

УДК330.133.7

Головач А. Л.

МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

У статті розкрито важливість застосування критерію вартості бізнесу для прийняття управлінських рішень. Автор намагається знайти для українських підприємств такий метод оцінки вартості бізнесу, який би давав можливість застосовувати його в процесі управління підприємством. Проаналізовано переваги та недоліки існуючих підходів і на основі отриманих результатів запропоновано сценарно-імовірносний підхід, що дозволяє враховувати всі важливі для прийняття у управлінських рішень фактори вартості.

На сьогоднішній день в Україні склалась така ситуація, коли відроджена національна економіка диктує необхідність відновлення потенціалу вітчизняної промисловості. Це і є головною умовою подальшого економічного зростання.

Важливо також зазначити, що подальшому економічному розвитку перешкоджає, що потенціал, який нині використовується українськими підприємствами для зростання обсягів виробництва, в основному закладений у додатковому завантаженні виробничих потужностей, що раніше простоювали. Найяскравішими прикладами даного твердження є підприємства експортних галузей економіки, такі як металургія, виробництво соняшникової олії. Однак такий потенціал швидко вичерпується, особливо коли значна частина основних фондів зношена.

З іншого боку, структура господарювання, яка лишилось у спадок від старої системи, є нерациональною та неефективною в умовах ринкової економіки, особливо з урахуванням глобалізації бізнес-процесів. Це, а також важлива для пострадянського простору проблема приватизації, призвели до актуалізації питань пошуку таких методик та показників, які б дозволяли керівникові підприємства отримувати адекватну інформацію та кількісно оцінювати альтернативи розвитку бізнесу.

На думку представників компанії «McKinsey» Т. Коупленда, Т. Колера, Д. Мурина, немає більш об'єктивного та обгрунтованого критерію, ніж вартість компанії [1]. Вони вважають, що управлінське рішення, яке додає вартість компанії, є ефективним. І з цим важко не погодитись.

Показник ринкової вартості компанії є найважливішою комплексною фінансовою оцінкою, яка адекватно відображає економічну ефективність підприємства, його фінансову успішність та очікування щодо майбутньої до-

цільності діяльності. Цей показник має здатність реагувати на будь-які зміни ситуації: зниження рентабельності випуску, погіршення платоспроможності, збільшення інвестиційного ризику, втрату конкурентної сили,— що спричиняють зменшення ринкової вартості підприємства. Тому в більшості успішних західних компаніях ринкова вартість бізнесу стала найважливішим об'єктом управління. Практично всі важливі управлінські рішення (від зміни постачальника до повної реструктуризації виробництва та ліквідації цілих підрозділів) приймаються з метою збільшення вартості компанії.

Оцінка ринкової вартості необхідна компаніям для того, щоб визначити ціну, за якою вперше мають бути емітовані акції компанії (для приватних компаній, товариств з обмеженою відповідальністю і держпідприємств, які змінюють форму власності на акціонерну); встановити ціну повторної емісії акцій існуючих акціонерних товариств; дати можливість одній компанії купити іншу компанію як частину плану розвитку; розрахувати вартість компанії як продукт злиття двох інших компаній, Єй інші напрями підприємницької діяльності, де це вкрай необхідно. Оцінка вартості компанії під час формування інвестицій необхідна інвесторам і для того, щоб визначити, які акції і яких компаній є недооціненими і їх необхідно придбати.

Тому при визначенні методів оцінки ринкової вартості бізнесу необхідно розуміти, що весь процес оцінки залежить від причин та цілей її проведення. При цьому один і той самий об'єкт в один і той же час може мати різну вартість залежно від цілей його оцінки, оскільки вартість у такому випадку може визначатися різними методами.

