає у тому, що поінформований покупець в умовах активного ринку не заплатить за об'єкт оцінювання більше, ніж за об'єкт, який є таким же корисним, прибутковим або більше, ніж складатимуть витрати на створення такого ж об'єкта у прийнятний термін. Даний принцип означає, що отримання доходу, відтворення елементів існуючого потенціалу чи формування альтернативного бізнесу буде супроводжуватися певними витратами. Якщо на ринку є декілька підприємств які мають однакову корисністю для користувача, то об'єкти, які мають найнижчу ціну будуть користуватися більшим попитом.

Принцип очікування передбачає, що вартість потенціалу підприємства як об'єкта оцінки буде залежати від розміру очікуваних економічних вигод, пов'язаних з володінням, користуванням, розпорядженням ним. Він базується на тому, що на вартість потенціалу підприємства впливають очікувані переваги, що можуть бути отримані у майбутньому від володіння ним : чим більше позитивних очікувань, тим більша його вартість. Потенційний власник інвестує кошти в підприємство з надією отримати дохід в майбутньому. У зв'язку з цим очікування передбачає визначення теперішньої вартості доходів або інших вигід, які може отримати власник у майбутньому від володіння власністю.

Принципи, пов'язані з використанням потенціалу це: принцип внеску; принцип збалансованості [75].

Принцип внеску ґрунтується на вимірюванні вартості кожного окремого елементу потенціалу, що оцінюється, яка вноситься ним до загальної його вартості. Береться до уваги вплив на зміну вартості об'єкта як наявність елемента (внеску), так і його відсутність. Внесок – це сума приросту вартості потенціалу у результаті привнесення якого небудь елементу, але не фактична його вартість як окремо взятого елемента. Наприклад. придбання об'єктів основних засобів підвищує вартість потенціалу, якщо вони за свої технічними характеристика відповідають сучасним ринковим вимогам. Якщо придбано застарілі основні засоби, то вартість потенціалу при цьому не збільшується. Крім того, згідно принцип внеску придбання будь-якого активу доцільне лише у тому випадку, коли за його рахунок відбувається підвищення ринкової вартості підприємства на величину, яка перевищує витрати на його придбання.

Принцип збалансованості ґрунтується на тому, що більш гармонійні та збалансовані елементи потенціалу зумовлюють ріст його вартість на ринку.

До принципів, пов'язаних з ринковим середовищем відносять принцип відповідності; принцип попиту й пропозиції; принцип конкуренції, зміни вартості [75].

Принцип відповідності полягає в тому, що підприємство, яке не відповідають вимогам ринку за оснащеністю, продуктивністю, технологією, рівнем прибутковості або іншими якостями оцінюється за вартістю нижче, ніж подібні об'єкти, що відповідають вимогам ринку.

Принцип попиту та пропозиції базується на визначенні вартості об'єкта відповідно до співвідношення попиту та пропонування об'єкта на ринку. Із збільшенням обсягів пропонування, збільшується число продавців, тому ринкова ціна на об'єкти зменшується. Зростаючий попит, робить об'єкт дефіцитним і його ціна зростає.

Принцип конкуренції пов'язаний з тим, що ціни на ринку встановлюються на певному рівні з урахуванням конкуренції. Загострення

конкуренції через велику кількість продавців збільшує пропозицію і знижує вартість об'єкта. Коли прибуток, що отримує підприємство перевищує рівень, який потрібний для відтворення предметів та засобів праці, привабливість такого підприємства як об'єкта купівлі-продажу зростає, загострюється конкуренція.

Принцип зміни вартості означає, що вартість підприємства буде змінюватися від дією факторів, які мають внутрішній і зовнішній характер. Вони можуть впливати на корисність об'єкта. Наприклад, звільнення кваліфікованих спеціалістів свідчить про втрату інтелектуального потенціалу і, як результат, зменшує вартість сукупного потенціалу.

Використання потенціалу – це спосіб одержання вигод (доходу). Воно поділяється на: використання станом на момент оцінки; використання при максимальному завантаженні фактично наявних на момент оцінки виробничих потужностей.

Відповідно до принцип найбільш ефективного використання вартість потенціалу визначається, виходячи з позицій його найкращого, найбільш ефективного використання, навіть якщо поточне його використання інше. Максимальна ефективність встановлюється шляхом дисконтування майбутніх грошових потоків від використання потенціалу. Для цього розглядають тільки ті варіанти використання потенціалу, які є технічно можливими, юридично дозволеними, організаційно та фінансове здійсненими, економічно доцільними. Таким чином, найбільш ефективне використання – це альтернативний існуючому варіант використання об'єкта, що забезпечує йому на дату оцінки найвищу поточну вартість.

Визначення різних цілей оцінювання потенціалу підприємства посилює вимоги до обґрунтованості його оцінної вартості, що дозволить зацікавленим особам правильно обґрунтовувати управлінські рішення.

Для ринкової оцінки вартості потенціалу підприємства використовують три загальновизнаних підходи: дохідний, порівняльний (ринковий), майновий.

Кожен з цих підходів характеризується власними методами, які деталізуються на оціночні процедури.

Оцінка вартості потенціалу на основі дохідного підходу базується на визначенні поточної вартості очікуваних вигід від його використання. В основі підходу лежить тези, що метою формування потенціалу підприємства є генерування ним стабільних доходів, грошових потоків. У рамках цього підходу виділяють два основні методи: методи прямої і непрямой капіталізації доходу.

Порівняльний (ринковий) підхід ґрунтується на розрахунку вартості потенціалу підприємства у результаті його зіставлення з іншими бізнес-аналогами, які характеризуються аналогічними характеристика і ринкова вартість яких відома. У рамках даного підходу використовуються методи ринку капіталу та ринкових угод.

Сутність майнового підходу полягає у визначенні вартості ресурсного потенціалу підприємства як різниці між вартістю всіх його окремо оцінених активів, і сумою його зобов'язань.

Для визначення вартісної оцінки потенціалу варто застосовувати всі три підходи. Це зумовлено тим, що інформаційне забезпечення того чи іншого підходу у різних ситуаціях не завжди є достатнім, тому об'єктивність результатів можна досягти лише у процесі їх інтегрованого використання. Однак більшість оцінювачів-практиків у звітах з оцінки майна не здійснюють процедуру узгодження результатів, отриманих за допомогою різних методів. Її замінюють вибором результату вартості, який отримано із застосуванням лише одного із методів, який з точки зору оцінювача дозволяє отримати найбільш достовірний результат.

Аналіз публікації у науковій періодиці свідчить, що науковці пропонують проводити зважування результатів, отриманих різними методами. Одні з них використовують для цього вагові коефіцієнти виведені за допомогою суб'єктивних експертних думок кваліфікованого оцінювача [8]. Проте механізм або логіку міркувань, що забезпечують отримання цих коефіцієнтів не

наводять. Є автори, які рекомендують узгоджувати результати оцінки з використанням методу аналізу та ієрархії. Алгоритм методу полягає у тому, що спочатку кожен із застосованих оціночних методів оцінюють за сукупністю таких факторів як : достовірність та повнота інформації, можливість врахування ринкової кон'юнктури ринку і т. д., а потім розраховують середньозважений показник достовірності кожного оціночного методу, який використовують як ваговий коефіцієнт. Кінцеву вартість об'єкту у цьому випадку визначають як суму зважених вартостей з врахуванням результатів кожного [44].

Таким чином, можна зробити висновок, що узгодження результатів оцінок є складним, трудомістким та методологічно неоднозначно визначеним процесом. Існуючі шляхи вирішення проблеми є недосконалими і вимагають суттєвого доопрацювання та стандартизації з метою мінімізації елементів суб'єктивізму в процесі підсумкового узгодження вартості об'єкту.

РОЗДІЛ 2

ДОХІДНИЙ, РИНКОВИЙ ТА МАЙНОВИЙ ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ СУКУПНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

2.1. Використання методів прямої і непрямой капіталізації доходу

Метод непрямой капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків) застосовується у разі, коли прогнозовані чисті операційні доходи, які приносить потенціал підприємства є неоднаковими за величиною, непостійними протягом визначеного періоду прогнозування або якщо отримання їх обмежується у часі. Для визначення поточної (теперішньої) вартості потенціалу підприємства кожен обсяг майбутніх нерівномірних надходжень (чистий грошовий потік, у тому числі вартість реверсії, тобто дохід від перепродажу) дисконтується з використанням коефіцієнту дисконтування, який змінюється за роками.

Таким чином, вартість потенціалу підприємства (B), визначена з використанням методу непрямой капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків), виражається формулою [58]:

$$B = \frac{MH_1}{(1+i)} + \frac{MH_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{MH_n}{(1+i)^n} + \frac{O_{ct}}{(1+i)^{n+1}}$$

де $MH_1, MH_2, \dots, MH_n$ – майбутні чисті надходження які приносить потенціал підприємства в $1, 2 \dots n$ роки;

i – відповідна ставка дисконтування;

O_{ct} – теперішня вартість потенціалу в після прогнозний період (дохід від умовного перепродажу – вартість реверсії).

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

Метод непрямої капіталізації доходу доцільно застосовувати, якщо очікується стабільна доходність бізнесу. Коли ж неможливо зробити прогноз відносно стабільності доходів бізнесу або постійних темпів їх зростання, доцільно використовувати метод дисконтування грошового потоку. Метод непрямої капіталізації застосовують для «зрілих» за своїм віком підприємств, а також для спрощеного розрахунку вартості потенціалу підприємства, коли потрібно зробити експрес-оцінку. Метод дисконтування грошових потоків орієнтований на оцінку діючих, успішно функціонуючих, як правило, «молодих» підприємств, які ще не закріпилися на ринку та мають високий ступінь ризику бізнесу.

В цілому, методи дохідного підходу використовують, коли є можливість обґрунтовано визначити майбутні грошові доходи оцінюваного підприємства. Основною перевагою методів цього підходу є врахування майбутніх умов діяльності підприємства: умов формування цін на продукцію, майбутніх інвестицій, умов ринку, на якому функціонує підприємство та інших факторів. Треба зазначити, що за умов нестабільної економіки досить важко спрогнозувати потік чистого доходу від діяльності підприємства на декілька років наперед.

За допомогою дохідного підходу визначається ринкова вартість та інвестиційна вартість, а також інші види вартості, які ґрунтуються на принципі корисності, зокрема ліквідаційна вартість, вартість ліквідації. Істотне розходження між ринковою і інвестиційною вартістю полягає в тому, що при визначенні ринкової вартості експерт-оцінювач опирається на типові подання потенційних інвесторів про можливості одержання доходів від володіння об'єктом оцінки і типову для даного випадку ставку дисконту, а при визначенні інвестиційної вартості очікувані доходи і норма доходу визначаються, виходячи з подань конкретного інвестора.

Застосування методу дисконтування грошового потоку передбачає такі оціночні процедури [63]:

- вибір відповідної моделі грошового потоку;

- визначення прогностного періоду надходжень грошового потоку;
- проведення прогнозування складових чистого грошового потоку та його розрахунку на кожен рік (квартал, місяць) прогностного періоду;
- обґрунтування складових ставки дисконту та її визначення;
- проведення розрахунку вартості реверсії та його обґрунтування;
- визначення поточної вартості чистих грошових потоків, реверсії та надлишкового майна у разі його наявності в цілісному майновому комплексі;
- визначення вартості цілісного майнового комплексу як суми поточної вартості чистих грошових потоків, реверсії та поточної вартості надлишкового майна.

При оцінці потенціалу підприємства застосовують одну з двох моделей грошового потоку: грошовий потік для власного капіталу; грошовий потік для всього інвестованого капіталу.

Якщо підприємство працює за рахунок власного капіталу, то і грошовий потік розраховується для власного капіталу. Така модель грошового потоку відображає обсяг грошових коштів, які можуть бути спрямовані у розпорядження власників. Таким чином, чистий грошовий потік для власного капіталу відображає економічний результат провадження підприємницької діяльності з врахуванням зобов'язань бізнесу (тобто заборгованістю).

Згідно з Національним стандартом 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» чистий грошовий потік для власного капіталу на кожен рік (квартал, місяць) прогностного періоду розраховується як прогнозована величина чистого прибутку, збільшена на прогнозовану суму амортизації, що врахована в складі витрат під час визначення величини чистого прибутку, зменшена на величину прогнозованого приросту робочого капіталу (збільшена на величину зменшення робочого капіталу) зменшена на суму прогнозованих капітальних інвестицій та збільшена на величину приросту довгострокових зобов'язань (зменшена на величину зменшення довгострокових зобов'язань) за відповідний період [63].

Наочно алгоритм розрахунку показано в таблиці 2.1.

Таблиця 2.1

Алгоритм розрахунку чистого грошового потоку для власного капіталу

Знак дії	Показники
	Прогнозована величина чистого прибутку підприємства (ряд.2350 графа 3)
Плюс	Прогнозована сума амортизації (ряд.2515 графа 3)
Плюс (мінус)	Прогнозоване зменшення (приріст) робочого капіталу [(ряд.1195 графа 4 + ряд.1200 графа 4) – (ряд.1695 графа 4 + ряд.1700 графа 4)] –[(ряд.1195 графа 3 + ряд.1200 графа 3) – (ряд.1695 графа 3 + ряд.1700 графа 3)]
Мінус	Обсяг прогнозованих капітальних інвестицій (ряд.1095 графа 4 –ряд.1095
Плюс (мінус)	Приріст (зменшення) довгострокових зобов'язань (ряд.1595 графа 4 – ряд.1595 графа 3)
Разом	Грошовий потік

Якщо підприємство постійно і в значній мірі використовує довгострокові позикові кошти, то розрахунок грошового потоку краще вести для всього інвестованого капіталу. Чистий грошовий потік для інвестованого капіталу відображає економічний результат провадження підприємницької діяльності без врахування зобов'язань бізнесу за власними зобов'язаннями, тобто власною заборгованістю. Така модель грошового потоку відображає обсяг грошових коштів, які можуть бути спрямовані у розпорядження власників та кредиторів.

Розрахунок грошового потоку для всього інвестованого капіталу є аналогічним визначенню грошового потоку для власного капіталу, за винятком таких операцій:

- не враховується приріст довгострокових зобов'язань;
- не враховується зменшення довгострокових зобов'язань;
- не враховуються (не вираховуються з прибутку) грошові виплати за відсотками за обслуговування довгострокових зобов'язань.

Модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу відображає вартість потенціалу підприємства з урахуванням власного та запозиченого капіталу. Згідно Національного стандарту 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» чистий грошовий потік для інвестованого капіталу на кожен рік (квартал, місяць) прогнозного періоду розраховується як прогнозована

величина чистого прибутку, розрахована за умови припущення про відсутність витрат на сплату відсотків за довгостроковим боргом, збільшена на прогнозовану суму амортизації, що врахована в складі витрат під час визначення величини чистого прибутку, зменшена на величину прогнозованого приросту робочого капіталу (збільшена на величину зменшення робочого капіталу) і зменшена на величину прогнозованих капітальних інвестицій за відповідний період [63].

Наочно алгоритм розрахунку показано в таблиці 2.2.

Таблиці 2.2

Алгоритм розрахунку чистого грошового потоку для інвестованого капіталу

Знак дії	Показники
Прогнозована величина чистого прибутку підприємства за умови припущенні про відсутність витрат на сплату відсотків за довгостроковим боргом (<i>чистий прибуток плюс виплата відсотків по зобов'язаннях, які раніше були відняті при розрахунку чистого</i>	
Плюс	Прогнозована сума амортизації
Плюс (мінус)	Прогнозоване зменшення (приріст) робочого капіталу
Мінус	Обсяг прогнозованих капітальних інвестицій
Разом	Грошовий потік

Вибір моделі грошового потоку залежить від цілей оцінки і повноти поданої інформації. Відповідно до західних стандартів, рекомендується виконувати розрахунок з використанням двох моделей чистого грошового потоку, особливо коли визначається інвестиційна вартість потенціалу підприємства.

