

## Фінанси інституційних секторів економіки

**Плікус І.Й.,**

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри фінансів  
Сумського державного університету

### КОНЦЕПЦІЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ТА МОЖЛИВОСТІ ЇЇ ВИКОРИСТАННЯ ПРИ ОБҐРУНТУВАННІ ДОЦІЛЬНОСТІ САНАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

*Розглянуто питання щодо застосування підходів VBM-управління у практиці арбітражних керуючих, а саме для обґрунтування доцільності санації підприємства й оцінки ефективності діяльності після проведення санації. Як критерій доцільності запропоновано використовувати вартість підприємства. Доведено, що сума, на яку збільшиться поточна вартість підприємства під час санації, повинна бути більше, ніж інвестиції в заходи санації.*

*In the article the questions of usage of VBM-control in practice arbitration controlling, in particular for a substantiation of expediency improvement are considered, as the criterion of expediency is offered to use cost of firm. Depending on variants improvement (complex of measures improvement of the program of the financial stabilization) the methods of the different approaches for an estimation of solutions on improvement can be used. Thus it is necessary to prove that the sum by which will increase flowing cost of firm during improvement should be greater than investments in improvement measures.*

**Ключові слова:** VBM-управління, санація підприємства, вартість підприємства, методи оцінювання.

Головним завданням кожного власника підприємства є підвищення ефективності управління ним і недопущення кризового стану (або вихід з нього, якщо це сталося). На сьогодні є багато методів підвищення ефективності діяльності підприємства, один із яких — вартісно-орієнтоване управління (VBM-управління). Метод спрямовано на збільшення майбутньої вартості підприємства у процесі прийняття стратегічних та операційних рішень, тобто на уникнення суперечностей між оцінкою капітальних вкладень (здійснюється за грошовими потоками, що дисконтуються) та оцінкою ефективності поточної діяльності (проводиться за показниками “прибуток” і “зростання прибутку”). Проте, на жаль, метод не знайшов застосування на підприємствах України.

По суті, концепція вартісно-орієнтованого управління — це синтез теорії корпоративних фінансів (базисні ідеї, методи й моделі концепції запозичені з праць авторів теорії корпоративних фінансів, таких як Ф. Модільяні, М. Міллер, У. Шарп, Г. Александер, Д. Бейлі, а також авторів, у роботах яких систематизуються й аналізуються основні ідеї теорії оцінювання, а саме А. Дамодарана, Ю. Брітхема, Ф. Еванса, Д. Бішола, Д. Мартіна, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина, М. Скотта та ін.), фінансового аналізу (з точки зору вартісно-орієнтованого управління фінансовий аналіз є важливим інструментом для виявлення факторів створення цінності. Такої думки дотримуються Ченг Ф.Лі, Е. Хелферт, Дж.І. Фіннерті,

© Плікус І.Й., 2011

## Фінанси інституційних секторів економіки

Лафуенте А. Хіл, Л.А. Бернстайн та ін.) і фінансового обліку (з огляду на використання даних бухгалтерського обліку при оцінюванні одним із напрямів дослідження є емпіричне тестування моделей оцінювання).

Потрібно зазначити, що останнім часом російські вчені<sup>1</sup> досліджують проблематику управління вартістю підприємств, особливо у процесі реструктуризації (як неплатоспроможних, так і успішно функціонуючих підприємств саме з метою збільшення їх вартості). Українські вчені<sup>2</sup> також розглядають можливості адаптації зазначеної концепції на підприємствах.

Водночас, як свідчить аналіз економічної літератури, по-перше, залишаються дискусійними питання вибору й використання різного управлінського інструментарію реалізації концепції на практиці, а саме вибору моделі оцінювання й розробки на основі цієї моделі інструментів, які дадуть змогу приймати рішення щодо забезпечення зростання вартості підприємства; по-друге, відсутні дослідження щодо можливості використання даної концепції непублічними підприємствами (більшість українських підприємств перебувають у власності обмеженого кола акціонерів та є непублічними, акції не продаються на біржових або позабіржових ринках або угоди з акціями є одиничними); по-третє, за наявності деяких досліджень щодо використання оціночних технологій при прийнятті управлінських рішень відсутні дослідження щодо обґрунтування доцільності санації на підставі підходів VBM-управління.