Спочатку варто визначити, для яких цілей ініційована оцінка вартості бізнесу, а

Таблиця 1. Взаємозв'язок суб'єктів та цілей оцінки

Підприємство як юридична особа	Гарантування економічної безпеки Розробка планів розвитку підприємства Емісія акцій
Власник	Оцінка ефективності менеджменту Вибір варіанта розпорядження власністю Складання з'єднувальних та роз'єднувальних балансів при реструктуризації Обгрунтовані ціни купівлі-продажу підприємства або його частки
Кредитні установи	Визначення обсягу виручки за впорядкованої ліквідації підприємства Перевірка фінансової дієздатності позичальника
Страхові компанії	Визначення обсягів позики, відданої під заставу Визначення суми страхових виплат Визначення обсягу страхового внеску

Фондові біржі	Перевірка обґрунтованості котирувань цінних паперів Розрахунок кон'юнктурних характеристик
Інвестори	Визначення допустимої ціни купівлі підприємства з метою залучення його до інвестпроекту Перевірка доцільності інвестиційних вкладень
Державні органи	Підготовка підприємств до приватизації Оцінка для судових цілей Визначення виручки від примусової ліквідації через процедуру банкрутства Визначення оподаткованої бази для різних видів податків

Таблиця 2. Класифікація методів оцінки вартості бізнесу

Доходний підхід	Витратний підхід	Ринковий підхід
Метод дисконтованого майбутнього прибутку	Метод ліквідаційної вартості	Метод галузевих коефіцієнтів
Метод дисконтованих майбутніх грошових потоків	Метод чистих активів	Метод минулих угод за акціями
Метод капіталізації прибутку	Метод надлишкових прибутків	Метод угод
Метод капіталізації грошового потоку		Метод ринку капіталів

вже потім — причини відмінностей у методах оцінки. У Табл. 1 наведено приблизну класифікацію існуючих цілей оцінки вартості бізнесу з боку різних суб'єктів господарювання.

Як видно з таблиці, цілі оцінки є дуже різними, що вимагає існування широкого спектра методів, які адекватно відповідали би цілям оцінки.

Нині існує багато методів оцінки вартості бізнесу, які можна об'єднати у три групи, залежно від мети оцінки (підходу): доходний, витратний та ринковий (табл. 2).

Витратний підхід еволюціонує з трудової теорії вартості, тому вартість бізнесу у цьому випадку визначається шляхом переоцінки ресурсів, витрачених на його створення. Таким чином вартість підприємства оцінюється з позицій понесених витрат. Звичайно, балансова вартість активів підприємства не відповідає ринковій, тому завдання полягає в їх переоцінці [2].

Цей підхід об'єднує методи, за допомогою яких можна оцінити нові підприємства, та, з певними корективами, інвестиційні компанії. Також він використовується для оцінки ліквідаційної вартості підприємства, коли воно припиняє свої операції, продає матеріальні (а якщо є — і нематеріальні) активи і погашає всі свої зобов'язання.

Застосування витратного підходу як єдиного при оцінці бізнесу не припускається. Елементи витратного підходу рекомендують застосовувати для оцінки холдингових компаній [3].

Перевагою цього підходу є те, що він заснований на оцінці існуючих активів. Це усуває

значну частину суперечностей аналітичної оцінки, характерної для інших підходів.

Недоліком підходу можна вважати те, що при цьому не враховується майбутній прибуток, тобто перспективи бізнесу, — головним стає визначення вартості матеріальних активів, нівелюється вплив на бізнес нематеріальних активів. Поза увагою лишаються і ринкові чинники ефективності — додаткові нематеріальні активи (наприклад, якість клієнтської бази) і пасиви (наприклад, потенційні позови до компанії), що не відбиті у балансі підприємства і кількісний вимір їх ускладнений, нема також однозначної відповіді на запитання, як саме оцінювати активи: як цілісний майновий комплекс чи окремо, і наскільки глибоким має бути виокремлення кожного активу, об'єкта?

Ринковий підхід базується на принципі заміщення, який полягає в тому, що найбільша вартість об'єкта визначається найменшою ціною, за якою може бути придбаний інший об'єкт з еквівалентною корисністю. Вартість товарів чи бізнесу визначається за вартістю аналогічних об'єктів. Цей принцип заснований на твердженні про те, що раціональний інвестор не заплатить за певний об'єкт більше, ніж вартість доступного до купівлі аналогічного об'єкта, який має таку ж корисність, що й цей об'єкт. Тому ціна продажу аналогічних об'єктів є вихідною інформацією для розрахунку вартості цього об'єкта.

Застосування ринкового підходу можливе лише за умови розвиненості ринку, на якому функціонує оцінюване підприємство.