При застосуванні методу дисконтування грошового потоку важливим є визначення тривалості прогнозного періоду. Якщо відсутні об'єктивні причини для ліквідації підприємства, то вважається, що воно може функціонувати невизначено довго. Зробити прогноз доходів на декілька десятків років неможливо, через це термін подальшого існування підприємства поділяють на дві частини:

- прогнозний період, на який оцінювач з високим рівнем впевненості прогнозує динаміку грошових потоків;

- після прогнозний період, коли оцінювачем враховується середній темп зміни грошових потоків підприємства на весь подальший строк його існування.

Чим довшим є період прогнозування, чим більшим має бути число спостережень, тим складніше прогнозувати складові величини грошових потоків. Встановлення періоду прогнозування визначається різними факторами. Серед яких основними є: тривалість життєвого циклу продукції, підприємства; плани керівництва щодо розвитку (ліквідації) підприємства в найближчі роки; графіка погашення довгострокових зобов'язань (прогнозний період не може бути меншим від періоду остаточного погашення довгострокових боргових зобов'язань підприємства); інвестиційних планів та прогнозів щодо очікуваних істотних змін, що відбудуться в діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється. Враховуючи перераховані фактори, основне правило при виборі періоду прогнозування є таким: прогнозування повинно здійснюватися до моменту, починаючи з якого темпи зростання доходів підприємства стабілізуються. У після прогнозний період вважається, що у підприємства грошовий потік доходів буде стабільний і нескінченний.

Прогнозування складових грошового потоку вимагає від експерта-оцінювача виконання комплексу необхідних аналітичних досліджень. Зокрема, аналізу галузі та стану в ній підприємства, дослідження можливостей ринку і конкуренції, аналіз фінансово-господарської діяльності. Методика такого аналізу відображена в [67].

З метою визначення теперішньої вартості грошових потоків використовується ставка дисконту. Це коефіцієнт, що застосовується тоді, коли прогнозовані грошові потоки змінюються протягом періодів прогнозування. Ставка дисконту відображає середньоринкову норму доходу на інвестований капітал та норму його повернення в після прогнозний період, відповідно з якою на дату оцінки покупець може інвестувати кошти у придбання об'єкта оцінки з урахуванням компенсації всіх своїх ризиків, пов'язаних з інвестуванням. З

математичної точки зору – це відсоткова ставка, яка використовується для перерахунку майбутніх надходжень (чистого грошового потоку, у тому числі вартість реверсії) у величину поточної вартості, що є базою для визначення ринкової вартості підприємства.

Від обраної моделі грошового потоку буде залежати застосування різних методів визначення ставки дисконтування. Найбільш поширеними з яких є наступні:

- для грошового потоку для власного капіталу – метод кумулятивного побудови, яку Національний стандарт 3 визнав як основну;
- для грошового потоку для всього інвестованого капіталу – метод середньозваженої вартості капіталу.

Метод кумулятивної побудови полягає в тому, що до безризикової ставки доходу додається компенсаційні премії за додатковий ризик, пов'язаний з інвестиціями у дане підприємство, у конкретний бізнес.

Вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозним (тобто у кінці періоду володіння об'єктом) називається вартістю реверсії. Вартість реверсії є ніщо іншим, як теперішня вартість чистого грошового потоку, який можна отримати від власності протягом строку його економічного існування (або у процесі перепродажу). Таким чином, визначення вартості в постпрогнозний період засноване на передумові, що підприємство (бізнес) здатне приносити дохід і після закінчення прогнозного періоду. Передбачається, що після реалізації бізнес-плану підприємства і досягнення прогнозованих показників, розрахованих на прогнозний період, доходи підприємства стабілізуються і в залишковий період будуть мати місце стабільні довгострокові темпи зростання або нескінченні рівномірні доходи.

Як правило, вартість реверсії визначається по моделі Гордона, за якою чистий грошовий потік після прогнозного періоду капіталізується у показники вартості за допомогою коефіцієнта капіталізації, розрахованого як різниця між ставкою дисконту і довгостроковими темпами зростання. За відсутності темпів зростання коефіцієнт капіталізації буде дорівнювати ставці дисконту.

Вартість реверсії (вартість в постпрогнозний період) відповідно до моделі Гордона визначається за формулою [45]:

$$O_{ct} = \frac{ЧГП_{(t+1)}}{(i - g)}$$

O_{ct} – вартість реверсії (вартість в постпрогнозний період);

$ЧГП_{(t+1)}$ - чистий грошовий потік доходів за перший рік постпрогнозного періоду;

i – ставка дисконту;

g – довгострокові темпи зростання грошового потоку.

Для виведення остаточної величини ринкової вартості підприємства вносять поправки.

При розрахунку вартості враховуються активи підприємства, які беруть участь у виробництві, отриманні доходу, тобто у формуванні грошового потоку. Але у будь-якого підприємства у кожний конкретний момент часу можуть бути надлишкові активи (нефункціонуючі, незайняті безпосередньо у виробництві). Їхня вартість не враховується в грошовому потоці, але це не значить, що вони не мають вартості. Згідно з Національним стандартом 3 надлишковим майном є майно, що не використовується у господарській діяльності і максимальна цінність якого досягається внаслідок відчуження. Тому необхідно визначити ринкову вартість таких активів і підсумовувати її з вартістю, отриманою при дисконтуванні грошового потоку [63].

Покажемо визначення ринкової вартості потенціалу підприємства на основі застосування методу непрямої капіталізації, застосувавши модель чистого грошового потоку для власного капіталу. Вихідні дані та дані розрахунку узагальнено в табл. 2.3. На дату оцінки довгострокові зобов'язання становлять 91,5 тис.грн., надлишкові активи – 22 тис.грн., ставка дисконтування – 17%. Дисконтування чистих грошових потоків здійснюється на кінець прогнозного року. Дисконтування реверсії здійснюється на початок року, що настає за прогнозним.

Таблиця 2.3

Оцінювання ринкової вартості потенціалу підприємства за допомогою
методу непрямой капіталізації доходу

(тис.грн.)

№	Показники	1-й прогнозн. рік	2-й прогноз. рік	3-й прогноз рік	4-й прогноз рік	5-й прогноз рік	Після прогнозн. період
1	2	4	5	6	7	8	9
1	Дохід від реалізації продукції	68692	69620	70315	72150	73156	
2	Собівартість продукції	45821	46000	46451	46950	47231	
3	Адміністративні, збутові витрати та витрати на обслуговування довгострокового боргу	6258	6300	6343	6389	6401	
4	Прибуток до оподаткування	16613	17320	17521	18811	19524	
5	Ставка податку на прибуток, %	18,00	18,00	18,0	18,00	18,00	18,0
6	Податок на прибуток	2990	3118	3154	3586	3514	
7	Чистий прибуток	13623	14202	14367	15225	16010	
8	Амортизація	231	242	245	250	253	
9	Капітальні інвестиції	106	61	-	-	-	
10	Приріст власного робочого капіталу	15	16	16	17	18	
11	Зменшення довгострокових зобов'язань	10	8	5	-	-	
12	Чистий грошовий потік	13723	13883	14101	15458	16245	
13	Реверсія						16320
14	Номер періоду прогнозу	1	2	3	4	5	
15	Коефіцієнт дисконтування	0,85470	0,73051	0,62437	0,53365	0,45611	
16	Коефіцієнт поточної вартості для реверсії						0,45611
17	Поточна вартість грошового потоку	11729	10142	8804	8249	7410	7444
18	Надлишкові активи	22,0					
19	Вартість потенціалу за грошовим потоком для власного капіталу	53800					

Згідно з даними таблиці 2.3 вартість потенціалу підприємства за грошовим потоком для власного капіталу складає 53800 тис.грн.

Метод прямої капіталізації доходу заснований на перетворенні чистого операційного доходу, що отримують від експлуатації об'єкта оцінювання, у вартість за допомогою коефіцієнта капіталізації. Капіталізація чистого

операційного доходу, тобто перетворення його у вартість об'єкта оцінки здійснюється шляхом ділення його на ставку капіталізації.

У формалізованому вигляді процес оцінювання об'єкта за допомогою методу прямої капіталізації можна представити так:

$$B = \frac{ЧОД}{K}$$

де В– оціночна вартість;

ЧОД – чистий операційний дохід, який визначається як різниця між прогнозованою сумою надходжень від використання потенціалу підприємства після вирахування всіх витрат, пов'язаних з його отриманням за визначений проміжок часу (як правило, за рік);

К – відповідний коефіцієнт капіталізації.

Метод прямої капіталізації доходу застосовується у разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід, отримання якого не обмежується у часі. На практиці, його частіше використовують для оцінки нерухомості, ніж для оцінки бізнесу.

Застосування методу прямої капіталізації доходу передбачає визначення [63]:

- періоду капіталізації чистого грошового потоку (рік, квартал, місяць, операційний цикл), тобто періоду виробничої діяльності, результати якої будуть капіталізовані. Метод прямої капіталізації доходу заснований на перетворенні доходу, що отримують від експлуатації об'єкта оцінювання за перший прогнозний рік, квартал, місяць, операційний цикл. Під останнім розуміють проміжок часу між придбанням запасів для здійснення діяльності та отриманням коштів від реалізації виробленої з них продукції або товарів і послуг;

- чистого грошового потоку за період, який розглядається як чистий операційний дохід. Під чистим операційним доходом у випадку застосування методу прямої капіталізації розуміється найбільш просте визначення грошового

поток, що використовується для оцінки бізнесу: прогнозована сума надходження від діяльності підприємства зменшується на суму всіх витрат, пов'язаних з отримання цієї суми;

- відповідної ставки капіталізації і її обґрунтування. Ставка капіталізації для підприємства виводиться із ставки дисконту шляхом вирахування очікуваних середньорічних темпів зростання доходу. Відповідно для одного і того ж підприємства ставка капіталізації звичайно нижча, ніж ставка дисконту. Отже, щоб визначити ставку капіталізації, потрібно спочатку розрахувати відповідну ставку дисконту, використовуючи метод кумулятивної побудови або метод середньозваженої вартості капіталу. За відсутності темпів зростання чистого операційного доходу коефіцієнт капіталізації буде дорівнювати ставці дисконту;

- вартості надлишкового майна у разі його наявності в цілісному майновому комплексі підприємства;

- вартості цілісного майнового комплексу шляхом ділення чистого грошового потоку як чистого операційного доходу на ставку капіталізації і збільшення отриманого результату на вартість надлишкового майна у разі його наявності в цілісному майновому комплексі.

Узагальнюючи вище викладене, можна стверджувати, що методи дохідного підходу вимагають обґрунтування величини майбутніх грошових доходів, які можна отримати від використання потенціалу оцінюваного підприємства. Основними перевагами даних методів є можливість врахувати майбутні умови діяльності підприємства, а саме: умови формування цін на готову продукцію, ринкові умови, на якому працює підприємство і інших факторів. Однак, варто зазначити, що у сучасних кризових умовах економіки не легко спрогнозувати грошовий потік чистого доходу від операційної діяльності підприємства навіть на найближчу перспективу, тому результати оцінювання мають імовірнісний характер.

2.2. Технологія застосування порівняльного підходу

Оцінка вартості потенціалу підприємства за допомогою порівняльного (ринкового) підходу можлива за наявності інформації про статистику продаж, тобто після вивчення фактичних угод з купівлі-продажу схожих об'єктів. За таких умов цінність підприємства визначається на основі реальних ринкових цін продажу аналогічних підприємств. Використання даного підходу дозволяє врахувати у вартісній оцінці потенціалу підприємства такі фактори як перспективність бізнесу, співвідношення попиту та пропонування на такий вид бізнесу, рівень підприємницького ризику, його дохідність і т.п..

Коли об'єктом оцінки є потенціал підприємства, то підхід включає такі методи оцінювання як метод ринку капіталу та метод ринкових угод.

В основі методу ринку капіталу лежить припущення про тотожність ринкової вартості підприємства його ринковій капіталізації або можливій ринковій капіталізації з урахуванням вартості прав контролю [63]. Під ринковою капіталізацією розуміють ринкову вартість акцій підприємства. Остання розраховується як добуток ринкового курсу однієї акції акціонерного товариства, що існує чи може бути створене на загальну кількість акцій. Ринковий курс однієї акції встановлюється на основі даних фондових бірж, виходячи з інформації про продаж (пропонування) акцій. Таким чином, метод заснований на аналізі кон'юнктури фондового ринку, а точніше угод, укладених з акціями даного підприємства.

При визначенні вартості потенціалу за даним методом ринковий курс продажу однієї акції ґрунтується на інформації про останню угоду, яка укладена в день, який приймається за дату оцінки. Якщо в цей день не відбулося укладання угод, то використовуються дані про останню укладену угоду до дати оцінки.

На вартість підприємства будуть впливати права контролю над пакетом акцій, тобто визначатимуться кількістю придбаних акцій. Врахувати вартість прав контролю можна на основі використання контрольної надбавки.

За умов можливої ринкової капіталізації підприємства його ринкова вартість визначається як добуток фінансово-економічних показників його діяльності, на відповідні мультиплікатори, які визначаються з використанням даних аналогічних (подібних) підприємств. При цьому враховуються права контролю та вносяться за потреби інші поправки.

В 2017 році в Україні діяли 8 фондових бірж: публічне акціонерне товариство «Фондова біржа «Перспектива», приватне акціонерне товариство «Фондова біржа «Іннекс», приватне акціонерне товариство «Київська міжнародна фондова біржа», публічне акціонерне товариство «Фондова біржа ПФТС», приватне акціонерне товариство «Фондова біржа «Універсальна», приватне акціонерне товариство «Українська міжбанківська валютна біржа», приватне акціонерне товариство «Українська фондова біржа», публічне акціонерне товариство «Українська біржа» [51] .

При використанні методу ринкових угод робиться припущення про еквівалентність вартості підприємства цінам продажу схожих підприємств. Базовим показником для цього методу є ціни продажу і ціни пропонування схожих підприємств або ціни продажу та ціни пропонування їх корпоративних часток, які відповідають певним правам контролю на дату оцінювання або близьку до неї дату.

Порядок використання методу ринкових угод та методу ринку капіталу за можливої ринкової капіталізації можна представити у наступних етапах (рис. 2.3).

Для проведення оцінювання за допомогою методу ринкових угод та методу ринку капіталу необхідно зібрати фінансову та нефінансову інформацію за підприємством-об'єктом оцінювання та аналогічними підприємствами, цінову інформацію про угоди, що здійснилися. Така інформація може бути отримана із спеціалізованих баз даних державних органів влади та органів місцевого самоврядування, зокрема даних Держаної служби статистики, бази даних мережі Internet, засобів масової інформації, офіційних сайтів

саморегульованих організацій оцінювачів, від ріелторських, консалтингових, будівельних фірм, рейтингових агентств, від інших оцінювачів.

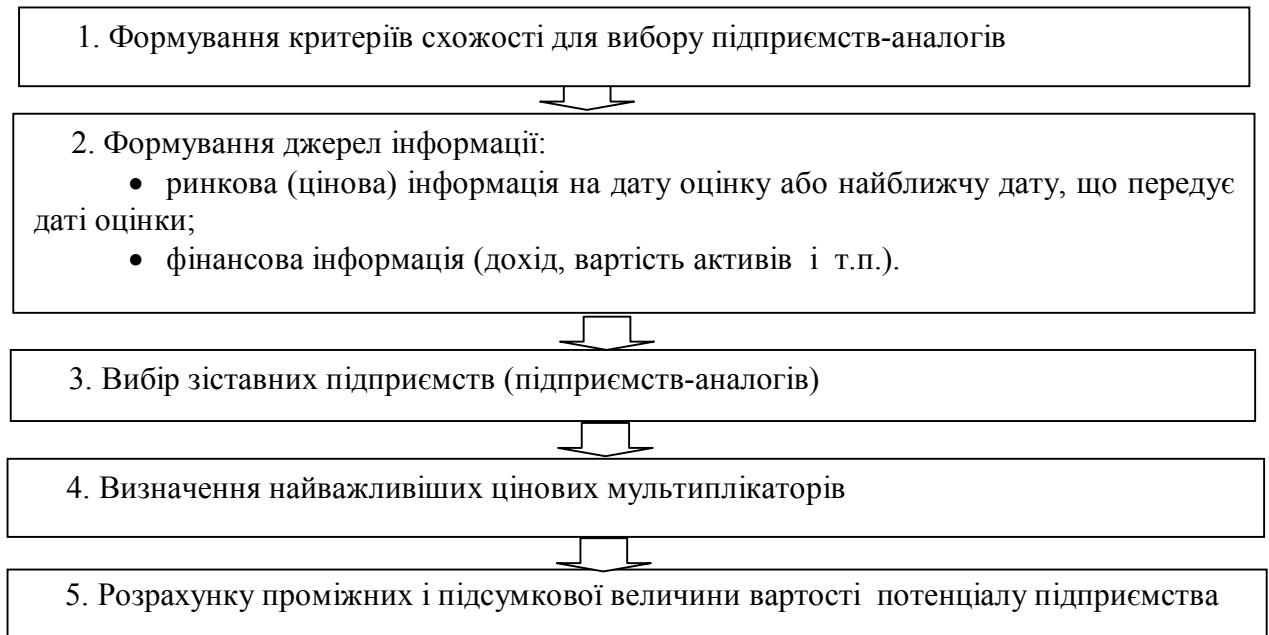


Рис. 2.3. Оціночні процедури методу ринкових угод та методу ринку капіталу за можливої ринкової капіталізації

Фінансова інформація звичайно представлена фінансовою звітністю, а також додатковими даними, які дозволяють встановити подібність підприємств та здійснити потрібні коригування для забезпечення необхідної зіставності. При цьому використовується фінансова звітність за останні 5 років. Таку інформацію оцінювач може отримати як з періодичних видань, так і на підставі письмового запиту або безпосередньо на підприємстві у ході співбесіди. Отримання додаткової інформації, інколи, є досить проблематичним через відмову деяких керівників у її наданні.