Отже, метою статті є дослідження можливості застосування основних підходів концепції при обґрунтуванні доцільності санації підприємства.

Наведений аналіз праць вищезазначених авторів дав можливість визначитися зі структурою вартісно-орієнтованого управління (рис. 1) та відзначити, що ключовим елементом концепції є блок оцінювання, побудова якого припускає прийняття трьох взаємозалежних рішень: рішення про вибір моделі оцінки вартості, яке пов'язано з вибором методу і процедур оцінювання; рішення про вибір періодичного показника результатів діяльності; рішення про побудову системи факторів створення вартості.

<sup>1</sup> Див.: Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерские аспекты. — СПб.: Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та, 2006; Экономика и финансы недвижимости / Под ред. Ю.В. Пашкуса, Д.Л. Волкова, Н.В. Комаровой. — СПб.: Изд-во С.-Петербур. гос. ун-та, 1999; Голубев М.П. Имущество корпорации. — М.: Науч. книга, 2006; Паламарчук В.П. Оценка компании для обоснования стратегических решений. — М.: Высш. шк. финансов и менеджмента АНХ, 2009; Паламарчук В.П. Оценка бизнеса. — М.: АНХ, 2004; Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации. — М.: Филин, 1997. — 333 с.; Иващковская И.В. Управление стоимостью компании: вызов российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. — 2004. — № 4. — С. 113—132; Козырь Ю.В. Особенности оценки бизнеса и реализации концепции VBM. — М.: Квинто-Консалтинг, 2006. — 286 с.

<sup>2</sup> Див.: Савчук В.П. Стратегия + Финансы: уроки принятия бизнес решений для руководителей. — К.: Companion Group, 2009. — 352 с.; Терещенко О.О., Стецько М.В. Управление вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту // Фінанси України. — 2007. — № 3. — С. 91—99; Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практики впровадження. Моногр. — Х.: ХНАМГ, 2006.