Головною перевагою ринкового підходу є те, що він є найпростішим у використанні, а та-

кож статистично обґрунтованим, що забезпечує отримання даних, придатних для застосування в інших підходах. У межах порівняльного підходу розроблено низку методів коригування [3].

Головним обмеженням у застосуванні зазначеного підходу є обов'язкова наявність активного ринку. Серед недоліків слід відзначити й те, що даний підхід потребує внесення поправок, більшість з яких впливає на достовірність результатів. До того ж дані є не завжди порівнюваними.

Доходний підхід базується на принципі граничної корисності, який полягає у виборі інвестором найбільш прийняттого співвідношення прибутковості та ризику. Прибутковість у цьому контексті виражається дисконтованими майбутніми надходженнями, а ризик включено у ставку дисконтування. Доходний підхід є сукупністю методів, які дають змогу оцінити вартість об'єкта на основі його потенційної здатності приносити дохід [2].

За допомогою методів доходного підходу бізнес оцінюється на основі доходів підприємства, тих економічних вигод, що має власник від володіння підприємством (бізнесом). Даний метод заснований на принципі, що потенційний покупець не заплатити за частку підприємства (бізнесу) більше, ніж вона може принести доходів у майбутньому [4].

У рамках доходного підходу застосовується кілька методів, їх можна умовно розділити на два підвиди: методи дисконтованих показників та методи капіталізації.

Методи капіталізації використовуються тоді, коли підприємство має прогнозовані, стабільні в часі, доходи і можна передбачити темпи їхнього зростання [5]. В цих методах не враховується вартість матеріальних і нематеріальних активів. За їх допомогою вимірюють ефективність використання всіх активів з позиції їхньої здатності створювати дохід. Чим більше значення грошового потоку і ставка капіталізації, тим адекватнішою буде оцінка, здійснена таким методом [4].

Ставки капіталізації та дисконтні ставки, які використовуються у доходному підході, визначаються заданими ринку і повинні враховувати такі фактори, як рівень процентних ставок, ставок віддачі (прибутковості), очікуваних інвесторами від аналогічних інвестицій, а також ризик, властивий очікуваному потоку вигод.

Серед методів дисконтованих показників найрозповсюдженішим є метод дисконтування грошових потоків [5]. Суть його полягає у

визначенні прогнозних грошових потоків конкретного бізнесу, що потім дисконтуються за ставкою дисконту для встановлення поточної вартості майбутніх доходів. Цей метод, надумку багатьох дослідників, якнайточніше визначає ринкову ціну підприємства і найбільшою мірою цікавить інвестора, оскільки показує суму, яку інвестор буде готовий заплатити з урахуванням майбутніх доходів від бізнесу, а також з урахуванням необхідної ставки доходу на інвестиції в цей бізнес.

Цей метод є надійним тільки у випадку, коли грошові потоки вже показали наростаючий тренд у межах ділянки позитивних грошових потоків. Таке обмеження може бути знято, якщо подібна ретроспективна прогностичність грошових потоків спостерігається в інших підприємств-аналогів.

Щоб відповідати визначенню грошового потоку, ставка дисконтування повинна відображати альтернативні витрати всіх джерел фінансування, розраховані на частку в сукупному капіталі. Для цього може бути використана модель середньозважених витрат на капітал — WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Альтернативною моделлю визначення ставки дисконту є цінова модель капітальних активів (CAPM: Capital Assets Price Model). У моделі використовується показник ризику конкретної фірми. Цей показник визначається для підприємства за порівняльними даними прибутковості аналізованого підприємства і середньої ринкової прибутковості шляхом побудови відповідної прямолінійної регресійної залежності, що відбиває кореляцію прибутковості підприємства і середньої ринкової прибутковості. Отриманий при цій залежності коефіцієнт є основою для оцінки β -фактора. У розвинутих західних країнах для потенційних інвесторів друкують довідники, що містять показник β для більшості великих фірм. Така модель найчастіше використовується в умовах стабільної ринкової економіки за наявності досить великої кількості даних, що характеризують прибутковість роботи підприємства. У цілому доходна методи мають такі недоліки: досить трудомісткий процес прогнозування, яке частково має імовірносний характер, крім того, істотна суб'єктивна складова, оскільки використовуються припущення щодо майбутнього розвитку та фінансових показників компанії.