Перераховані методи є досить трудомісткими і дорогими, адже інформація повинна бути зібрана не тільки по оцінюваному підприємству, але і по підприємствам-аналогам. Вивчення оціночної практики свідчить про те, що бувають випадки, коли оцінювач робить висновок про відсутність потрібної схожості підприємств та неможливості застосування цих методів, недивлячись на витрачений час і фінансові ресурси.

При виборі підприємств-аналогів, крім галузевої схожості, оцінювач повинен враховувати розмір підприємства, диверсифікованість продукції або послуг, положення на ринку, стратегію діяльності, цінову політику, місце знаходження, стадію життєвого циклу, фінансовий стан, рівень ризику, якість менеджменту і т. ін.

Ринкова ціна продажу підприємств може бути відкритою, з обмеженим доступом і конфіденційною. Використання відкритої інформації зменшує відповідальність та гарантує високу доказову силу висновків експерта. Однак достовірність відкритої інформації часто значно нижча від достовірності конфіденційної.

Визначення ринкової вартості підприємства методами порівняльного (ринкового) підходу засновано на використанні цінових мультиплікаторів, які є коефіцієнтами, що показують співвідношення між ринковою ціною підприємства-аналога та фінансовими показниками:

$$M = \frac{Ц}{ФП},$$

де M – ціновий мультиплікатор;

$Ц$ – ціна підприємства-аналога;

$ФП$ – фінансовий показник підприємства-аналога.

Загальну формулу, яка використовується для визначення вартості за допомогою методів ринкового підходу можна представити так:

$$ВП = M \times ФП_{оц},$$

де $ФП_{оц}$ – фінансовий показник об'єкта оцінювання.

Фінансовими показниками, які, як правило, застосовуються при визначенні цінових мультиплікаторів є: балансова вартість всіх активів або необоротних активів, власного капіталу, чистий прибуток, чистий дохід, чистий грошовий потік та інші. Залежно від вибраного фінансового показника цінові мультиплікатори можуть бути інтервальними та моментними, тобто визначати на конкретну дату або за певний відрізок часу.

Інтервальні мультиплікатори розраховуються шляхом зіставлення:

- ціни і прибутку. Якщо підприємства використовуються різні системи оподаткування, то у розрахунок приймається прибуток до оподаткування, в іншому випадку доречним буде використання чистого прибутку;

- ціни і чистого грошового потоку. Використання такого мультиплікатора буде доречним для підприємств, в активах яких переважає нерухоме майно, збиткових підприємств або для підприємств, які характеризуються значною питомою вагою амортизації у чистому доході;

- ціни і дивідендних виплат (як фактичних, так і потенційних). Такий мультиплікатор доцільні застосовувати за умови стабільної виплати дивідендів або високої ймовірності їх виплати;

- ціна і чистий дохід. Досить часто такий мультиплікатор використовують для оцінювання потенціалу підприємств сфери послуг.

Для визначення моментних мультиплікаторів необхідно зіставити:

- ціну і балансову вартість активів або їх складових. Часто сферою застосування такого мультиплікатора є оцінювання потенціалу холдингових компаній;

- ціну і чисту вартість активів. Зазвичай, сферою застосування такого мультиплікатора є оцінювання вартості потенціалу підприємств, які характеризуються високою часткою інвестицій у нерухомість, машини та обладнання, цінні папери, або основною діяльністю яких є купівля та продаж таких активів.

Для одержання більш об'єктивних результатів оцінювання потенціалу підприємства методами ринкового підходу вимагає застосування одночасно декількох мультиплікаторів. У розрахунках розмах величини одного і того ж мультиплікатора, визначеного для різних підприємств-аналогів, може бути достатньо значним. У такому разі зі складу підприємств-аналогів варто виключити ті з них, які характеризуються екстремальними значеннями мультиплікаторів.

Використання кількох мультиплікаторів означає, що під час розрахунку буде отримано стільки ж варіантів вартості. Узагальнення проміжних

результатів та формування підсумкової величини вартості здійснюється з використанням середніх, а саме [63]:

- як середнє арифметичне значення – шляхом перемноження значення кожного мультиплікатора по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта, їх сумування, а потім діленням на кількість добутоків;
- як медіанне значення цін продажу, тобто середнє значення для ранжованого ряду добутоків по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта. Медіана є числом, яке є серединою ранжованої множини чисел, тобто половина чисел мають значення більші, ніж медіана, а половина чисел мають значення менші від неї;
- як модальне для ранжованого ряду добутоків по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта, тобто найбільш поширене значення.

Якщо рівень довіри до всіх отриманих співвідношень є однаковим, то досить часто, для одержання підсумкової величини вартості застосовують формулу середньої арифметичної з можливих її варіантів. Однак, на практиці цей розрахунок викликає деякі сумніви, через це залежно від конкретних умов, рівня довіри до отриманої інформації для кожного мультиплікатора визначають свій коефіцієнт важливості. Його застосування шляхом зважування мультиплікаторів дозволяє отримати попередню величину вартості, яка є основою для проведення наступних коригувань.

До таких коригувань відносять знижки або надбавки за рахунок [50]:

- рівня диверсифікованості асортименту продукції, яка випускається. Так, вузький виробничий асортимент варто розглядати як обмежувач для потенційних споживачів, що зумовлює ріст підприємницького ризику через дефіцит деяких основних видів матеріальних ресурсів;
- потреби у додаткових капітальних інвестиціях, на розмір яких зумовлює зниження попередньої ціни підприємства. Коригування здійснюється на основі оцінки технічного стану та інвентаризацій майна;

- фінансового стану підприємства. Для коригування вартості потенціалу використовують такий кількісний показник, як надлишок чи дефіцит власного оборотного капіталу. Його величину розраховують шляхом зіставлення необхідного оборотного капіталу та наявного. Якщо у ході проведеного аналізу фінансового стану підприємства виявиться надлишок власного оборотного капіталу, то його величину слід додати до попередньої вартості підприємства. Його величина свідчить про наявність незадіяних високоліквідних активів. У той же час, виявлений дефіцит власного оборотного капіталу приводить до зменшення попередньої вартості підприємства, тому що вказує на той обсяг фінансових ресурсів, які власник (інвестор) підприємства повинен вкласти у нього з метою забезпечення неперервного функціонування у майбутньому;

- ліквідності активів, тобто їх спроможності до швидкого перетворення у грошові кошти, наявність якої підвищує вартість підприємства і, навпаки, низький рівень ліквідності активів знижує вартість підприємства;

- врахування обсягу переданих прав контролю. Вартість підприємства залежить від можливості здійснювати певний обсяг прав або весь його набір, пов'язаних з контролем над підприємством, а саме: право обирати топ-менеджерів, розробляти стратегію і тактику розвитку, купувати, продавати чи ліквідовувати активи, вносити зміни в статутні документи та ін.

- якості менеджменту. Коригування здійснюється у випадку залежності діяльності підприємства від однієї або декількох ключових осіб управлінського персоналу;

- інших факторів, зокрема результатів у галузі науково-дослідних розробок та ін.

Вартість потенціалу підприємства, отримана з урахуванням усіх коригувань, є його підсумковою (остаточною) вартістю.

Покажемо методику застосування ринкового підходу на конкретному прикладі. Необхідно визначити ринкову потенціалу підприємства методом угод на базі середньої арифметичної. Під час розрахунку використовуються такі ринкові мультиплікатори: ціна/необоротні активи; ціна/активи; ціна/власний

капітал; ціна/чистий дохід (виручка від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг). Вихідні дані та розрахунок вартості подано у таблиці 2.4.

Таблиця 2.4

Розрахунок вартості підприємства за допомогою ринкового підходу

(млн.грн.)							
№	Показник	Об'єкт оцінки	Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Аналог 4	Аналог 5
1	2	3	4	5	6	7	8
1	Ціна продажу		4020	4510	3015	4123	4312
2	Фінансові показники:						
2.1	Вартість необоротних активів	405	433	483	240	411	444
2.2	Вартість власного капіталу	503	531	298	430	381	545
2.3	Вартість всіх активів	601	636	558	545	562	663
2.4	Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	708	715	801	588	513	734
3.	Мультиплікатори, рази	-					
3.1	ціна/необоротні активи	-	9,28406	11,77546	12,56250	10,03163	9,71171
3.2	ціна/власний капітал	-	7,57062	9,33747	7,01163	10,82152	7,91193
3.3	ціна/активи	-	6,32075	8,08244	5,53211	7,33630	6,60377
3.4	ціна/чистий дохід	-	5,62238	5,63046	5,12755	8,03704	5,87466
4.	Прогнозна вартість об'єкта оцінювання:						
4.1	За мультиплікатором «ціна/необоротні активи»		3760,26	4769,06	5087,81	4062,81	3933,24
4.2	За мультиплікатором «ціна/власний капітал»		3808,02	4696,74	3526,84	5443,22	3979,69
4.3	За мультиплікатором «ціна/активи»		3798,77	4857,55	3324,80	4409,12	3908,76
4.4	За мультиплікатором «ціна/чистий дохід»		3980,64	3986,37	3630,31	5690,22	4159,26
5	Медіана значень вартості об'єкта оцінювання тис.грн.	4240,68					

Згідно з даними таблиці 2.4 вартість потенціалу підприємства, розрахована за допомогою ринкового підходу складає 4240,68 млн.грн.

Вивчення сутності методів ринкового підходу дозволяє виокремити його переваги та недоліки. Зупинимось спочатку на перевагах. При використанні

ринкового (порівняльного) підходу до оцінювання ринкової вартості оцінювач орієнтується на ціни фактичних угод з купівлі-продажу, які сформувалися на ринку, і лише здійснює їх коригування, щоб забезпечити зіставність аналога з оцінюваним об'єктом. Використання методів інших підходів вимагає від оцінювача визначення вартості об'єкта на основі розрахунків. Оскільки ціни фактичних угод максимально враховують ринкову, то такий підхід реально відображає попит і пропонування на даний об'єкт оцінювання. В основі оцінки ринкової вартості лежить інформація, яка відображає не тільки фактичні ціни купівлі-продажу аналогічних об'єктів, але і фактично отримані результати діяльності підприємства-аналога та оцінюваного підприємства. Цілком зрозуміло, що така інформація є достовірнішою, ніж прогнозні значення майбутніх доходів, які мають певну невизначеність.

Поряд з цим порівняльному підходу притаманні ряд істотних недоліків, які обмежують його використання в практиці оцінювання. Оскільки використання даного підходу базується на досягнутих у минулому фінансових результатах діяльності, то він не враховує перспектив розвитку підприємства у майбутньому. Крім того, застосування підходу можливе тільки за наявності доступної різносторонньої ринкової, фінансової та іншої додаткової інформації, яка стосується як оцінюваного підприємства, так і достатньо великого числа подібних підприємств, які мають статус аналогів. Отримання додаткової інформації від керівництва підприємств-аналогів є досить складним процесом. У ході застосування підходу, оцінювач мусить виконувати складні коригування, вносити поправки у проміжні розрахунки та підсумкову величину вартості, а це вимагає серйозних обґрунтувань. Це зумовлено тим, що в реальності не існує абсолютно однакових підприємств, тому оцінювач зобов'язаний з'ясувати відмінності та визначити напрямки їх нівелювання у процесі розрахунку підсумкової величини вартості.

За таких умов застосування порівняльного підходу можливе за наявності, активного функціонуючого ринку, його відвертості, доступності фінансової інформації, яка необхідна оцінювачу. Проведений науковцями [66] аналіз

біржового ринку дає змогу стверджувати про його фрагментарність, недостатній рівень капіталізації, розрізненість діяльності фондових бірж, невисокий рівень застосування новітніх технологій і механізмів електронної торгівлі.

Важливою передумовою використання ринкового підходу є функціонування спеціальних служб, які накопичують цінову та фінансову інформацію. Формування необхідного банку даних спростить роботу оцінювача, адже підхід є достатньо трудомістким та дорогим.

2.3. Майнові методи оцінки ринкової вартості сукупного потенціалу

Використання майнового підходу до оцінки ринкової вартості потенціалу ґрунтується на визначенні суми ресурсів, які потрібно витрати на його відтворення або заміщення з урахуванням чинників фізичного і морального зношення. Цей підхід варто застосовувати, коли потрібно порівняти витрати на придбання підприємства з витратами на створення аналогічного підприємства.

Тезу підходу можна викласти так: «жоден потенційний покупець (або інвестор) не заплатить за об'єкт, що оцінюється, більше, ніж можуть скласти витрати (у поточних цінах) на створення об'єкта, який буде його точною копією або функціональним аналогом, мати ту ж саму корисність». Методи майнового підходу дозволяють визначити, скільки коштів необхідно новому власнику для того, щоб створити підприємство подібного профілю з такими ж активами, що і у підприємства, яке оцінюється. Отримані оцінювачем результати дають підставу для прийняття рішення: придбати готове підприємство чи самостійно створити нове підприємство.

Сутність методів даного підходу полягає у визначенні вартості, так званих «чистих» або власних активів підприємства. Вони залишаються у розпорядженні підприємства після виконання всіх фінансових зобов'язань.

Майновий підхід представлений двома основними методами: методом вартості чистих активів та методом ліквідаційної вартості.

Сутність методу чистих активів полягає у визначенні різниці між вартістю всіх активів підприємства та його фінансовими зобов'язаннями. Таким чином, базова формула для визначення вартості потенціалу методом чистих активів має вигляд:

$$ЧА = А - З$$

де $ЧА$ - вартість чистих активів підприємства;

A – ринкова вартість активів підприємства;

$З$ – обсяг фінансових зобов'язань.

Отриманий результат показує оцінену вартість власного капіталу підприємства. Згідно з діючою методикою оцінки вартості майна вище наведена формула набуває вигляду [35]:

$$ЧА = (H + O + M) - (B + Д + П),$$

де H – вартість необоротних активів;

O – вартість оборотних активів;

M – вартість витрат майбутніх періодів;

B – вартість забезпечень наступних витрат і платежів;

$Д$ – вартість довгострокових зобов'язань;

$П$ – вартість поточних зобов'язань.

Слід зазначити, що балансова вартість активів рідко збігається з ринковою, її використання дозволяє лише визначити такий нижню можливу межу вартості підприємства. У зв'язку з цим у світовій і вітчизняній оціночній практиці використовують метод чистих скоригованих активів. Вартість активів, оцінених за історичною собівартістю або переоціненою вартістю замінюють ринковою вартістю. Таким чином, ринкову вартість потенціалу підприємства розраховують як різницю між ринковою вартістю його активів і ринковою вартістю зобов'язань, а саме:

$$ЧА^* = A^* - З^*$$

де $ЧА^*$ – скориговані чисті активи;

A^* – ринкова вартість активів;

З* – ринкова вартість зобов'язань.