## Фінанси інституційних секторів економіки

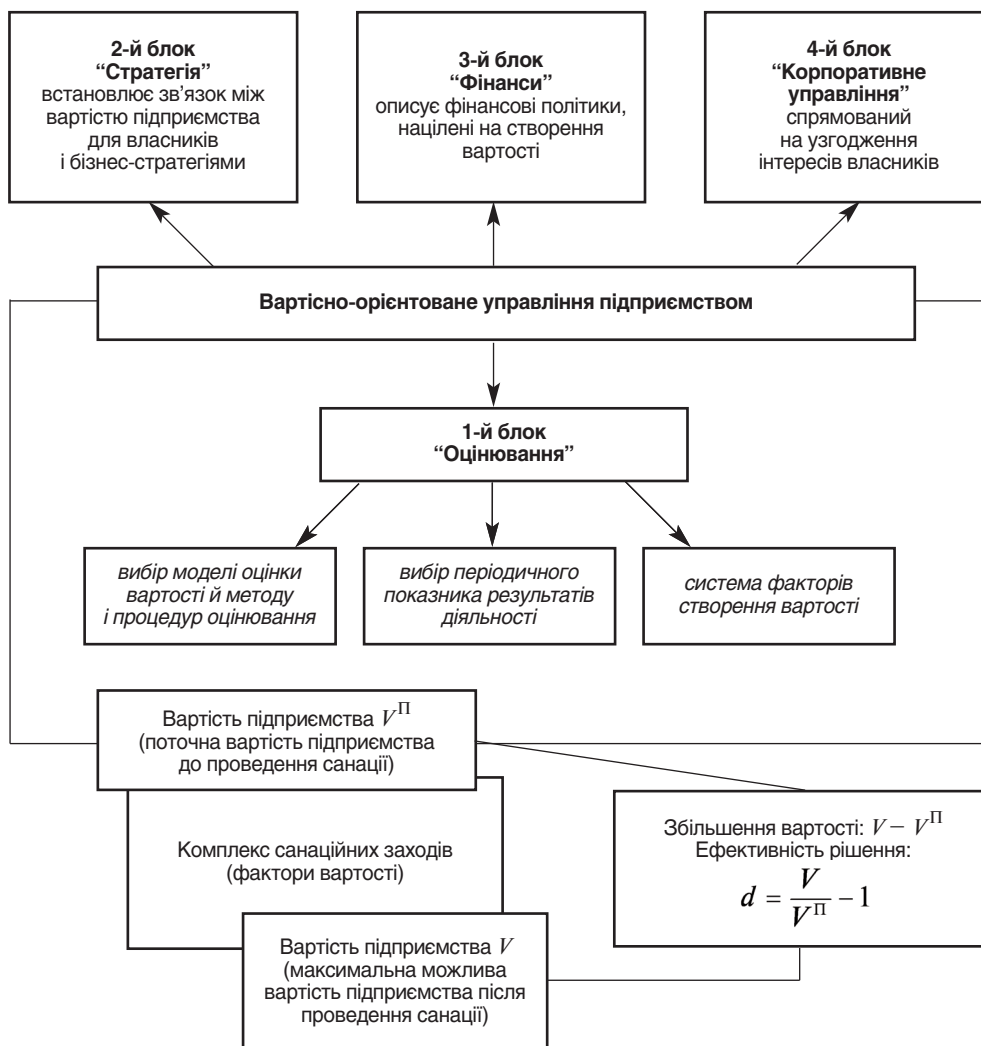


Рис. 1. Структурна схема вартісно-орієнтованого управління

Аналізуючи праці фахівців з даної проблематики, необхідно зазначити, що концепція вартісно-орієнтованого управління використовує різні моделі оцінки й управління вартістю (деякі з них, що, на нашу думку, можуть бути використані при обґрунтуванні доцільності санації, наведено в табл. 1). Серед них аналітики основну увагу приділяють концепції VBM на підставі моделі акціонерної доданої вартості (SVA) А. Раппапорта, економічної доданої вартості (EVA) Стерна — Стюарда, економічного прибутку Коупленда — Коллера — Муррина й доданої грошової вартості (CVA) Левіса. Концепції, які з’явилися пізніше, не додали істотних змін до вищезазначених підходів, але уточнили завдання

## Фінанси інституційних секторів економіки

Таблиця 1. Порівняльна характеристика основних моделей (методів), що використовуються концепцією вартісно-орієнтованого управління

Назва моделі/методу	Характеристика
1	2
Метод чистих активів	<p>Застосовується, якщо інвестор має намір закрити підприємство або істотно скоротити обсяги виробництва. Вартість підприємства розглядається з точки зору понесених витрат, при цьому балансова вартість активів не відповідає їхній ринковій вартості й потребує корегування балансу.</p> <p>У зв'язку з цим визначаються ринкова вартість кожного активу й поточна вартість зобов'язань. Алгоритм розрахунку вартості підприємства включає такі дії: збір необхідної інформації (баланс на дату оцінки); оцінка її достовірності (підтвердження балансу аудитором); обробка інформації (згідно з чинним планом рахунків та національними положеннями бухгалтерського обліку складається нормалізований баланс з урахуванням поправок на активи, що не використовуються у виробничій діяльності). Для цих активів розраховуються ринкова, ліквідаційна або вартість утилізації, потім їх вартість додають до вартості підприємства як діючого); визначення вартості матеріальних та нематеріальних активів; корегування пасивів; розрахунок вартості підприємства як діючого за методом чистих активів</p> <p><i>Переваги:</i> є основою для застосування в інших методах</p> <p><i>Недоліки:</i> у більшості випадків вартість бізнесу не відповідає вартості чистих активів</p>
Модель економічної доданої вартості (EVA)	<p>Застосовується за наявності інформації за два роки й більше та є індикатором зміни вартості підприємства з допомогою порівняння фактичних доходів підприємства з нормативною віддачею на інвестований капітал: <math>V = CI + PV(EVA_0) + \sum_{t=1}^n PV(EVA_t)</math>, де <math>\sum_{t=1}^n PV(EVA_t)</math> – сума теперішніх доданих вартостей від здійснення нових проєктів; <math>PV(EVA_0)</math> – теперішня додана вартість від капітальних вкладень; <math>CI</math> – раніше інвестований капітал. Показник <math>EVA</math> може бути розраховано таким чином: <math>EVA = NOPLAT - WACC \cdot Invested Capital</math>, де <math>NOPLAT</math> – чистий операційний прибуток за відрахуванням скоритованих податків; <math>WACC</math> – середньозважена вартість капіталу; <math>Invested Capital</math> – величина інвестованого капіталу</p> <p><i>Переваги:</i> основні вихідні дані розміщені у фінансовій звітності; універсальність</p>
Модель акціонерної доданої вартості (SVA)	<p><i>Недоліки:</i> не дає змоги оцінювати вартість підприємства з від'ємними чистими активами</p> <p>Застосовується за наявності у товариства довго- і/або середньострокових планів розвитку для прогнозування майбутніх грошових потоків. Визначає вартість підприємства як суму поточної вартості майбутніх грошових потоків на інвестований капітал, його вартості в постпрогнозний період і цінних паперів, які можуть бути реалізовані в короткий термін, мінус ринкова вартість боргу</p> <p><i>Переваги:</i> можливість моделювання нестандартних ситуацій у розвитку підприємства</p> <p><i>Недоліки:</i> високий ступінь суб'єктивності прогнозних розрахунків майбутніх дивідендів, чистого прибутку і грошового потоку; висока чутливість до зміни ставки дисконтування; неможливість оцінювання нерентабельних підприємств</p>