Загалом можемо підсумувати, що за витратним і ринковим підходами підприємство розглядається як установа, що має власне майно (на

власному балансі), яке у разі його використання у вигляді реальних матеріальних і нематеріальних активів здатне забезпечувати визначені прибутки. Тоді як за методами доходного підходу підприємство розглядається як сукупність бізнес-ліній (підкріплених контрактними правами і правами власності на збутові, закупівельні лінії й технології), спроможних давати відповідний потік прибутків (точніше — грошові потоки).

Проведений в Росії аналіз застосовуваності цих підходів і методів показав, що метод дисконтованих грошових потоків є найбільш застосовуваним (Рис. 1.).

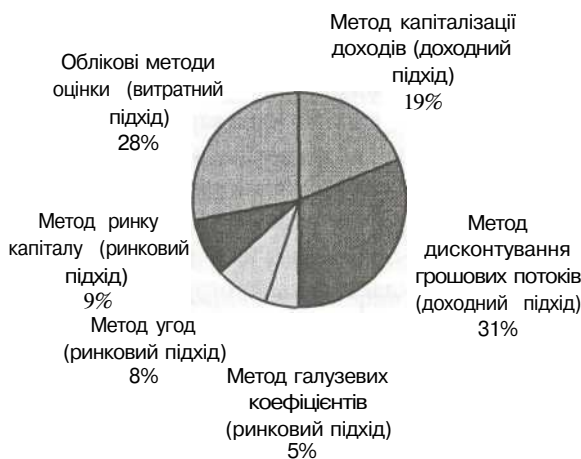


Рис. 1. Застосовуваність методів оцінки вартості бізнесу

Така перевага методу дисконтованих грошових потоків пояснюється тим, що він дає змогу уникнути головного недоліку методів інших підходів, які придатні тільки для розрахунку вартості бізнесу на певну дату і не дають можливості приймати управлінські рішення на основі отриманої інформації. На початку 90-х років ХХ ст., коли на Заході набули популярності ідеї управління підприємством з метою максимізації прибутку акціонерів. На основі доходного підходу та методу дисконтованих грошових потоків зокрема зв'явилась група методів, орієнтованих на управління вартістю бізнесу. Сьогодні вони лишаються найпопулярнішими методами управління.

Зазначені методи об'єднані в єдиний підхід, який виник на стику функцій менеджменту і фінансів, і отримав назву VBM-підхід (Value based management). Усі методи зазначеного підходу базуються на ідеї дисконтування фінансових показників підприємства. Залежно від значимості фінансових показників у цьому підході виділяють дві групи методів. До першої групи належать методи, що мають фінансовий

ухил. Тут слід відзначити такі методи, як метод економічної доданої вартості (*EVA*), метод доданої вартості акціонерного капіталу (*SVĀ*), метод прибутковості інвестицій на основі потоку коштів (*CFROP*), метод доданої вартості потоку коштів (*CVĀ*) та метод опціонного ціноутворення (*OPM*). Однак, як відзначається в деяких дослідженнях, рекомендації аналітиків приблизно на 30 % базуються на нефінансових критеріях — береться до уваги якість менеджменту, його здатність реалізовувати обрану стратегію. Зазначені особливості, разом з фінансовими показниками, дозволяють врахувати більш наблизений до управлінського мислення метод збалансованої системи показників BSC (Balanced Scorecard), який віднесено до другої групи VBM-методів, в якій переважають критерії менеджменту [6–8].

Однак існує серйозна перешкода для застосування цього підходу в Україні. Вона полягає в проблематичності визначення ставки дисконту за умов не достатньої розвиненості фондового ринку України та нетривалої історії ринкових економічних відносин. Існує необхідність уточнення ставки дисконтування, що враховує галузеві та регіональні відмінності функціонування тих чи інших фірм. Вирішити цю проблему на практиці можна трьома шляхами: статистичним, аналітичним або евристичним. Перший шлях утруднений у вітчизняних умовах стислістю статистичних рядів зроблених інвестицій та їх доходністю, недостатньою надійністю даних, а в більшості випадків — просто їхньою відсутністю. Аналітичні методи, такі як метод кумулятивної побудови чи оцінки капітальних активів (САР) ускладнюються нерозвиненістю фондового ринку.