Основною перевагою використання методів у рамках майнового підходу є те, що вони базуються на реально існуючих активах. В той же час вони «статичні», оскільки не враховують перспектив розвитку підприємства, його майбутню прибутковість, не враховують синергічного ефекту від спільного використання активів, зорієнтовані, у першу чергу, на матеріальні активи.

У рамках майнового підходу до оцінки вартості підприємства виникає необхідність оцінити ринкову вартість всіх його активів. У процесі оцінювання можуть використовуватися всі загальноприйняті підходи: дохідний, витратний і порівняльний.

Застосовування витратного підходу для оцінювання нерухомого та рухомого майна підприємства полягає у визначенні його залишкової вартості заміщення (відтворення). Залишкова вартість відтворення (заміщення) розраховується шляхом віднімання від вартості відтворення (заміщення) сукупного зносу. Оцінка сукупного зносу нерухомого та рухомого майна підприємства здійснюється урахуванням їх фізичного, функціонального, та економічного старіння. Для визначення величини сукупного зносу в оцінній практиці використовують метод «строку життя» або метод розбивки.

Порівняльний підхід передбачає визначення вартості нерухомого та рухомого майна підприємства на основі результатів зіставлення з вартістю аналогічних об'єктів, які були нещодавно продані. Для цього аналізуються ціни продажу та пропонування подібного майна. По мірі того, як об'єкт оцінки відрізняється від аналогічного, в ціну останнього вносять поправки з тим, щоб визначити, за якою ціною міг би бути проданий об'єкт-аналог, якби володів тими ж характеристиками, що і об'єкт оцінки. Для визначення вартості об'єкта оцінки розрахунки узагальнюють з врахуванням поправок.

Методи дохідного підходу при визначенні вартості нерухомого і рухомого майна пов'язані із визначенням валового доходу, операційних витрат та чистого операційного доходу, який може бути отриманий від його використання, обґрунтуванням оціночної процедури для визначення ставки

дисконту (капіталізації). Послідовність використання методу прямої капіталізації доходу для оцінювання рухомого і нерухомого майна відображена на рис. 2.4.

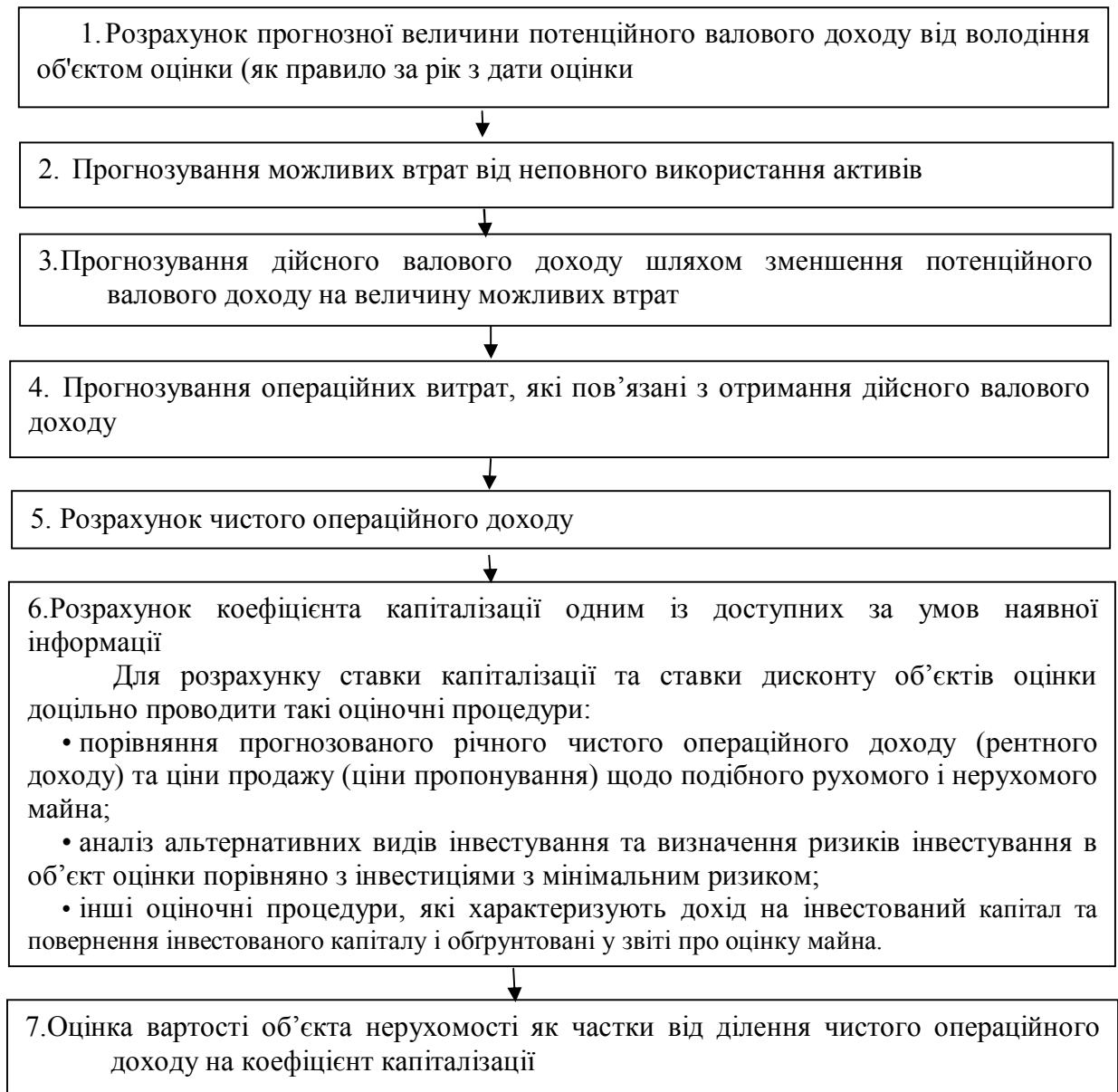


Рис. 2.4. Послідовність використання методу прямої капіталізації доходу для оцінювання рухомого і нерухомого майна

Для методу непрямої капіталізації важливим є визначення поточної вартості грошового потоку як суми поточної вартості чистого операційного доходу за роками, кварталами або місяцями в межах прогнозованого періоду та прогнозування поточної вартості реверсії. Оціночні процедури визначення вартості рухомого і нерухомого майна методом непрямої капіталізації деталізовано на рис. 2.5.

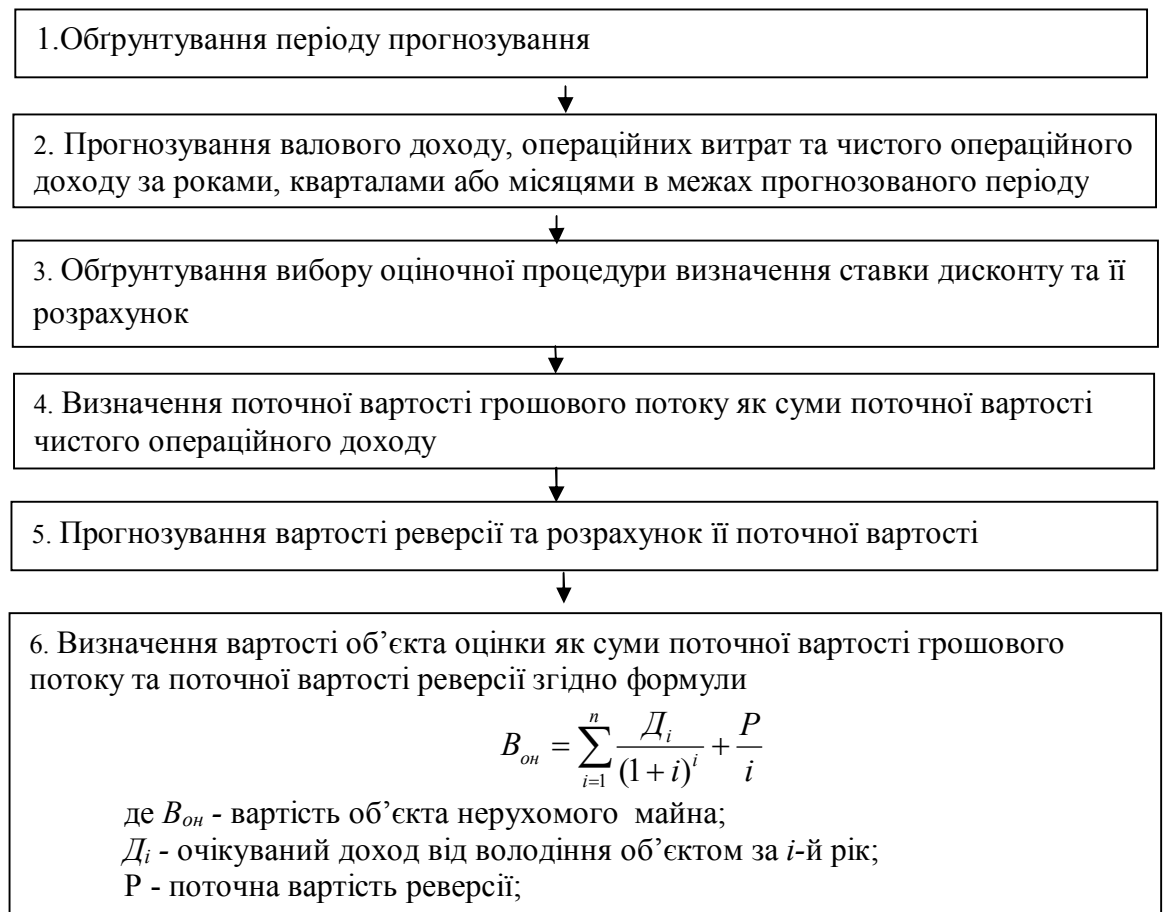


Рис. 2.5. Оціночні процедури визначення вартості рухомого і нерухомого майна методом непрямой капіталізації

При оцінюванні дебіторської заборгованості основним завданням є визначення її ринкової вартості, іншими словами визначення грошового еквівалента, який очікують отримати у результаті її повернення чи продажу. За таких умов обсяг дебіторської заборгованості, як правило, відрізняється від первісної величини. У зв'язку з цим при оцінюванні дебіторської заборгованості оцінювачу слід брати до уваги вимоги і принципи Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 10 «Дебіторська заборгованість». Поточна дебіторська заборгованість, яка є фінансовим активом, включається до підсумку балансу за чистою реалізаційною вартістю. Для визначення чистої реалізаційної вартості на дату балансу обчислюється величина резерву сумнівних боргів.

Величина резерву сумнівних боргів визначається за одним із методів:

- застосування абсолютної суми сумнівної заборгованості. За даним методом величина резерву визначається на підставі аналізу платоспроможності окремих дебіторів;

- застосування коефіцієнта сумнівності. За даним методом величина резерву розраховується множенням суми залишку дебіторської заборгованості на початок періоду на коефіцієнт сумнівності.

Коефіцієнт сумнівності може розраховуватися такими способами:

- визначення питомої ваги безнадійних боргів у чистому доході підприємства;

- класифікації дебіторської заборгованості за строками непогашення;

- визначення середньої питомої ваги списаної протягом періоду дебіторської заборгованості у сумі дебіторської заборгованості на початок відповідного періоду за попередні 3-5 років.

Використовуючи дані балансу при оцінюванні запасів, необхідно враховувати, що вони відображають за найменшою із двох оцінок: первісною вартістю або чистою вартістю реалізації.

Складовими первісної вартості запасів є ціна придбання, витрати на транспортування, суми ввізного мита, державне мито та аналогічні платежі, якщо вони не відшкодовуються підприємству. При виготовленні запасів власними силами (готової продукції) первісну вартість формує їх виробнича собівартість, яка визначається згідно П(С) 16 «Витрати».

Ринкова вартість запасів може змінюватися через моральне старіння, псування, що передбачає визначення різниці між вартістю придбання та вартістю їх продажу на даний момент. Ринкова вартість запасів (чиста вартість реалізації) визначається шляхом множення їх розміру в натуральних одиницях виміру на очікувану ціну реалізації за вирахуванням очікуваних витрат на організацію збуту.

Ринкова вартість незавершеного виробництва визначається як різниця між очікуваною ціною реалізації таких запасів та очікуваними витратами на завершення їх виробництва та реалізацію.

Витрати майбутніх періодів оцінюються за балансовою вартістю, якщо ще існують пов'язані з ними вигоди. Якщо контрагент не може виконати свої зобов'язання або за ними минув строк позовної давності, це свідчить, що такі вигоди відсутні, то величина витрат майбутніх періодів списується на витрати.

До складу активів підприємства входять довгострокові та поточні фінансові інвестиції. Під ринковою вартістю фінансових інвестицій розуміють теперішню вартість майбутніх грошових надходжень, що генеруються певним видом цінного паперу.

Особливість облігацій полягає у тому, що сукупність платежів, які повинен отримати її власник розтягнуто у часі, і отже, всі майбутні грошові потоки потрібно дисконтувати до моменту, для якого проводиться оцінювання вартості облігації. Розмір ставки дисконту приймається на рівні дохідності аналогічних фінансових інструментів на ринку позикового капіталу.

Облігація характеризується такими параметрами як: номінальна вартість, купонна ставка дохідності, дата випуску, дата погашення, умови виплати відсотків (періодичність виплат). Такі параметри визначаються умовами випуску.

Відповідно до форми доходу облігації є купонні та безкупонні. Під купонною ставкою дохідності розуміють процентну ставку, згідно з якою власник облігації отримує періодичний дохід. Сума платежів (CF) отриманих власником за один купонний період є добутком купонної ставки (K) на номінал (N):

$$CF = N \cdot K$$

Власник безкупонної облігації, облігації з нульовим купоном періодичних виплат у вигляді відсотків не отримує, а з настанням строку погашення за цими фінансовими інструментами виплачується їх номінальна вартість. Такі види облігацій розміщується з дисконтом, щоб забезпечити власнику відповідну дохідність.

Ринкову вартість облігацій формує поточна вартість майбутнього потоку платежів (купонних виплат та номіналу) дисконтованих з урахуванням певної ставки дисконту, а саме [67]:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

де

PV – поточна вартість майбутнього потоку платежів

$CF_1, CF_2, CF_3, \dots, CF_n$ – майбутні купонні виплати;

N – номінал (основна сума боргу).

Оцінимо вартість облігації з номіналом 1000 грн., і строком обігу 10 років, за умови, що ставка купона виплачується раз в рік і складає 15%, а ставка дисконтування – 10%.

$$PV = \sum_{t=1}^{10} \frac{(1000 \times 0.15)}{(1+0.10)^t} + \frac{1000}{(1+0.10)^{10}} = 1307,23 \text{ грн}$$

Якщо підприємство володіє такою облігацією декілька років, і при цьому процентна ставка не змінилася, то ринкова вартість облігації до моменту часу, який залишається до погашення є незмінною. Змінюватися вона буде лише за умови зміни ставки дисконту.

За умови випуску облігації на певний термін з виплатою всієї суми відсотків одночасно та її номінальної вартості, то вартість такої купонної облігації можна розрахувати за формулою [67]:

$$PV = \frac{N + (CF \cdot n)}{(1+i)^n}$$

Відповідно до умов попереднього прикладу, ринкова вартість такої облігації складає:

$$PV = \frac{1000 + (150 \cdot 10)}{(1+0.10)^{10}} = 965 \text{ грн.}$$

При здійсненні n на рік, формула оцінювання ринкової вартості облігації набуває вигляду [67]:

$$PV = \frac{\frac{CF}{m}}{(1 + \frac{i}{m})^{m \cdot t}} + \frac{N}{(1 + i)^{m \cdot n}}$$

n – рік погашення облігації;

m – кількість виплат за рік;

t – роки до погашення.