## Фінанси інституційних секторів економіки

Продовження табл. 1

1	2
<p>Модель грошової доданої вартості (СVA)</p>	<p>Застосовується за наявності у товариства довго- і/або середньострокових планів розвитку для прогнозування майбутніх грошових потоків. Є індикатором зміни вартості підприємства: порівнюється поточна вартість майбутніх грошових потоків на інвестований капітал і вартість активів, що не амортизовані в постпрогнозному періоді, з нормативною віддачею на інвестований капітал</p> <p><i>Переваги:</i> можливість моделювання нестандартних ситуацій у розвитку підприємства</p> <p><i>Недоліки:</i> високий ступінь суб'єктивності прогнозних розрахунків майбутніх дивідендів, чистого прибутку і грошового потоку; висока чутливість до зміни ставок дисконтування; неможливість оцінювання нерентабельних підприємств; неможливість оцінювання вартості підприємства з від'ємними чистими активами</p>
<p>Модель Едварда – Белла – Ольсона (ЕВО)</p>	<p>Застосовується, якщо підприємство має інформацію щонайменше за один фінансовий рік та якщо є невелика дисперсія прибутку й чистих активів. Вартість підприємства розраховується як сума його чистих активів і надходів, які відображають ефективність використання цих активів</p> <p><i>Переваги:</i> застосування витратного й дохідного підходів; подання даних у стандартних формах бухгалтерської звітності; наочність ефективного використання чистих активів від використання механізму надходів; універсальність; низька чутливість до зміни ставки дисконтування</p> <p><i>Недоліки:</i> неможливість оцінювати вартість підприємств, якщо їхні чисті активи мають від'ємне значення або воно часто змінюється</p>
<p>Метод капіталізації доходів</p>	<p>Застосовується, якщо є дані для оцінки доходу, дохід є стабільним. Розраховується поточна вартість майбутніх доходів, отриманих від використання об'єкта з допомогою коефіцієнта капіталізації: <math>V = NOR/R</math>, де <math>NOR</math> – чистий операційний дохід від експлуатації об'єкта оцінки за рік; <math>R</math> – ставка капіталізації. Етапи застосування методу: аналіз фінансової звітності; вибір прибутку, який буде капіталізовано; розрахунок ставки капіталізації (може розраховуватися за моделлю САМР, показником WAACC, методом кумулятивної побудови)</p> <p><i>Переваги:</i> простота розрахунку, відображення ринкової кон'юнктури</p> <p><i>Недоліки:</i> чутливість до зміни коефіцієнта капіталізації</p>
<p>Модель оцінки реальних опціонів Блека – Шоула</p>	<p>Застосовується за наявності економічних ситуацій, пов'язаних із ціноутворенням опціонів (банкрутство, оцінка нерентабельних підприємств тощо). Реальні опціони – різні економічні ситуації, пов'язані з невизначеністю й ризиком: <math>V = N(d_1)S - N(d_2)E^{-rt}</math>, <math>d_1 = \frac{\ln(S/E) + (r + \sigma^2/2)t}{\sigma\sqrt{t}}</math>, <math>d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}</math>, де <math>V</math> – ціна опціону; <math>S</math> – курс акцій; <math>E</math> – ціна виконання опціону; <math>r</math> – безризикова процентна ставка; <math>t</math> – час до строку закінчення опціону; <math>\sigma</math> – ризик акцій; <math>N(d)</math> – імовірність того, що значення нормально розподіленої перемінної менше за <math>d</math></p> <p><i>Переваги:</i> ураховування невизначеності; можливість відмовитися від проекту</p> <p><i>Недоліки:</i> базові активи не мають ринкової вартості, важко розрахувати дисперсію</p>