Отже, на сьогоднішній день актуальною є проблема врахування ризиків на ринках, певним чином недорозвинених. Ми пропонуємо розглянути варіант, альтернативний щодо врахування ризику у ставці дисконтування. Ідея запропонованого методу полягає у врахуванні ризику при розрахунку прогнозних грошових потоків.

Теоретичні основи даного методу були закладені фахівця компанії «McKinsey». На їхню думку, простої премії за ризик недостатньо для адекватного врахування ризику при прийнятті управлінських рішень, базованих на критерії вартості бізнесу. Було запропоновано застосувати сценарно-імовірносний підхід при прогнозуванні грошових потоків, що дає змогу змодельовати бізнес-ризик [9].

На наш погляд, облік ризиків безпосередньо в грошових потоках (за допомогою сценарно-імовірносного підходу) дозволяє забезпечити одночасно і високу вірогідність аналітичного обґрунтування, і більш ясне розуміння того, як створюється (чи не створюється) вартість. Ця точка зору підтверджується трьома тезами.

По-перше, інвестори можуть диверсифікувати (хоча і не цілком) основні ризики, властиві ринкам, що формуються, а за фінансовою теорією, вартість капіталу, представлена в нормі дисконтування, повинна відбивати тільки ті ризики, які неможливо диверсифікувати. У свою чергу, ризик, який можна диверсифікувати, краще відбити в грошових потоках. До ризиків, які можна диверсифікувати, належать ті, що піддаються усуненню шляхом диверсифікованості, оскільки вони властиві лише конкретним компаніям. Ризики, які не диверсифікуються, навпаки, виключити не можна, тому що вони є наслідком загальних економічних тенденцій. Щоби визначити вартість капіталу, багато фахівців-практиків використовують модель САМР. У цій моделі беруться до уваги тільки ризики, які не диверсифікуються, інші ж на очікувану прибутковість не впливають.

По-друге, багато ризиків, характерних для тієї чи іншої країни, мають свої особливості: вони неоднаково впливають на різні галузі і навіть на різні компанії однієї і тієї ж галузі. Звичайно додатковий ризик вбудовується в норму дисконтування шляхом додавання до останньої премії за ризик країни, що розраховується, як різниця між процентною ставкою за місцевими облігаціями, деномінованими у доларах США, і відсотковою ставкою за американськими держоблігаціями з подібним терміном погашення. Однак у цьому методі явно не враховано те, що в кожній галузі існують свої ризики. Так, банківський сектор значно швидше може бути націоналізований, ніж роздрібна торгівля. І якщо одні компанії (експортери сировини) можуть виграти від девальвації, то інші (імпортери сировини) — програти від неї. Довільне поширення однієї і тієї ж премії за ризик на всі компанії певної країни означає переоцінку ризику для одних і недооцінку для інших.

По-третє, при використанні кредитного ризику країни для характеристики ризику, з яким зіштовхуються окремі корпорації, ігнорується той факт, що інвестиції в акції компаній часто є менш ризикованими, ніж вкладення в державні облігації. Так, в Аргентині прибутковість облігацій національної нафтової ком-

панії УРФ нижче, ніж прибутковість державних цінних паперів. Цей приклад свідчить про те, що у фірми кредитний рейтинг вищий, ніж у держави. В Україні також виникла подібна ситуація: остання емісія облігацій Укрексімбанку отримала від міжнародної рейтингової агенції Moody's кредитний рейтинг, вищий за кредитний рейтинг України.

У цілому, аналізований підхід дає змогу досягти набагато глибшого розуміння наявних ризиків і їхнього впливу на формування грошових потоків, ніж метод, заснований на використанні премії за ризик країни.