Для прикладу, оцінимо вартість трирічної облігації номінал якої складає 1000 грн., купонна ставка 6%, купонні виплати проводять 2 рази на рік, норма дисконту – 8%. Її вартість складає 947,26 грн.

$$PV = \frac{30}{1.04} + \frac{30}{1.04^2} + \dots + \frac{1030}{1.04^6} = 947,26 \text{ грн.}$$

При купонних виплат один раз в рік, вартість такої облігації складала б 947,62 грн.

$$PV = \frac{60}{1.08} + \frac{60}{1.08^2} + \dots + \frac{1060}{1.08^3} = 948,62 \text{ грн.}$$

Таким чином, ринкова вартість облігації залежить від її номінальної вартості та строку погашення, ставки дисконту і купонної ставки.

При визначенні ринкової вартості безкупонних облігацій розраховують теперішню вартість елементарного потоку платежів за відомим значенням N , ставкою дисконту (i), і терміну погашення – n . При цьому формула теперішньої вартості такого виду облігації має наступний вигляд [67]:

$$PV = \frac{N}{(1 + i)^n}$$

З наведеної формули випливає, що ринкова вартість безкупонної облігації пов'язана оберненою залежністю з ринковою ставкою (i) та строком погашення (n). При цьому чим більший строк погашення облігації, тим чутливішою є її вартість до змін ринкових процентних ставок.

Ринкова ціна безкупонної облігації з номіналом у 1000 грн. і погашенням через 2 роки і ставкою дисконтування 8% становить 857,37 грн.

$$\frac{1000}{(1 + 0,08)^2} = 857,34 \text{ грн}$$

Ринковою вартістю акції є дисконтована вартість очікуваних від неї у майбутньому грошових надходжень, які дисконтують за певною ставкою.

Ринкову вартість акції розраховують, як дисконтовану вартість очікуваних у майбутньому грошових надходжень за час володіння нею суб'єктом господарювання.

Формулу $PV_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+i)^i}$ називають моделлю дисконтування дивідендів,

яка дозволяє визначити ринкову вартість звичайних акцій підприємства як приведену вартість всіх очікуваних дивідендних виплат (D) протягом необмеженого періоду часу. У даній формулі відображено тільки дивідендні виплати, а можливий приріст ринкової вартості акцій дорівнює приросту дивідендів за ними.

Для привілейованих акцій характерна виплата регулярних фіксованих дивідендів. Їх ринкову вартість можна розрахувати за формулою [67]:

$$PV_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D}{(1+i)^i} = \frac{D}{i}$$

Якщо за акцій характерний постійний темпом приросту дивідендів, то їх вартість можна обчислити за формулою:

$$PV_0 = \frac{D_0(1+q)}{i-q} = \frac{D_1}{i-q}$$

q – темп приросту дивідендів.

Дану формулу називають моделлю Гордона. Її слід використовувати, коли $i > q$.

Досить часто дивідендні виплати мають вірогідний характер, що робить доцільним формувати моделі зі змінним темпом приросту дивідендів.

У балансі всі поточні зобов'язання відображаються за сумою погашення, тобто сумою, яка буде фактично сплачена при їх погашенні.

Довгострокові зобов'язання (суми довгострокових кредитів, облігаційних позик, довгострокових відсоткових векселів, платежів за довгостроковою орендою) у звітності відображаються за теперішньою вартістю. Такий підхід дозволяє показати реальну вартість довгострокових зобов'язань на момент складання звітності.

Якщо очікується упорядкована або примусова ліквідація підприємства, то його потенціал оцінюють з використанням методу ліквідаційної вартості. Для цього до вартості продажу активів підприємства додають суму теперішньої вартості грошових потоків, які очікують отримати від здійснення діяльності у період ліквідації (за умови її здійснення) та віднімають суму поточної вартості зобов'язань, які пов'язані з ліквідацією. Треба зазначити, що вартість потенціалу підприємства розрахована за допомогою цього методу, як правило, є найнижчою через обмеження часу продажу та наявності ліквідаційних витрат.

РОЗДІЛ 3

ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ ОЦІНЮВАННЯ ПОТЕНЦІАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

3.1. Особливості оцінювання потенціалу підприємства для моніторингу поточних можливостей

Вивчення категорії «моніторинг» дає можливість розглядати її розглядати з двох позицій: по-перше за все, як спосіб дослідження реальності; по-друге, як спосіб забезпечення системи управління достовірною, своєчасною і якісною інформацією.

Моніторинг поточних можливостей підприємства варто трактувати як систему постійного спостереження за діяльністю підприємства з метою виявлення відповідності досягнутих і очікуваних (бажаних) результатів. Таке постійне спостереження вимагає збір, оброблення, зберігання і доведення до зацікавлених осіб інформації про існуючий сукупний потенціал, окремі його складові та рівень використання. При правильній організації моніторинг дозволяє здійснити оцінювання стану об'єкта у будь-який момент часу і спрогнозувати стан майбутнього розвитку.

З метою раціональної організації моніторингу необхідно дотримуватися кількох базових принципів, а саме: цілісності; оперативності; пріоритетності управління; відповідності цілей моніторингу засобам його організації; націленості на прогнозування; несуперечності.

Через те, що в основу оцінювання поточних можливостей підприємства покладено його потенціалу, то потрібно визначити ті його, які необхідно брати до уваги у процесі організації системи моніторингу. Такими основними особливостями можна вважати [28]:

- динамічність, що проявляється у постійному розвитку його складових елементів;

- складність структури, що повинна охоплювати всі його складові елементи та визначати їх ієрархію;
- комплексність, що означає вимагає вивчення складових елементів потенціалу через їх взаємодію та взаємозв'язок;
- функціональність, що проявляється у досягненні певного рівня використання можливостей шляхом виконання певних функцій.

Виокремленні особливості свідчать, що організація моніторингу поточних можливостей підприємства є досить складним процесом. Моніторинг повинен дозволити не тільки виявляти відхилення поточного стану від запланованого, але й виявляти проблемні напрямки діяльності з метою запобігання чи мінімізації можливого деструктивного розвитку подій. Через це він повинен здійснюватися із залученням програмних продуктів, які будуються з використанням адекватної системи критеріїв та показників.

Процес раціональної організації моніторингу поточних можливостей варто структурувати у етапи, які відображені на рис. 3.1.

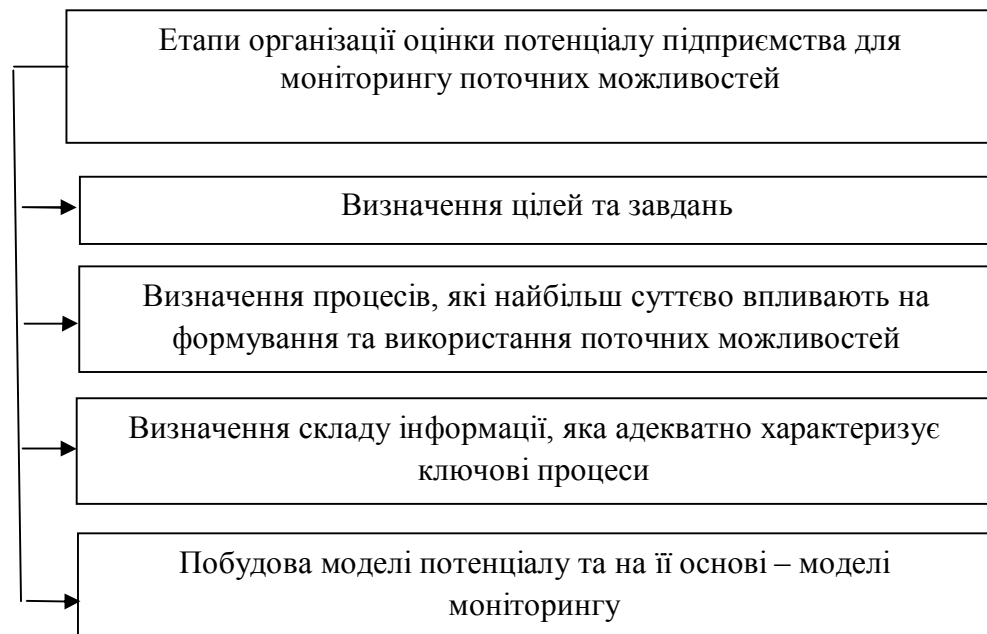


Рис. 3.1. Етапи організації оцінки потенціалу підприємства для моніторингу поточних можливостей

При встановленні цілей і завдань, наприклад, можна передбачити визначення динаміки і тенденцій розвитку сукупного потенціалу через взаємодію окремих його складових елементів, оцінювання рівня використання існуючих можливостей, актуалізацію інформації про використання потенціалу підприємства та ін.

Важливим є визначення процесів, що найбільш суттєво впливають на формування та використання поточних можливостей. Такими процесами для промислового підприємства можуть бути технологічна підготовка виробництва, безпосередньо виробництво, пакування, зберігання, транспортування продукції, збут продукції, після продажне технічне обслуговування, управління фінансами, інформаційне забезпечення, закупівля матеріальних ресурсів, управління ресурсами, управління персоналом та ін.

При визначенні складу інформації, яка реально відображає ключові процеси необхідно врахувати, що вона повинна охоплювати всі складові елементи потенціалу, що взаємодіють між собою у процесі виконання визначених бізнес-процесів (виробничий, фінансовий, маркетинговий, кадровий потенціал та ін.)

Після побудова моделі потенціалу підприємства на її основі формують певну модель моніторингу.

Моделювання є процесом, що дозволяє вивчити складні системи шляхом конструювання поведінки її складових елементів. При побудова моделі потенціалу потрібно дотримуватися таких основних вимог [75]:

- забезпечити чітке визначення поточних реалізованих та не реалізованих можливостей постачання, виробництва, збуту, фінансування, сформувати систему показників, які їх визначають для оцінки динаміки з урахуванням внутрішніх взаємозв'язків;
- розробити критерії, що які дозволяють вивчити ефективність використаних можливостей відповідно до ринкових вимог;
- забезпечити можливість вивчення причин сповільнення темпів використання потенціалу і відставання від бажаного рівня, рівня конкурентів;

- забезпечити можливість вивчення характеру внутрішніх комунікацій;
- розробити критерії раціонального функціонування окремих складових елементів потенціалу та їх взаємодії.

У [31] запропоновано модель потенціалу, яка ґрунтується на оцінюванні методів майнового підходу. Дана модель, яка визначає величину потенціалу підприємства як алгебраїчну суму вартості його майна, витрат на оплату праці, матеріальне стимулювання, навчання і підвищення кваліфікації персоналу, витрат на розроблення технологій, яка скоригована на коефіцієнт, що враховує вплив природного та інфраструктурного чинників, з урахуванням вірогідності виникнення різних подій.

Іншим прикладом сформованої моделі потенціалу підприємства є модель, в основі якої лежить дохідний підхід з використанням грошового потоку від власного капіталу через вартісні чинники, які задіяні у його формуванні: операційний прибуток, амортизаційні відрахування, обсяг зобов'язань та відсотків за ними, коефіцієнт дисконтування, ставку податку на прибуток, величину інвестицій і т. ін. [28]. Причому будь-який з названих чинників може бути деталізований залежно від вимог до моніторингу. Так, наприклад, на операційний прибуток впливають дохід від реалізації продукції, собівартість реалізованої продукції, витрати на збут, адміністративні витрати, інші операційні витрати; величина інвестицій формується під впливом обсягу капітальних інвестицій і величини інвестицій, яка використовується на поповнення оборотного капіталу і т.д.

В економічній літературі, крім побудови математичних моделей і організації на їх основі моніторингу поточних можливостей, пропонують застосовувати графоаналітичні моделі. В таких моделях кожний вектор відповідає оцінці певного фактору, що описує потенціал підприємства. Такі моделі дають можливість наочно відобразити результати використання потенціалу та дозволяють швидко отримати дані про проблемні складові елементи потенціалу. Однак, треба відмітити, що побудова так графоаналітичних моделей ускладнюється при збільшенні кількості чинників,

які впливають на формування та розвиток потенціалу і залежать один від одного.

Існують спеціальні випадки, які вимагають оцінювання потенціалу підприємства. Вони стосуються незвичайних господарських ситуацій, які виникають у ринковій економіці. Деякі з таких випадків передбачаються законодавством [22]. До таких спеціальних випадків можна віднести:

- викуп паїв (акцій) товариств із обмеженою відповідальністю, приватних акціонерних товариств;
- випуск нових акцій;
- підготовка до продажу підприємств, які приватизуються;
- обґрунтування варіантів проведення санації підприємств-банкрутів.

Порядок викупу паїв товариств із обмеженою відповідальністю, приватних акціонерних товариств визначається, як правило, статутними документами, а для оцінювання вартості паю, який підлягає викупу, існують такі можливі варіанти:

- компенсація за пай відповідає номінальній вартості початкового внеску;
- викуп товариством паю проводиться виходячи з його номінальної вартістості, яку індексують на рівень інфляції за період володіння ним;
- компенсація за пай проводиться відповідно до його номінальної вартості, яку збільшують на капіталізовані, не розподілені раніше прибутки, пропорційно до величини пайового внеску;
- вартість паю відповідає його ринковій вартості, яка визначається як пропорційна частка від загальної ринкової вартості потенціалу підприємства.

З перерахованих варіантів для власника паю найбільш обґрунтованим є останній варіант. Визначення ринкової вартості паю у цьому випадку проводиться із застосуванням загальноприйнятих в оціночній практиці підходів. Схожою є ситуація у приватних акціонерних товариствах, коли оцінюється вартість пакету акцій тих акціонерів, які виходять зі складу його засновників.

Емісію нових акцій можна вважати важливим напрямком збільшення статутного капіталу підприємства у тому випадку, якщо підприємство-емітент спроможне реінвестувати отримані кошти, у проекти, ефективність яких вже доведена. Однак, досить часто трапляються ситуації, коли підприємство не в змозі ефективно використати отримані кошти від додаткової емісії акцій через необхідність відшкодування поточних збитків, здійснення виплат за простроченими борговими зобов'язаннями, необхідність підтримки у належному стані існуючих виробничих потужностей, поповнення власного оборотного капіталу і т.п.

Під час підготовки підприємств до приватизації, оцінюючи потенціал підприємства необхідно врахувати такі аспекти:

- вартість, за якою підприємство або його частка, яка виставлена на продаж, не повинна бути заниженою, аби не завдати прямих майнових збитків державі. Не може бути вона і завищеною, щоб строк експозиції продажу підприємства не перевищував максимально можливий через відсутність покупців. При визначенні такої вартості застосовують методи майнового підходу до оцінювання;
- за умови наявності потенційних інвесторів, оцінювання підприємства, що приватизується, проводиться відповідно до планів розвитку, ділових можливостей та інформованості інвесторів. За таких обставин визначається не ринкова вартість, а інвестиційна вартість з урахуванням вимог конкретного інвестора;
- якщо підприємство перебуває у стані банкрутства, то до моменту його продажу може бути проведений комплекс санаційних заходів, який буде впливати на величину його вартості. Такий комплекс заходів може бути спрямований на рефінансування боргу підприємства, його реструктуризацію, диверсифікацію операційної і інвестиційної діяльності.

Санація підприємств, пов'язана з їх фінансовим оздоровленням дозволяє підвищити продажну ціну. Визначення вартості таких підприємств пов'язане з прогнозування їх оціночної вартості після застосування всього комплексу

санаційних заходів, тобто прогнозування очікуваної ринкової чи інвестиційної вартості.

3.2. Методи дохідного підходу у вартісно-орієнтованому управлінні потенціалом підприємства

Дохідний підхід найбільш адекватно відображає вартість потенціалу підприємства і дозволяє виокремити основні фінансові чинники, які визначають його грошові потоки. Відмітимо, що саме дохідний підхід прийнято використовувати у світовій практиці для оцінювання впливу управлінських рішень на вартість підприємства.

Серед моделей, які ґрунтуються на економічному прибутку, найбільш розповсюдженою є модель «економічної доданої вартості» (Economic Value Added – торгова марка EVA®). Вона була запропонована і запатентована Дж. Беннетом Стюартом і Джоелом Штерном і має наступний вигляд [93]:

$$EVA_t = (NOPAT_t + Ad_{op}) - WACC_t \cdot (Capital\ Invested_{t-1} + AD_{jc}),$$

де EVA_t – економічна додана вартість у момент t ; Ad_{op} – коригування облікової оцінки чистого операційного прибутку після вирахування податків до сплати відсотків; AD_{jc} – коригування облікової оцінки інвестованого капіталу.