## Фінанси інституційних секторів економіки

їх використання<sup>3</sup>. При цьому зазначимо, що останнім часом і теорія фінансової науки, і фінансові аналітики особливу увагу приділяють моделі ключових факторів вартості, методу економічної доданої вартості Стерна — Стюарда, вдосконаленню методології застосування показника EVA та доцільності й можливості об'єднання двох підходів — EVA та BSC<sup>4</sup> у єдину систему. Однак названі підходи не знаходять застосування у практиці арбітражних керуючих, а саме при обґрунтуванні доцільності санації підприємства, що пов'язано з недостатнім методичним забезпеченням вартісно-орієнтованого управління.

Виходячи з основної ідеї концепції VBM-управління, що мета власників підприємства — збільшення його вартості, усі рішення, які приймаються на підприємстві й щодо нього, мають бути спрямовані на реалізацію цієї мети. Зазначене стосується й рішень щодо санації підприємства (досудової санації або санації за рішенням суду), які потрібно обґрунтувати. На практиці при обґрунтуванні управлінських рішень переважно використовують такі методи оцінки: ринкова вартість чистих активів (рішення щодо продажу, реорганізації); капіталізація чистого прибутку (рішення щодо продажу бізнесу, емісії акцій); дисконтування грошових потоків (рішення щодо ефективності напрямів інвестування). При цьому слід зауважити, що вартість, визначена методом дисконтування грошових потоків, не є показовою, тому вважаємо за необхідне подати її у вигляді показників, які найбільше впливають на вартість підприємства, а саме економічного прибутку (показує додану за період вартість з урахуванням альтернативних витрат) та обсягу інвестицій у розвиток, які збільшать вартість підприємства у майбутньому. Наведене уточнення дає можливість використовувати потенційний приріст вартості підприємства й фактори, що її збільшують, при обґрунтуванні доцільності санації. В цьому разі потрібно довести, що віддача від інвестицій у кризове підприємство перевищить приріст заборгованості, тобто сума, на яку збільшиться поточна вартість підприємства під час санації, повинна бути більшою, ніж інвестиції в заходи санації. Таким чином, при обґрунтуванні доцільності проведення санації критеріями доцільності можуть бути вартість підприємства й оцінка ефективності діяльності після проведення санації.

Використання вартості підприємства як критерію оцінки доцільності санації має ряд переваг:

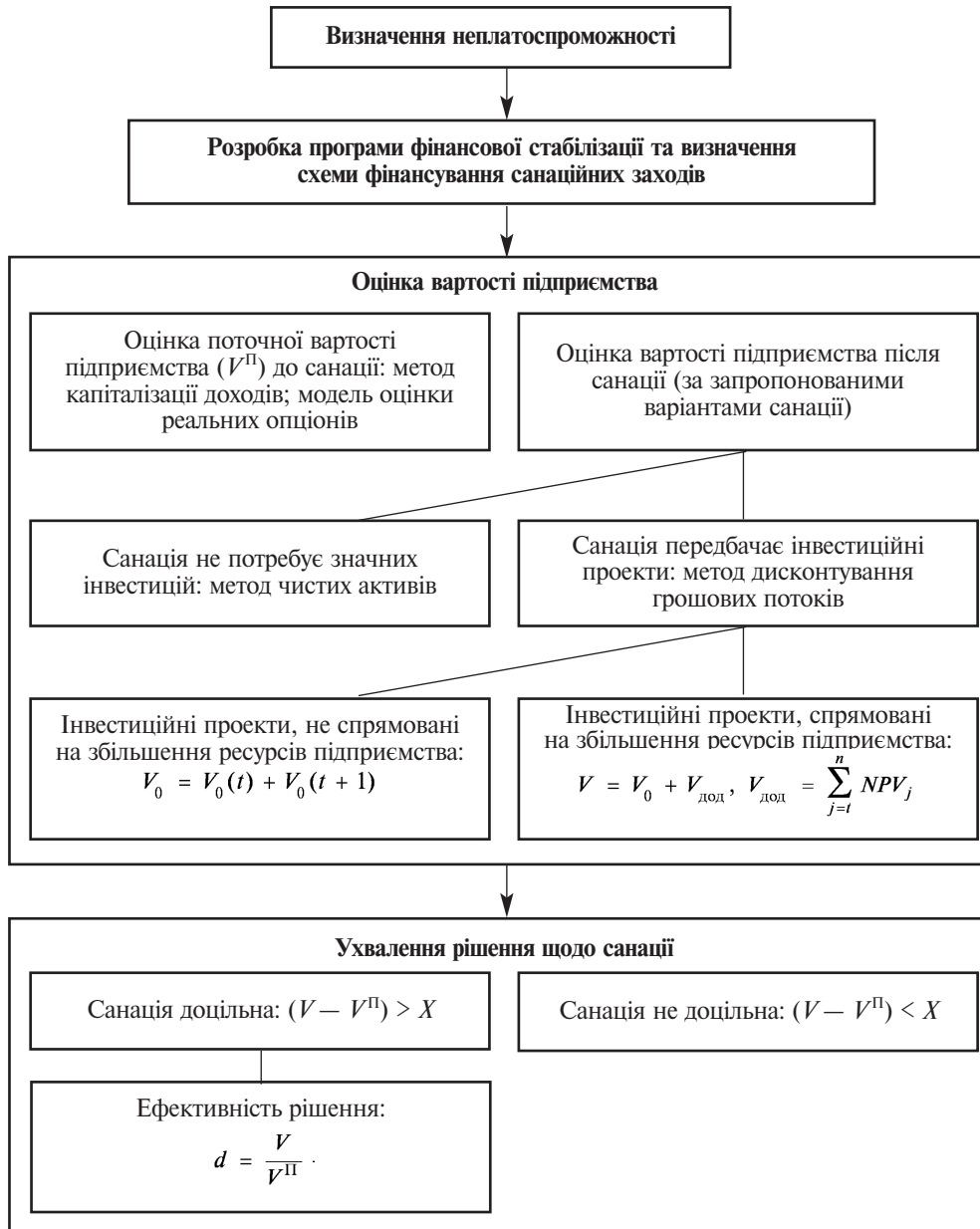
- вартість — найбільш загальний показник, що відображає результат діяльності підприємства;
- максимізація вартості — мета стратегічного управління;
- вартість як критерій найбільше пов'язана з грошовим потоком підприємства;

<sup>3</sup> Підхід FEVA об'єднав фінансову та економічну моделі доданої вартості, підхід RAVE дає змогу застосовувати показник EVA до нефінансових аспектів діяльності підприємства.

<sup>4</sup> BSC — система управління стратегією підприємства. Зазначимо, що як показник EVA може інтегрувати в систему збалансованих показників BSC, але як система управління на підставі показника EVA може інтегрувати з системою BSC у певних межах.



## Фінанси інституційних секторів економіки



**Рис. 2. Алгоритм обґрунтування доцільності проведення санації за критерієм “вартість підприємства”**

— вартість у довгостроковій перспективі є найкращим критерієм прийнятих оптимальних рішень.

При застосуванні вартості підприємства як критерію доцільності санації потрібно використовувати ринкову вартість. Це обумовлено таким: по-перше, ринкова вартість урахує принцип найбільш ефективного використання, у результаті

## Фінанси інституційних секторів економіки

чого вартість об'єкта оцінки є максимальною (це важливо при обґрунтуванні варіантів санації); по-друге, обґрунтування доцільності санації повинно бути об'єктивним (інвестиційна вартість розраховується на підставі індивідуальних вимог до віддачі інвестицій, тому є суб'єктивною, суб'єктивність виявляється у величині норми дисконту, коефіцієнті капіталізації). При цьому можуть бути використані методи різних підходів залежно від варіантів санації (комплексу санаційних заходів програми фінансової стабілізації).