У більшості випадків спроби включити характерний для ринків, що формуються, ризик у норму дисконтування не супроводжуються проведенням глибокого попереднього аналізу, тому менеджери мають дуже приблизне уявлення про вплив конкретних ризиків на вартість компанії, їхнє розуміння проблеми обмежується тим, що премію за ризик країни варто додати до норми дисконтування. І навпаки, аналіз конкретних ризиків та їхнього впливу на вартість дозволяє менеджерам скласти більш обґрунтовані плани заходів щодо зниження таких ризиків. Наприклад, якщо головними є ризики, пов'язані з поганим станом регіональної інфраструктури й енергопостачання, то виробник може дійти висновку, що краще створити кілька невеликих підприємств, ніж одне велике, — навіть якщо такий варіант спочатку виявиться дорожчий.

Для належного включення ризиків у грошові потоки варто почати з побудови сценаріїв на основі макроекономічних факторів, оскільки ці фактори впливають на функціонування галузей і компаній на ринках, що формуються. Потім необхідно співвіднести специфічні галузеві та корпоративні сценарії із зазначеними макроекономічними. Наданому етапі різниця між ринками різного ступеня розвитку полягає в ступені стійкості макроекономічного розвитку: на розвинутих ринках вона набагато вище. Оскільки для українського ринку характерні значні коливання, доцільніше розробляти кілька сценаріїв.

До основних макроекономічних змінних, які можна спрогнозувати, належать рівень інфляції, темпи приросту валового внутрішнього продукту (ВВП), а також відсоткові ставки. Отже, потрібно визначити, як зміна макроекономічних факторів впливає на певний компонент грошового потоку. Найпевніше, що будуть порушені такі елементи: доходи, витрати, робочий капітал, капіталовкладення та боргові інструменти. У рамках моделі, що вибуло-

ується, їх варто прив'язати до макроекономічних змінних, щоб зі зміною макроекономічного сценарію складові частини грошового потоку коригувалися автоматично.

Після узгодження зазначених показників настає черга галузевих сценаріїв, в яких мають бути враховані найважливіші особливості макроекономічного середовища.

Використовуючи сценарно-імовірносний метод, слід пам'ятати, що прогноз фінансових параметрів є аргументованою думкою аналітика, який спирається на наявні факти, тому він здатний лише звузити діапазон можливих варіантів майбутнього фінансового стану, а не точно його передбачити. У процесі розробки сценаріїв формулюється вичерпний набір припущень про шляхи розвитку компанії та їхній вплив на рівень галузевої рентабельності й інші показники. Потім кожному сценарію надається визначена вага (коефіцієнт), що відбиває імовірність того, що даний сценарій буде дійсно реалізовано. Менеджери встановлюють ці коефіцієнти на основі своїх знань і інтуїції [9].

Водночас розробка сценаріїв на операційному рівні потребує визначення ключових факторів вартості. Для цього необхідне глибоке розуміння того, які саме параметри діяльності підприємства визначають вартість бізнесу. Фактор вартості — це певна характеристика, від якої залежить ефективність діяльності підприємства.

Однак для того, щоб фактори вартості було зручно використовувати, необхідно визначити їх ієрархію, встановити, який з них найбільше впливає на вартість. Зазначені фактори мають бути безпосередньо пов'язані зі створенням вартості та деталізовані на всіх рівнях організації [1]. Для ефективного управління за критерієм вартості необхідно розробити систему факторів вартості, де кожен з них ув'язується з показниками, на основі яких прийматимуться рішення. В системі подальшого управління вартістю необхідно визначити працівників підприємства, відповідальних за досягнення цільових показників [5].

Нині існує кілька схем побудови ієрархії факторів вартості. Найбільшого розповсюдження набула система факторів вартості, запропонована Т. Коуплендом. Він поділяє фактори вартості на три рівні: загальні, специфічні та оперативні.

В основу загальних факторів автор кладе показник рентабельності інвестицій, який у свою чергу складається з показника операційного прибутку та інвестованого капіталу. Операційний прибуток залежить від доходу та витрат, інвестований капітал — від основних та

оборотних засобів. Усі ці фактори є значимими для всіх підприємств.

Специфічні фактори мають характеризувати специфіку галузі, в якій функціонує підприємство, та його специфічні особливості. Тому для кожного підприємства ці фактори необхідно визначати окремо після проведення детального аналізу.

Оперативні фактори вартості є набором розрахункових індикаторів, які можна донести до низового рівня управління для того, щоб використовувати їх як основу для ефективного прийняття рішень.