Існує і інший варіант розрахунку даного показника, а саме:

$$EVA_t = (ROIC_t - WACC_t) \cdot (Capital\ Invested_{t-1} + AD_{jc}),$$

де $ROIC_t$ – розраховується як відношення скоригованого чистого операційного прибутку після вирахування податків до сплати відсотків у момент t ($NOPAT_t$) до скоригованого обсягу інвестованого у бізнес капіталу (CI) на момент $t-1$.

Наведена модель дозволяє стверджувати, що розробники намагалися удосконалити показник «залишкового доходу» (RI) шляхом впровадження ряду коригувань величини облікового прибутку та інвестованого капіталу.

Сутність коригувань, що відображені на сторінках економічної літератури [71] і здійснюються відповідно до системи обліку US-GAAP полягає у врахуванні, так званих, еквівалентів власного капіталу. Такими визнаються витрати на наукові дослідження і розробки, реструктуризацію, лізингові платежі, резерви, гудвіл, відстрочені податкові зобов'язання і т.п. Фактично пропонується капіталізувати будь-які витрати від яких очікується надходження економічних вигод не у поточному періоді, а у майбутньому.

Економічна додана вартість є найбільш відомим і розповсюдженим показником, бо дозволяє оцінити ефективність управлінських рішень. Зіставлення показника дохідності інвестованого капіталу ($ROIC_t$) з необхідною ставкою дохідності (середньозваженою вартістю капіталу) дозволяє розрахувати спред дохідності, який вимірює економічний прибуток як відносну величину, виражену у відсотках, а EVA_t відображає абсолютну величину економічного прибутку. Позитивне абсолютне значення показника і його позитивна динаміка свідчить про збільшення вартості підприємства, тому менеджменту треба збільшувати не розмір капіталу, а намагатися збільшити спред дохідності, бо саме він визначає наскільки ефективно використовується капітал підприємства порівняно з альтернативними варіантами інвестицій. Така модель оцінювання вартості підприємства використовує неявний компонент витрат, який не відображається в обліковому прибутку.

Аналіз, що ґрунтується на показнику EVA є альтернативним до традиційного NPV-аналізу (Net present value – чиста теперішня вартість). Це означає, що ефективним буде лише те управлінське рішення, яке дозволить отримати більшу віддачу на вкладений капітал.

Показник EVA залежить від структури і вартості капіталу. Він вказує, який вид фінансування (власне чи позикове) і який обсяг капіталу необхідно залучити для отримання певного обсягу прибутку. При цьому, з одної сторони, підприємство повинне забезпечити рівень рентабельності вкладеного капіталу не нижче рівня витрат на його залучення, з іншої – ставка дохідності на капітал повинна покривати ризики, пов'язані з інвестуванням у підприємство.

Недоліки використання даного показника пов'язують з проблемами неправомірного зіставлення облікових і необлікових параметрів, а також суб'єктивізмом при здійсненні необхідних коригувань. Оскільки для розрахунку показника використовуються дані фінансової звітності, то він не враховує фактора часу, оцінюючи вартість підприємства за певний період, а не за весь час функціонування. Використання показника EVA може привести до недооцінки довгострокових перспектив розвитку підприємства, адже при реалізації довгострокових інвестиційних проектів, пов'язаних із значними витратами і ризиком, EVA знижується.

Показник, що дає можливість оцінити вартість потенціалу, створену за весь час його функціонування носить назву ринкової доданої вартості (MVA – market value added). Його розраховують як різницю між ринковою вартістю підприємства і вартістю капіталу інвестованого у підприємство. Тобто, MVA відображає різницю між сумою засобів, яку вклали власники у підприємство при його створенні, і сумою, яку вони б виручили, продавши свій бізнес. У цілому даний показник не дозволяє оцінити ефективність менеджменту підприємства, бо ринкова вартість формується під впливом багатьох об'єктивних чинників, які не піддаються управлінню. Крім того, бажання збільшити курсову вартість акцій штовхає управлінський персонал на отримання короткострокових вигод, нехтуючи створенням вартості у майбутньому. Однак, Дж. Беннет Стюарт (один із засновників консалтингової компанії Stern Stewart & Co) визначивши у своїй роботі [93] MVA як поточну вартість майбутніх EVA, вказує на можливість її використання для компаній, акції яких не котируються на фондовому ринку. Виходить, що вартість підприємства дорівнює сумі інвестованого капіталу і поточній вартості всього потоку майбутніх EVA, тому орієнтація менеджменту на показник EVA і його ріст веде до росту ринкової вартості бізнесу.

Різниця між ринковою і балансовою вартістю акціонерного капіталу дістала назву доданої вартості акціонерного капіталу (SVA – Shareholder Value Added). Її розробником є А. Раппапорт [91]. Враховуючи той факт, що висока

дохідність цінних паперів часто формується під впливом випадкових чинників, непов'язаних з реальною економікою підприємства, доцільність використання моделей, орієнтованих на максимізацію ринкової вартості акцій є сумнівною. Правдивість цього твердження продемонструвала сучасна фінансово-економічна криза.

Деякі недоліки перерахованих показників вартісно-орієнтованого управління зникають, коли рентабельність інвестицій підприємства розраховують як відношення скоригованого на інфляцію грошового потоку від операційної діяльності до скоригованого на інфляцію обсягу інвестицій (CFROI Cash Flow Return on Investment – дохідність інвестицій на основі грошового потоку) [90]. Даний показник пропагується такими консалтинговими компаніями як Boston Consulting Group і HOLT Value Associates і є модифікацією внутрішньої норми дохідності (IRR – internal rate of return) для здійснених інвестицій. Перевищення прийнятного для інвесторів рівня CFROI (ставки середньозважених витрат на капітал) свідчить про ріст вартості підприємства і навпаки.

Одним із слабких місць даної моделі є використання відносного показника, що не дозволяє визначити обсяг створеної чи зруйнованої вартості, а також ускладнює його деталізацію за складовими для впровадження у систему вартісно-орієнтованого управління. Крім того, даний показник складний у розрахунку, адже необхідно оцінити грошові потоки від використання поточних і майбутніх активів.

Спрощеним варіантом оцінки вартості підприємства називають показник «грошової доданої вартості» (Cash Value Added – CVA), який був розроблений у 1996 році Бостонською консалтинговою компанією. Він ґрунтується на зіставленні грошового потоку, який генерує операційна діяльність підприємства з реальними витратами на залучення капіталу:

$$CVA_t = FCF_t - NA_o \cdot WACC_t,$$

де CVA_t – грошова додана вартість у момент часу t ; FCF_t – чистий грошовий потік до виплати процентних платежів у момент часу t ; NA_o – чисті активи за первісною вартістю; WACC – середньозважена вартість інвестованого капіталу.

Чистий грошовий потік розраховують непрямим методом на основі коригування операційного прибутку до сплати податків і відсотків, а саме [69]:

$$FCF_t = EBI_t + Dep_t - ED_t,$$

де EBI_t – чистий операційний прибуток до сплати податків і відсотків; Dep_t – сума нарахованої амортизації за період t ; ED_t – сума економічної амортизації за період t .

Якщо облікова амортизація є формою розподілу здійснених інвестицій у основні засоби, що зменшує прибуток підприємства, то економічну амортизацію розглядають як щорічний потік відрахувань, інвестувавши який у альтернативні проекти за ставкою середньозважених витрат на капітал, можна відшкодувати первісну вартість основних засобів до кінця строку їх корисного використання. Таким чином, економічна амортизація відображає обсяг грошових коштів, які необхідно вилучити з обігу для фінансування оновлення основних засобів.

Річний розмір економічної амортизації розробники пропонують розраховувати таким чином [69]:

$$ED_t = \frac{GFA_t \cdot WACC}{(1 + WACC)^n - 1},$$

де GFA_t – первісна вартість основних засобів за період t ; n – строк корисного використання основних засобів.

Ще одним показником, що пропонується Boston Consulting Group є TSR (Total Shareholder Return) – загальна акціонерна віддача. За допомогою цього показника можна визначити приріст віддачі від вкладень акціонера в акції підприємства за розрахунковий період, тобто ефект від володіння акціями за

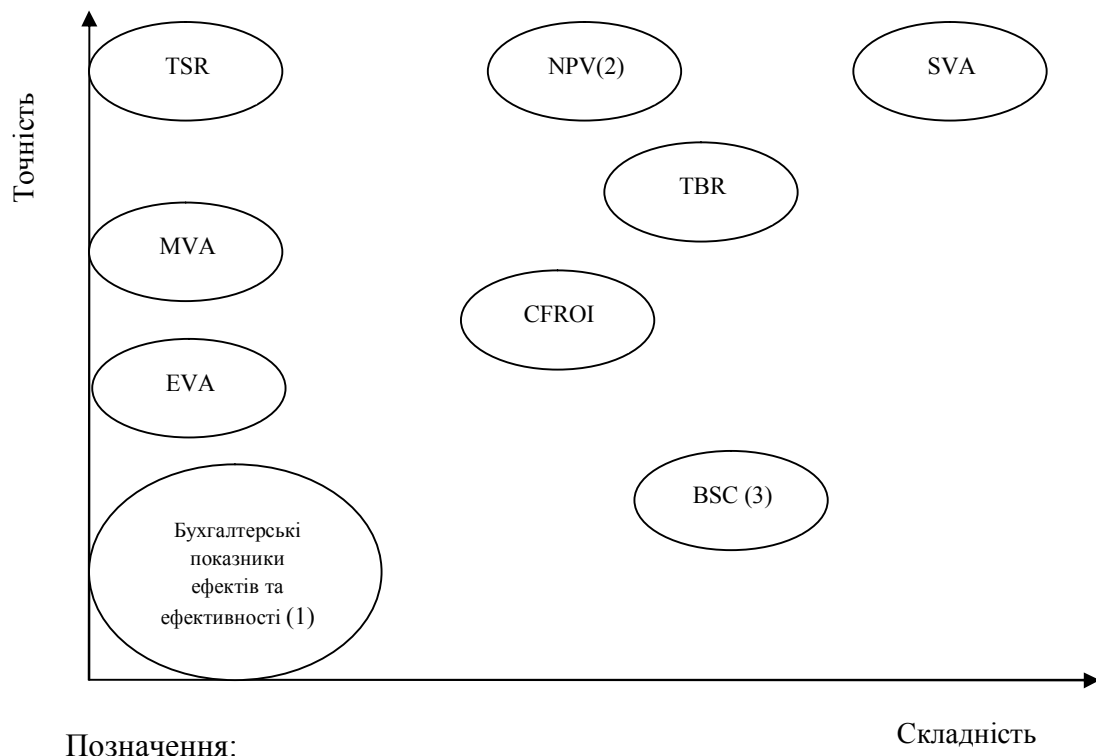
умови реінвестування отриманих дивідендів у нові акції підприємства. Оцінити сукупний дохід акціонерів можна за формулою [6]:

$$TSR = (P_1 - P_o + D_{iv}) \div P_o,$$

де TSR – загальна акціонерна віддача; P_1 – ціна акції на кінець розрахункового періоду; P_o – ціна акції на початок розрахункового періоду; D_{iv} – дивіденди, виплачені за розрахунковий період.

Повна дохідність акціонерів вимірюється у відсотках і показує, яка вартість створюється для акціонерів у формі дивідендів і зміни курсу акцій. Якщо динаміка TSR позитивна, то це є свідченням росту вартості підприємства; якщо TSR не змінюється у часі, то вартість зберігається; за негативної динаміки TSR – вартість руйнується. Перевагами показника є: простота і зрозумілість (розрахунок визначається курсом акцій і розміром дивідендів); зіставність (дозволяє порівнювати різні підприємства за обсягом створеної вартості); об'єктивність – (підприємство оцінюється з ринкових позицій). Однак, використання показника можливе лише за умови функціонування розвиненого фондового ринку. Крім того, він зазнає впливу ринкової волатильності (ціна акцій залежить не тільки від зусиль менеджерів), а також не дозволяє розробити стратегію розвитку підприємства, спрямовану на ріст вартості і здійснювати її коригування, оцінити створення вартості окремими бізнес-одиницями, і відповідно їх вклад у цей процес.

Важливим моментом при формуванні ефективної системи виміру вартості підприємства є вибір основного результативного показника діяльності, який дозволить оцінити ефективність менеджменту зі створення доданої вартості. У науковій літературі можна знайти порівняння розглянутих моделей за різними критеріями. Так, Р. Морін і С. Джарелл [90] пропонують наступний їх розподіл за точністю (accuracy) і складністю (complexity) (рис. 3.2).



- 1 - Бухгалтерськими показниками ефекта і ефективності є ROA, ROE, EBI, NOPAT і т.п.
- 2 NPV – чиста дисконтована вартість (майбутніх грошових потоків, залишкового прибутку і т.п.)
- 3 BSC – Balanced Scorecard (Збалансована система показників)

Рис. 3.2. Зіставлення моделей оцінювання вартості підприємства [90]

Вивчення літературних джерел дає можливість стверджувати, що дисконтовані грошові потоки у теорії фінансового менеджменту вважаються найбільш обґрунтованим методом визначення вартості підприємства. Однак, він не дає менеджменту прикладного інструменту управління і не дозволяє забезпечити аналітичний процес періодичною інформаційною підтримкою для прийняття управлінських рішень. Дисконтований грошовий потік враховує довгострокові перспективи розвитку підприємства, динаміку чинників виробництва і споживання, є важливим з позицій стратегічного аналізу, дає можливість визначити його ринкову вартість на певний момент часу, але втрачає свою корисність для оцінки ретроспективи. Його важко використати як критеріальний для поточної діяльності, тобто в оперативному управлінні. Крім того, він не придатний для контролю ефективності процесу створення вартості на регулярній основі у зв'язку з трудомісткістю. Через це у практиці

фінансового управління перевага надається моделям, що ґрунтуються на показнику економічного прибутку. Однак варто зазначити, що потенціал росту вартості повинен відображатися не тільки у безпосередніх чинниках росту показника EVA, які впливають з математичної формули, адже вони визначають вартість будь-якого підприємства, а перед менеджментом стоїть завдання збільшити вартість конкретного підприємства. Тому одним із завдань управління є погодження математичних чинників вартості з логічними, бо тільки у цьому випадку стратегічні цілі підприємства будуть мати логічне відображення у поточних бюджетах підприємства.

3.3. Особливості вартісної оцінки кадрового потенціалу як важливої складової сукупного потенціалу підприємства

Важливою рушійною силою розвитку підприємства є його персонал. Все це зумовлює необхідність виокремлення такої категорії, як кадровий потенціал, що є сукупністю здібностей та можливостей персоналу забезпечувати досягнення цілей, як поточного, так і довгострокового розвитку підприємства. Саме працівники забезпечують перевагу на ринках товарів і послуг, і тим самим роблять можливим використання інших складових елементів сукупного потенціалу підприємства. Цілком зрозуміло: чим вищий рівень компетентності працівників, чим більший синергійний ефект від їх взаємодії, тим вищим є сукупний кадровий потенціал підприємства. А це, у свою чергу підвищує результати діяльності підприємства на вибраному ринковому сегменті.

Особливістю кадрового потенціалу підприємства є те, що він характеризується найбільшою активністю та найменшою передбачуваністю розвитку порівняно з іншими елементами сукупного потенціалу. Працівники не є пасивним об'єктом управління, вони досить активно змінюють себе, свої особистісні і професійні характеристики. Крім того, працівник може відмовитися від тих умов, на яких його збираються застосовувати його працю, має право обговорювати з керівництвом рівень винагороди за неї, опановувати

інші професії. А ще працівник може ухилятися від виконання своїх обов'язків, звільнятися з посади за власним бажанням та т.п., що обмежує керованість стану даного ресурсу. Перераховані обставини дозволяють працівникам впливати на процес прийняття рішень та змінювати як вартість кадрового потенціалу, так сукупного потенціалу загалом.

Описами кадровий потенціал можна за допомогою кількісних і якісних показників.

До кількісних відносяться показники:

- чисельності працівників;
- професійно-кваліфікаційний склад працівників;
- статеві-вікового складу працівників;
- середній вік працівників;
- середній стаж роботи на підприємстві в цілому й у певній посаді;
- коефіцієнти руху працівників;
- забезпеченість підприємства працівниками і т.п.