Обґрунтування доцільності санації проводиться за алгоритмом, наведеним на рис. 2, у декілька етапів: визначення неплатоспроможності; розробка програми фінансової стабілізації та визначення схеми фінансування санаційних заходів; оцінка вартості підприємства до санації та після її проведення (за різними варіантами санації); ухвалення рішення щодо санації.

*Визначення неплатоспроможності.* Неплатоспроможність підприємства визначається згідно з Методичними рекомендаціями<sup>5</sup>, та може бути визначена, на нашу думку, не лише коефіцієнтним методом, а й за показником “вартість чистих активів”<sup>6</sup>, що характеризує ступінь захищеності інтересів кредиторів підприємства й визначається згідно з Методичними рекомендаціями<sup>7</sup>.

Вартість чистих активів характеризує ефективність роботи підприємства (ефективне формування, розподіл і використання ресурсів). Неefективна робота підприємства може призвести до неплатоспроможності або банкрутства. На рис. 3 наведено алгоритм визначення санації або ліквідації підприємства на підставі співвідношення вартості чистих активів із розміром власного і статутного капіталу.

*Розробка програми фінансової стабілізації та визначення схеми фінансування санаційних заходів.* Реалізація санаційних заходів зв'язана з вибором джерел фінансування й обумовлюється: забезпеченням поточної ліквідності підприємства, рівнем забезпеченості власними оборотними коштами, забезпеченням ефективності (рентабельності) фінансування не нижче середньої розрахункової ставки банківського процента.

При обґрунтуванні вибору тієї чи іншої схеми фінансування заходів санації можна також урахувувати ряд додаткових умов, які забезпечать фінансову

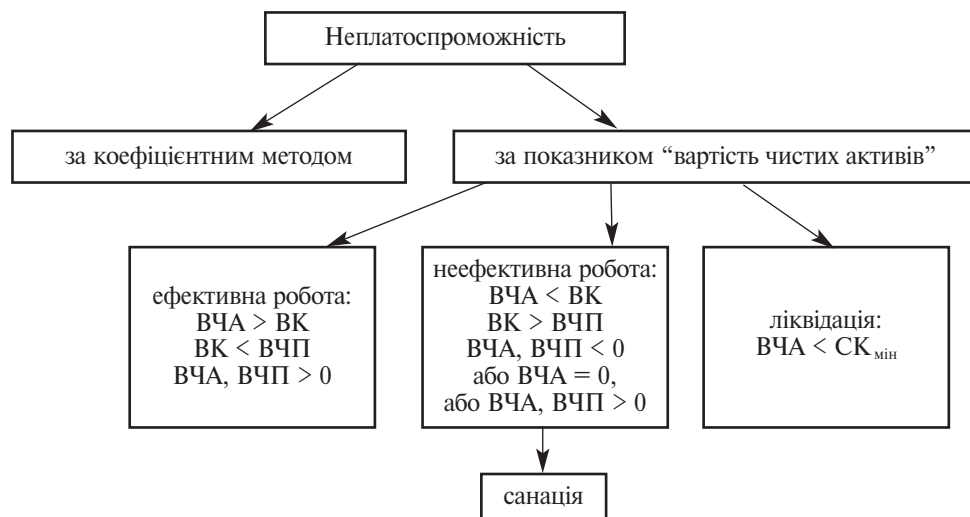
<sup>5</sup> Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства, затв. наказом Міністерства економіки України від 19.01.2006 № 14 (зі змінами й доповненнями). — [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/ME06025.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ME06025.html).

<sup>6</sup> Із значенням терміна “вартість чистих активів” пов'язані виникнення, зміна й зупинення відповідних прав та обов'язків акціонерного товариства. Згідно з Цивільним кодексом України після закінчення другого та кожного наступного фінансового року, якщо вартість чистих активів акціонерного товариства виявиться меншою, ніж статутний капітал, товариство зобов'язано оголосити про зменшення свого статутного капіталу та зареєструвати відповідні зміни у статуті в установленому порядку; якщо вартість чистих активів стає меншою від мінімального розміру статутного капіталу, встановленого чинним законодавством, то товариство підлягає ліквідації.