Однак, на нашу думку, подібна схема має певний недолік, адже показник рентабельності інвестицій не є всеохоплюючим індикатором вартості. На відміну від Т. Коупленда, ми вважаємо, що управляти вартістю безпосередньо можливо. Якщо розглядати вартість підприємства як дисконтований грошовий потік, то факторами вартості загального рівня будуть складові грошового потоку та ставка дисконтування. Всі зазначені фактори будуть значимими, оскільки їхня зміна приведе до зміни вартості бізнесу.

Специфічний рівень повинен містити фактори, які впливають на складові грошового потоку. У цих факторах має бути врахована специфіка діяльності підприємства та особливості галузі. В цьому контексті їх доречно розділити на зовнішні та внутрішні фактори вартості. Під внутрішніми слід розуміти фактори, на які підприємство може впливати прямо або опосередковано, згодом вони будуть керованими екзогенними змінними моделі вартості. Зовнішні специфічні фактори вартості належать до факторів, на які підприємство впливати не може, однак не враховувати їх було б помилково. В теорії стратегічного управління є потужна модель оцінки факторів зовнішнього та внутрішнього середовища підприємства, йдеться про SWOT-аналіз. Ми пропонуємо застосовувати детальний SWOT-аналіз для визначення тих факторів, які є справді значимими для вартості підприємства, оскільки зовнішнє середовище має багато факторів впливу на підприємство і врахувати всі практично неможливо та навіть недоцільно. SWOT-аналіз за методологією базується на якісному та кількісному аналізі підприємства. Кількісний аналіз підприємства в свою чергу представлений фінансовим аналізом. Причому важливою перевагою застосування запропонованого підходу є те, що розраховані показники фінансового стану будуть фактично факторами вартості підприємства на операційному рівні.

Створення операційної моделі діяльності компанії дозволяє проаналізувати чинники, що впливають на розмір вартості компанії (різноманітні компоненти моделі грошового потоку), визначити чутливість кількісного розміру вартості до зміни того або іншого чинника і виробити оптимальний варіант реструктуризації компанії.

Отже, для управління вартістю підприємства доцільно використовувати дисконтований грошовий потік, який дає змогу прогнозувати наслідки впливу політики підприємства безпо-

середньо на його вартість. У цьому випадку найпридатнішим для українського ринку є сценарно-імовірносний метод.

Використання сценарно-імовірнісного методу дозволяє сформулювати більш точне уявлення про вартість компаній. Крім того, зазначеними сценаріями не тільки підтверджуються ринкові оцінки: завдяки визначенню з їх допомогою конкретних ризиків менеджери можуть ухвалювати правильні рішення щодо оцінюваних компаній.

ВИКОРИСТАНА ЛІТЕРАТУРА

1. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. — М: Олимп-Бизнес, 1999. — 565 с.
2. Григорьев В. В. Оценка предприятия: теория и практика. — М.: ИНФРА, 1997. — 318 с.
3. Оценка бизнеса: Учеб. для студ. вузов, обуч. по экон. спец. / Под ред. А. Г. Грязнова и др. — М.: Финансы и статистика, 1998. — 512 с.
4. Архангельская О., Мягков Б. Оценка стоимости бизнеса // TopManager- 2002. — № 22.
5. Егерева И. А. Стоимость бизнеса. Искусство управления. — М.: Дело, 2003. — 479 с.
6. Рассказов С. В., Рассказова А. Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании // Финансовый менеджмент. — 2002. — № 4.
7. Щербак О. Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. — 2003. — № 6.
8. Хорват П. Сбалансированная система показателей как средство управления предприятием // Проблемы теории и практики управления. — 2000. — № 4.
9. Мими Дж., Колер Т. Отражение риска в денежных потоках // The McKinsey Quarterly. — 2000. — № 4.

A. Golovach

METHODICAL BASICS OF VALUE BASED MANAGEMENT

This article describes the importance of value based management implementation in Ukraine. The author tries to find a consistent method of evaluation for Ukrainian businesses. Strong and weak points of modern methods and limitations of the implementation in our country were analyzed. Basing on the results of analyzes the author suggests applying a new method, which gives an opportunity to include all important factors of value and to take an effective management decisions.