Якісними показниками є:

- індивідуально-кваліфікаційний потенціал кожного працівника;
- індивідуальні професійні характеристики;
- соціально-психологічні та організаційні параметри групової динаміки:

групова згуртованість, соціально-психологічний клімат, організаційна культура на підприємстві.

Індивідуально-кваліфікаційний потенціал працівника відображає його професійні характеристики, які встановлюються кваліфікаційними довідниками посад.

Індивідуальні професійні характеристики відображають [28]:

- професійний досвід, нагромаджений протягом років;
- соціально-психологічні характеристики особистості, які безпосередньо стосуються професійної діяльності (ініціативність, комунікабельність, самоконтроль, здатність до навчання і розвитку, виконавські якості, рівень культури, система морально-етичних цінностей та ін.;

- конкурентоспроможність працівника, яка відображає рівень розвитку його здібностей, що застосовуються ним у професійній діяльності, готовність до реалізації можливостей підприємства.

Кадровий потенціал є мінливим, характеризується нестабільністю, що зумовлюється зміною умов зовнішнього середовища, тобто макроекономічними, політичними, соціальними, демографічними, правовими і т.д. чинниками) та внутрішнього середовища.

Величини кадрового потенціалу може змінюватися у зв'язку із:

- рухом працівників через прийом та звільнення;
- зміною рівня кваліфікації внаслідок його підвищення і внаслідок зниження за рахунок застарівання знань, втрату вмінь, навичок;
- зміною мотивації працівників;
- виникненням обставин, які ведуть до прояву індивідуально-кваліфікаційного потенціалу та професійних характеристик працюючих;
- виникненням конфліктів в колективі.

За своїм змістом кадровий потенціал схожий з нематеріальними активами підприємства, бо здібності працівників, з одної сторони не мають матеріально-речовинної форми, а з іншої – їх використання дозволяє роботодавцю отримати певний дохід. Так, гудвіл, як певний вид нематеріальних активів, що не можна продати окремо від підприємства, є наслідком успішного використання кадрового потенціалу, що також не можна продати або використати окремо від певних працівників.

Проте, причини, які зумовлюють зміну вартості нематеріальних активів та величину кадрового потенціалу є різними. Це можна пов'язати із суб'єктивним характером останнього.

Існують ситуації, у яких використання кадрового потенціалу веде до негативних результатів. Ними можуть бути потреба в заробітній платі працівників, праця яких є неефективною. Такі працівники не беруть участі у процесі досягнення цілей функціонування підприємства. За цих умов кадровий потенціал можна розглядати як частину пасивів підприємства.

Отже, кадровий потенціал підприємства можна описати за допомогою різних кількісних і якісних показників, склад яких встановлює експерт-оцінювач. Такий опис дозволяє оцінювати кадровий потенціал у вартісних характеристиках, що особливо важливо для власника підприємства. Таке оцінювання дозволяє отримати реальне уявлення про відповідність здібностей працівників витратам на їх підбір, навчання і розвиток.

Вартісне оцінювання кадрового потенціалу є важливим етапом процесів формування та оцінювання сукупного потенціалу підприємства. У процесі такого оцінювання експерт-оцінювач ставить перед собою такі цілі [28]:

- визначити рівень впливу кадрового потенціалу на підвищення чи зниження ринкової вартості сукупного потенціалу підприємства;
- визначити рівень впливу кадрового потенціалу на інвестиційну привабливість підприємства;
- визначити обсяг витрат, необхідних на внесення змін у кадровий потенціал у випадку передпродажної або післяприватизаційної реструктуризації підприємства, антикризовому або інноваційному управлінні.

Хоча в економічній літературі вказується на необхідність оцінювання кадрового потенціалу підприємства, підходи до процесу оцінювання є об'єктом наукових дискусій. Така ситуація пояснюється існуванням значного числа суб'єктивних параметрів, що зумовлює значний суб'єктивізм самої оцінки.

Опрацювання літератури дає можливість виокремити два найпоширеніші підходи, до визначення вартості кадрового потенціалу: витратний та дохідний.

Згідно з до витратним підходом вартість кадрового потенціалу є визначається фактичними та потенційними витратами на його формування (фактичні витрати на оплату праці та соціальне забезпечення працівників, витрати на створення необхідних умов праці, витрати на підбір, адаптацію, навчання, підвищення кваліфікації і т.п.). Іншим можливим способом визначення вартості кадрового потенціалу за допомогою даного підходу є метод можливої собівартості. При використанні цього методу адміністрацією підприємства проводиться внутрішній аукціон, де у вигляді «лотів» виступають

усі працівники, а «покупцями» є керівники відділів. Якщо здібність працівника не користується попитом, то його вартість вважається нульовою, а сума вартостей всіх інших працівників відображає вартість кадрового потенціалу.

Застосування дохідного підходу для визначення вартості кадрового потенціалу пов'язане з оцінюванням реальної вигоди, яку може одержати підприємство від результату праці своїх працівників. При використанні даного підходу вартість кадрового потенціалу відповідає рівню капіталізації частини прибутку, яка створюється цією працею. Якщо показники ефективності функціонування підприємства перевищують середньогалузеві, то вартість кадрового потенціалу, певно мірою, визначається внутрішнім гудвілом. Разом з тим, залежність між внутрішнім гудвілом та величиною кадрового потенціалу не є прямо пропорційною. Можливі випадки, коли підприємство має значний рівень гудвілу, але низький рівень кадрового потенціалу. Така ситуація можлива через звільнення висококваліфікованих працівників, наявними трудовими конфліктами, неспроможністю працівників до зміни і підвищення кваліфікації через зміни характеру діяльності підприємства. Такі умови вимагають дотримання умов зіставності у процесі оцінки кадрового потенціалу з використанням гудвілу.

Застосування методу оцінки кадрового потенціалу працівника визначається добутком його місячної заробітної плати на коефіцієнт персонального гудвілу. Останній повинен відображати здатність конкретного працівника виконувати певні функції, розв'язувати певні завдання. Основними факторами, які визначають гудвіл кожного конкретного працівника є: його професійний рівень, компетентність щодо вирішення поставлених завдань, соціально-психологічні властивості, які безпосередньо впливають на якісні параметри професійної діяльності і т.п. Конкретний склад факторів, які повинні братися до уваги при розрахунку коефіцієнта персонального гудвілу працівника мають визначатися специфікою діяльності підприємства. Це зумовлено тим, що для власника чи покупця підприємства, професійні характеристики окремо співробітника є цінними лише тоді, коли можуть бути використані при

формуванні даних про «сукупного працівника» з метою для виконання завдань підприємства. Через це, саме «сукупний працівник» є об'єктом оцінювання кадрового потенціалу. Інформація про його професійно-кваліфікаційні та соціально-психологічні характеристики дозволяють оцінити відповідність кадрового потенціалу підприємства його завданням.

Для визначення коефіцієнтів персонального гудвілу пропонуємо використовувати методи бальної оцінки. У ході їх застосування варто застосовувати соціометричне обстеження, психодіагностичні процедури, кваліфікаційне тестування членів колективу за різними критеріями [28].

Соціометричне обстеження дозволяє виявити у колективі позитивних і негативних лідерів. Комплекс психодіагностичних процедур передбачає проведення індивідуального комп'ютерного тестування, яке дозволяє з достатньо точно сформувати профіль особистості працівників. Кваліфікаційне тестування дозволяє визначити рівень професійних знань, практичних умінь та навичок працівників.

Важливою складовою такого оцінювання є виокремлення ключових показників-критерії при визначенні коефіцієнта персонального гудвілу. Пропонуємо фактори-критерії оцінювати, виходячи із суб'єктивних міркувань за чотирьох рівневою шкалою: високий рівень – 51-100 бали, середній рівень – 31-50 бали, низький рівень – 11-30 бали, дуже низький рівень – 0-10 бали. Спочатку оцінюють кожен фактор зокрема, а потім додаючи кількісне значення кожного фактора з врахуванням його важливості, кожен працівник одержує підсумкову бальну оцінку. Зіставлення її з максимально можливим значенням дозволяє отримати значення коефіцієнта персонального гудвілу.

На основі індивідуальних оцінок формулюється висновок про загальний рівень кадрового потенціалу підприємства, що враховується у вартості також за допомогою поправочних коефіцієнтів.

Проведені дослідження дають змогу виявити:

- управлінську еліту;

- працівників, праця яких є основним внеском у результати діяльності підприємства;
- генераторів ідей – осіб, які володіють високим рівнем стратегічного та інноваційного мислення;
- працівників, які здатні істотно відстоювати інтереси підприємства у органах влади, фінансово-кредитних установах, засобах масової інформації ;
- конфліктуючих особистостей, які є причиною нестійкого морально-психологічного клімату і виникнення конфліктних ситуацій у трудовому колективі;
- працівників, які є так званим кадровим баластом підприємства, а саме працівники щодо яких відсутні видимі перспективи розвитку та підвищення кваліфікації відповідного до потреб сучасного виробництва.

У процесі оцінювання кадрового потенціалу важливо не тільки встановити кількісні характеристики професійно-кваліфікаційного складу працівників підприємства, рівень їх плинності, але і зіставити їх з необхідними показниками, оцінити ефективність використання кадрового потенціалу. Встановленні відхилення варто вивчати з позиції необхідності понесення додаткових витрат, пов'язаних із звільненням, перепідготовкою і т.д.

В економічній теорії ефективність розраховують шляхом зіставлення досягнутих результатів та витрачених на це ресурсів. Ефективність використання кадрового потенціалу підприємства необхідно розглядати з двох позицій: по-перше, як ефективність роботи безпосередньо персоналу підприємства і, по-друге, з позицій ефективності управління формуванням та використанням кадрового потенціалу [85].

Ефективність роботи безпосередньо персоналу підприємства варто оцінювати за допомогою таких показників які:

- характеризують кінцеві результати господарювання: валовий прибуток, операційний прибуток, прибуток до оподаткування, оподатковуваний, чистий прибуток, собівартість, рівень рентабельності, дохід

від реалізації, обсяг виробництва, якість продукції, строк окупності інвестицій, рентабельність інвестицій і ін.;

- характеризують результативність, якість та складність трудової діяльності: продуктивність праці, темпи зростання продуктивності заробітної плати, частка фонду оплати праці в собівартості продукції, втрати робочого часу, процент браку, фондоозброєність праці, трудомісткість продукції, коефіцієнти складності праці, чисельність персоналу і ін.

За даними фінансової звітності підприємства дамо оцінку основних показників, які характеризують кінцеві результати його діяльності. Дані проведених розрахунків відобразимо в аналітичній таблиці 3.1.

Таблиця 3.1.

Оцінка основних показників, які характеризують кінцеві результати діяльності підприємства за 2016-2017 роки

(тис. грн.)

Показники	Роки		Динаміка	
	2016	2017	абсол.	відносна, %
Валовий прибуток, т. грн	19351	22381	3030	15,66
Фінансовий результат від операційної діяльності, т. грн	8730	11020	2290	26,23
Прибуток до оподаткування, т.грн.	9281	11372	2091	22,53
Чистий прибуток звітного періоду, т. грн	6497	7383	886	13,64
Собівартість реалізованої продукції, т. грн	42901	45420	2519	5,87
Рентабельність активів, грн	12,76	14,18	1,42	11,13
Рентабельність реалізації, грн.	10,44	10,89	0,45	4,31

Як видно з таблиці, товариство в звітному році досягло позитивних фінансових результатів від основної та операційної діяльності. Валовий прибуток за 2017 рік зріс на 3030 тис.грн. або на 15,66%. Чистий прибуток склав 7383 тис. грн., що на 886 тис. грн., або на 13,64% більше від рівня 2016 року.

Враховуючи співвідношення між валовим та операційним прибутком, операційним прибутком та прибутком від діяльності до оподаткування, а також оцінюючи тенденції їх зміни, можна вважати, що якість отриманого прибутку

досить висока. Позитивним є те, що вона залишається такою упродовж останніх двох років.

Ефективність управління формуванням та використанням кадрового потенціалу характеризують такі показники як: плинність кадрів, рівень кваліфікації персоналу, рівень трудової дисципліни, професійно-кваліфікаційна структура, співвідношення виробничого й адміністративно-управлінського персоналу, соціальна структура персоналу, рівномірність його завантаження, витрати на 1 працівника, витрати на управління, соціально-психологічний клімат у колективі, привабливість праці і ін.

Для оцінки таких характеристик як соціально-психологічний клімат в колективі, рівень задоволеності працею, привабливість праці використовується, як правило, анкетне опитування робітників підприємства (підрозділу), за результатами обробки якого надається бальна оцінка тій чи іншій якійсь характеристиці.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Авдеенко В.Н. Производственный потенциал промышленного предприятия/ В.Н.Авдеенко, В.А. Котлов.— М.: Экономика, 1989. — 310 с.
2. Адамик О.В. Інструменти „хмарних обчислень” як фактор вдосконалення обліку в бюджетних установах // Економічний аналіз: зб. наук. Праць. — 2015. — Випуск 19 (№2).
3. Асаул А.М. Ринок нерухомості: Навч. посіб., 2-ге вид / А.М.Асаул, В.І.Павлов— К. Кондор. 2006. — 336 с.
4. Бачевський Б. Є. Потенціал і розвиток підприємства : навч. посіб. / Бачевський, Б. Є., Заблудська І. В., Решетняк О. О. - К. : Центр учбової літератури, 2009. — 400 с.
5. Бланк И. А. Управление денежными потоками / И. А. Бланк. — К. : Ника— Центр «Эльга», 2002. — 736 с.
6. Борисов А.Б. Большой экономический словарь / А.Б. Борисов. — 3-е изд., перераб и доп М.: Книжный мир, 2010. — 860 с.
7. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. — 1008с.
8. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, М. Эрхардт. — Изд. 10-е. — СПб. : Питер, 2009. — 960 с.
9. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса : учебник / С. В. Валдайцев. — 2-е изд., переработ. и дополн. — М. : ТК Велби, 2004. — 360 с.
10. Витвицкий Я. Определение реверсии при оценке бизнеса доходным подходом //Государственный информационный бюлетьень о приватизации. - 2013. — № 8. — С. 32-35
11. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты : монография / Д. Л. Волков. — СПб. : Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом СПб. гос. ун-та, 2008. — 320 с.
12. Гавва В. Н. Потенціал підприємства : формування та оцінювання : навч. посібник / В. Н. Гавва, Е. А. Божко. — К. : Центр навчальної літератури, 2004. — 224 с.

13. Гохберг, І. І. Оцінка установок, машин та обладнання: Питання і відповіді, практикум оцінки [Текст] : навчальний посібник / І. І. Гохберг, С. І. Щербань. - Львів : ЗУКЦ, 2007. - 184 с.

14. Гукова, А. В. Оценка бизнеса для менеджеров [Текст] : учеб. пособ. / А. В. Гукова, И. Д. Аникина. – М. : Омега-Л, 2006. – 176 с. – (Библиотека высшей школы).

15. Дамодаран А. Инвестиционная оценка : Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – Изд. 2 – е (исправ. и дополн.). – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.

16. Демиденко, Д. С. Оценка и управление стоимостью предприятия [Текст] : монография / Д. С. Демиденко, Э. А. Козловская, Е. А. Яковлева. – СПб. : ИПУ, 2008. – 448 с.

17. Долінський Л. Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів : навч. посібник / Л. Б. Долінський. – К. : Майстер-клас, 2005. – 192 с.

18. Егерев И. А. Стоимость бизнеса: Искусство управления : учебное пособие / И. А. Егерев. – М. : Дело, 2003. – 480 с.

19. Ефективність використання персоналу машинобудівних підприємств: мотиваційні аспекти результативної праці : монографія / Н. Д. Дарченко [та ін.]. – Краматорськ : ДЦМА, 2010. – 180 с.

20. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12.07.2001 р. №2658-III зі змінами і доповненнями. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>

21. Збірник наукових праць студентів– Тернопіль : ТНЕУ.

22. Ивашковская И. В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И. В. Ивашковская. – М. : Издатель : Инфра-М, 2009. – 430 с. – (Серия «Научная мысль»).

23. Калінеску Т. В. Оцінювання майна : навч. посіб. / Т. В. Калінеску, Ю. А. Романовська, О. Д. Кирилов. – К. : ЦУЛ, 2012. – 311 с. – Режим доступу : http://culonline.com.ua/Books/Ocinuvannya_mayna_Kolesnik2012.pdf.

24. Кирилук Є. М. Економічне оцінювання : навч. посібн. / Є. М. Кирилук. – Черкаси : Вид. ЧНУ ім. Б. Хмельницького, 2008. – 223 с.
25. Козодаев, М. А. Оценка и бизнес [Текст] / М. А. Козодаев, М. В. Пылов. – М. : ОЛМА-ПРЕСС, 2003. – 128 с. – (Успешный бизнес. Мастер-класс).
26. Костирко Р.А. Комплексна оцінка вартості підприємства : монографія / Р.А.Костирко, Н.В.Тертична, В.О. Шевчук. За заг. ред. докт. екон. наук, академіка НАН України М.Г.Чумаченка, 2-ге видан., перероб. і доп. – Х.:Фактор, 2008. – 278 с.
27. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление /Т. Коупленд Т, Т. Колер, Дж. Мурин, – М.: ЗАТ «Бизнес-олимп-бизнес», 2004. – 576 с.
28. Краснокутська Н. С. Потенціал підприємства : формування та оцінка : навч. посіб. / Н. С. Краснокутська. – К. : ЦНЛ, 2005. – 352 с.
29. Криворотов В. В. Управление стоимостью : Оценочные технологии в управлении предприятием : учеб пособие / В. В. Криворотов, О. В. Мезенцева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 112 с.
30. Круш П. В. Оцінка бізнесу : навч. посіб. / П. В. Круш, С. В. Поліщук. – К. : ЦНЛ, 2004. – 264 с.
31. Лапин Е.В. Экономический потенциал предприятия: монография / Е.В.Лапин. – Сумы: ИТД «Университетская книга», 2002. – 256 с.
32. Лучко М.Р., Адамик О.В. Інформаційні системи і технології в обліку й аудиті: Навчальний посібник. – Тернопіль: Економічна думка, 2016. – 252 с.
33. Международные стандарты оценки [Электронный ресурс] / Официальный сайт компании ОМЕГА. – Режим доступа : http://www.omegaocenka.ru/document/standart_MCOplan.shtml . – Название с экрана.
34. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства : монографія / О. Г. Мендрул. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.
35. Менеджмент для магистров : учеб.пособ. /под ред. А. А. Эпифанова, С.Н. Козьменко. – Сумы: ИТД «Университетская книга», 2002. – 412 с.
36. Методика оцінки майна, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 10.12.2003 р. №1891 зі змінами і доповненнями. /[Електронний

ресурс].– Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1891-2003-%D0%BF>

37. Михайлишин Н.П., Романів С.Р. Концепція створення спільної цінності: новий погляд на формування цінностей компанії // Економіка та суспільство. – Випуск 2
38. Модильяни Р. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. / Р. Модильяни, М. Миллер. – Изд. 2-е. – М. : Дело, 2001. – 272 с.
39. Момот Т. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології. –Х.: Фактор, 2007.-224 с.
40. Момот Т. В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління від теорії до практичного впровадження / Т. В. Момот. – Харків : ХНАМГ, 2006. – 380с.
41. Моррелл, Д. Как делать прогнозы в бизнесе. Руководство для предпринимателей [Текст] / Д. Моррелл. – М. : НІРРО, 2004. – 283 с.
42. НП(С)БО 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» (наказ Міністерства від 07.02.13.№ 73 зі зміна від 08.02.2014 № 48) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>
43. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса) : учебник / В. И. Кошкин, Н. А. Колайко, В. В. Мокрышев [и др.] ; под ред. В. И. Кошкина. – М. : Экмос, 2002. – 944 с.
44. Офіційна сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
45. Оценка недвижимости: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. - М.: «Финансы и статистика», 2002. - 496 с.
46. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования : учеб. пособ. / Ю. Я. Еленева, А. П. Ковалев, А. А. Корниенко [и др.]. – М. : Международная академия оценки и консалтинга, 2002. – 134 с.
47. Оценочная деятельность. Оценка стоимости имущества : учеб. пособ. Кн. 2 / В. В. Бояров, О. М. Ванданимаева, П. В. Дронов [и др.] ; под ред. И. В. Косоруковой. – М. : Маркет ДС, 2009. – 728 с. – (Университетская серия).

48. Оцінка активів підприємства : навч. посібник / Ю. В. Панасовський, Б. А. Семененко, О. М. Теліженко ; ред. : Ю. В. Панасовський. - Суми : Університетська книга, 2009. – 512 с.

49. Оцінка бізнесу та нерухомості : навч. посіб. / В. Р. Кучеренко, Я. П. Квач, Н. В. Сментина, В. О. Улибіна. – К. : ЦУЛ, 2009. – 200 с. Режим доступу до електронної версії книги http://bookb.net/book_ocnka-bznesu-ta-neruhomost.651/

50. Оцінка майна в Україні. Том 1. Нерухоме майно: монографія / [Л. І. Вороніна, В. Є. Воротін, В. Г. Лісник, В. М. Поліщук]. – К. : Вид-во Європ. ун-ту, 2005. – 217 с.

51. Оцінка майна і майнових прав в Україні. Монографія / Н. Лебідь, А. Мендрул, В. Ларцев, С. Скрынько, Н. Жиленко, В. Пашков; За ред. Н. Лебідь. — К.: ООО «Інформаційно-видавнича фірма «Прінт-Експрес», 2007. — 688 с.

52. Оцінка нерухомого й рухомого майна та об'єктів інтелектуальної власності : нормативно-правові акти та роз'яснення / ред. : М. С. Головатюк. - К. : Видавець Паливода А.В., 2008. – 464 с. – (Земельне законодавство України).

53. Оцінка та управління нерухомістю: навчальний посібник/ [В.Р.Кучеренко, М.А.Заєць, О.В.Захарченко, Н.В.Сментина, В.О.Улибіна]. – Одеса: Видавництво ТОВ Лерадрук», 2013. –272

54. Пазинич В.І. Оцінка об'єктів нерухомості: навч.пос. (для студ.вищ.навч.закл) / В.І.Пазинич, Л.А. Свистун.– К.: Центр учбової літератури, 2009. – 434 с.

55. Панасюк В.М., Ковальчук Є.К. Бухгалтерський облік як інформаційна система управління // Економічний аналіз. – 2010. – С. 77-80

56. Панасюк В.М., Підлужна Н.М. Формування інформаційно-аналітичної бази підприємства // Проблеми економіки України. – 2006. – Випуск 11. – С. 79-83

57. Панков В. А. Методические рекомендации по определению сравнительной ценности компаний (на примере предприятий машиностроительного комплекса) / В. А. Панков. – К. : Наук. світ, 2003. – 142 с.

58. ПИК. Стоимостно-ориентированные концепции контроллинга [Электронный ресурс] / Х. Дитгер, Х. Хунгенберг [и др.] ; пер. с нем. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 928 с. – Режим доступа : <http://ecsocman.hse.ru/text/33719041/>

59. Попов Д. Эволюция показателей стратегии развития предприятия [Электронный ресурс] / Д. Попов. // Управление компанией. – 2003. – № 2. – Режим доступа : <http://www.management.com.ua/strategy/str070.html>

60. Посібник з оцінки бізнесу в Україні / В. М. Пазірук, А. Б. Огаджанян, Л. М. Сімонова [та ін.] ; за ред. Я. І. Маркуса. – К. : Міленіум, 2004. – 348 с.

61. Посібник з оцінки бізнесу в Україні: навч. посіб./ за ред. Я.І.Маркуса. – К.:Міленіум, 2002.– 320 с.

62. Потенціал підприємства: формування та оцінка: навч.посіб. / О.К.Добикіна [та ін.]. – К.: Центр учбової літератури, 2007.– 208 с.

63. Потенціал підприємства: формування та оцінювання / І.А.Ачкасов, Т.А.Пушкар, А.Г.Федорова– Х.:ХНАМГ, 2010. – 89 с.

64. Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав». Постанова Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003р. № 1440 зі змінами і допов. /[Електронний ресурс].– Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>

65. Про затвердження Національного стандарту № 2 «Оцінка нерухомого майна». Постанова Кабінету Міністрів України від від 28.10.2004 р. №1442. /[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1442-2004-%D0%BF>

66. Про затвердження Національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». Постанова Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 р. №1655. /[Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%D0%BF>

67. Про затвердження Національного стандарту № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності». Постанова Кабінету Міністрів України від 03 жовтня 2007 року. /[Електронний ресурс].– Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1185-2007-%D0%BF/conv>

68. Рамперсад Х. Универсальная система показателей : Как достигать результатов, сохраняя целостность / Х. Рамперсад ; пер. с англ. – Изд. 3-е. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 352 с.

69. Ринок нерухомості : навч. посібник / А. М. Асаул, В. І. Павлов, І. І. Пилипенко [та ін.]. – К. : ІВЦ Держкомстату України, 2004. – 387 с.

70. Руда О. Л. Функціонування фондового ринку України, проблеми та перспективи розвитку / О.Л.Руда //Глобальні та національні проблеми економіки.– 2015.– № 6.– С.794-798.

71. Самусенко С. А. Показатели эффективности компании : вопросы систематизации и эволюции [Электронный ресурс] / С. А. Самусенко // Экономические проблемы и решения. – 2016. – № 5. – С. 44 – 45. – Режим доступа : <http://old.lib.sfu-kras.ru/resources.php3?menu1=soceps&menu2=2016-5>

72. Серединська В.М. Економічний аналіз : навч. посібник / В.М. Серединська О.М.Загородна, Р.В.Федорович; за ред.. проф.. Р.В.Федоровича. – Тернопіль: Видавництво Астон, 2010. – 416 с.

73. Серединська І. В. Особливості інтегрування систем вартісно-орієнтованого управління підприємствами / І.В.Серединська, В.М.Серединська / за заг. ред. Н. Б. Кирич – Тернопіль: Вид-во ТзОВ «Терно-Граф», 2015. – 330 с.

74. Серединська І. В. Аналіз сучасних методів оцінки вартості підприємства / І. В. Серединська // Наукові студії. – Тернопіль : Видавництво ПВНЗ «Тернопільський комерційний інститут». – 2011. – Випуск 10. – С.33 – 42.

75. Серединська І. В. Основні коригування фінансової звітності машинобудівних підприємств для розрахунку показника EVA [Електронний ресурс] / І. В. Серединська // Вітчизняна наука:сучасний стан, актуальні проблеми та перспективи розвитку : зб. наук. праць за матеріалами ІІ Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф., 16 – 18 березня 2012 р., Переяслав-Хмельницький /, ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький держ. пед. ун-т ім. Григорія Сковороди» [та ін.]. – Переяслав-Хмельницький, 2012. – С. 50 – 52. – Режим доступу : <http://oldconf.neasmo.org.ua/node/829>

76. Серединська І. В. Порівняльний аналіз методів оцінки вартості підприємства / І. В. Серединська // Вісник Львівської комерційної академії : зб.

наук. праць ; редкол. Г. І. Башнянин (голов. ред.) та ін. – Л. : Вид-во Львівської комерційної академії. – 2011. – Вип. 36. – С. 348 – 351. – (Серія економічна).

77. Сивец С.А. Как оценить имущество : пособие для заказчиков и пользователей оценки / С. А. Сивец, Л. А. Баширова. – Запорожье : Полиграф, 2003. – 252 с.

78. Соляник Л. Г. Еволюція концепцій управління вартістю компаній та їх трансформація в умовах розвитку ринкових відносин в Україні [Електронний ресурс] / Л. Г. Соляник, Г. Д. Голобородько. – Режим доступу : http://www.rusnauka.com/12_ENXXI_2010/Economics/64989.doc.htm– Назва з екрану.

79. Стец, І. І. Потенціал і розвиток підприємства [Текст] : навч. посіб. / І. І. Стец. – Тернопіль : Економічна думка, 2010. – 673 с

80. Теоретичні та методичні засади оцінки вартості інтелектуальної власності [Текст] : монографія / [О. П. Орлюк та ін. ; наук. ред. О. Б. Бутнік-Сіверський] ; Нац. акад. прав. наук України, НДІ інтелект. власності. – Київ : Інтерсервіс, 2013. – 484 с.

81. Тлумацька В.В. Потенціал підприємства як економічна категорія / В.В.Тлумацька // Збірник наукових праць студентів кафедри аудиту, ревізії та аналізу. – Тернопіль, ТНЕУ, 2017. – Випуск 1. – 195 с., С. 146-150.

82. Ус Г.О. Методичні підходи до оцінки вартості підприємства [Електронний ресурс] / Г. О. Ус // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – Черкаси, 2013. – Випуск 1(7). – С. 6 – 71. – (Серія «Економіка і менеджмент»). – Режим доступу : http://www.suem.edu.ua/documents/visnyk_1-7_2010.pdf

83. Федонін О.С. Потенціал підприємства: формування та оцінка. Навчальний посібник. / О.С. Федонін, І.М. Рєпіна, О.І. Олексюк. – К.: КНТЕУ, 2006. – 316с.

84. Феррис К. Оценка стоимости компании : как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро. – М. : Вильямс, 2005. – 256 с.

85. Филиппов, Л. А. Оценка бизнеса : учеб. пособ. / Л. А. Филиппов. – М. : КНОРУС, 2006. – 720 с.

86. Хитчнер Дж. Новые сферы использования методов оценки стоимости бизнеса / Дж. Хитчнер ; под научн. ред. В. М. Рутгайзера. – М. : Маросейка, 2009. – 362 с. – (Финансовое оценивание. Области применения и модели).

87. Цибульов, П. М. Основи інтелектуальної власності : навч. посіб./ П. М. Цибульов. – К., 2005. – 74 с.

88. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник / Н.Ф. Чеботарев.– М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2009.– 256 с.

89. Чорна, Н. П. Потенціал підприємства : формування та оцінювання [Текст] : навч. посіб. / Н. П. Чорна. – Тернопіль , 2009. – 167 с.

90. Щербаков В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. – М. : Омега-Л, 2006. – 288 с.

91. Эдванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях : Создание стоимости в частных компаниях / Ф. Эдванс, Д. Бишоп; пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2004. – 332 с.

92. Эшуорт Г. Менеджмент, основанный на ценности (Value – based management) : Как обеспечить ценность для акционеров / Г. Эшуорт, П. Джеймс ; пер. с англ. – М. : ИНФРА–М, 2009. – 190 с.

93. Янчук Г. І. Управління ринковою вартістю промислового підприємства : автореф. дис. ... канд. економ. наук / Янчук Г. І. ; Східноукраїнський нац. ун-т ім.Володимира Даля. – Луганськ, 2007. – 22 с.

94. Яремко І. Й. Теоретичні і прикладні засади формування вартості машинобудівних підприємств : монографія / І. Й. Яремко. – Львів : – Вид-во Нац. ун-ту «Львівська політехніка», 2008. – 260 с.

95. Яшкіна Н. В. Оцінка бізнесу : навч. посіб. / Н. В. Яшкіна. – К. : Алерта, 2010. – 440 с.

96. Morin R. Driving Shareholder Value : Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth / R. Morin, S. Jarell. – N. Y. : McGraw-Hill, 2001. – 399 p.

97. Rappaport A. Creating shareholder value : The Standart for Business Performance. New York: Free Press, 1986. – 76 p.

98. Sachenko S., Rippa S., Lendyuk T. Simulation of computer adaptive learning and improved algorithm of pyramidal testing // Intelligent Data Acquisition and Advanced Computing Systems (IDAACS), 2013 IEEE 7th International Conference on. – 2013. – №2. – C. 764-769

99. Stern E. China Adopts EVA: An Essential Step in the Great Leap Forward [Electronic resource] / E. Stern, S. Stewart, and Co // Journal of Applied Corporate Finance. – 2011. – vol 23. – No. 1. – pp. 57 – 62. – Source : <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2011.00314x/pdf>

100. Stewart S. The Quest for Value. The EVA Management Guide / S. Stewart, G. Bennet. – New York : Harper Business, 1999. – 489 p.