<sup>7</sup> Методичні рекомендації щодо визначення вартості чистих активів акціонерних товариств, затв. рішенням ДКЦПФР від 17.11.2004 № 485. — <http://ua.ua/documents/text/>



## Фінанси інституційних секторів економіки



Умовні позначення: ВЧА — вартість чистих активів; ВЧП — вартість чистих пасивів; ВК — власний капітал; СК — статутний капітал; СК<sub>мін</sub> — мінімальний розмір статутного капіталу згідно з чинним законодавством.

Рис. 3. Алгоритм визначення санації або ліквідації підприємства за показником “вартість чистих активів”

стабільність підприємства, зокрема: посилення автономності діяльності, зростання ефекту фінансового важеля, покращання співвідношення між коефіцієнтами чутливості мобілізації (імобілізації) коштів. За результатами обґрунтування схем фінансування санаційних заходів можна рекомендувати варіанти відновлення структури балансу й фінансових потоків, що відповідають вимогам ліквідності й рентабельності діяльності. Для цього під обрану схему фінансування вибирають окремі заходи чи комплекс заходів щодо фінансової стабілізації, які повинні бути представлені в категоріях вартості (табл. 2). При цьому причинами кризового стану підприємства можуть бути:

- неефективний менеджмент (заходи не потребують додаткових інвестицій). Санація за своїм змістом відповідає принципу найефективнішого використання наявних ресурсів підприємства;

- невідповідність ресурсної бази підприємства вимогам ринку, тобто потреба в інвестиціях. У цьому разі необхідно розглянути два варіанти: інвестиційні проекти не збільшують ресурси підприємства (грошові потоки генеруються самим підприємством, вартість підприємства збільшиться завдяки ефективному використанню наявних ресурсів); інвестиційні проекти істотно збільшать ресурси підприємства (грошові потоки генеруються новими інвестиційними проектами, з’являється додаткова вартість).



## Фінанси інституційних секторів економіки

Таблиця 2. Програма фінансової стабілізації у вартісних показниках

Об'єкт фінансового планування	
Стратегічна мета діяльності	Напрями досягнення мети
<p>Поліпшення таких показників:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— економічна додана вартість;</li> <li>— ціна акції;</li> <li>— середньозважена вартість капіталу;</li> <li>— виручка від реалізації;</li> <li>— чистий прибуток;</li> <li>— рентабельність продаж;</li> <li>— рентабельність власного капіталу</li> </ul>	<p><i>Фінанси</i></p> <p>Виручка від реалізації; рентабельність продаж; коефіцієнт комерційних витрат; коефіцієнт управлінських витрат; інвестиції; тривалість обороту товарних запасів; тривалість обороту дебіторської заборгованості; тривалість обороту кредиторської заборгованості; тривалість обороту власних обігових коштів; довгострокові кредити; короткострокові кредити.</p> <p><i>Відносини з покупцями</i></p> <p>Частка ринку; ранжирування покупців за ABC-схемою та частка покупців у кожній групі; індекс задоволення покупців; зміна рівня цін; темп розвитку ринку; кількість втрачених покупців.</p> <p><i>Організація бізнес-процесів</i></p> <p>Затримка отримання матеріалів; середня кількість днів дебіторської заборгованості; нещасні випадки на виробництві; зниження часу на технологічну операцію; тривалість прийняття рішення.</p> <p><i>Персонал, навчання й розвиток</i></p> <p>Плинність кадрів; середній стаж роботи на підприємстві; середній вік персоналу; кількість зареєстрованих патентів; інвестиції в освоєння нових ринків</p>
	<p><i>Фінансовий стан підприємства</i></p> <p>Виручка; рентабельність продаж; рентабельність активів; рентабельність власного капіталу; тривалість обороту активів; тривалість обороту оборотних активів; тривалість обороту дебіторської заборгованості; тривалість обороту кредиторської заборгованості; коефіцієнт співвідношення залучених і власних коштів; коефіцієнт поточної ліквідності</p>
	<p><i>Необхідні фінансові ресурси</i></p> <p>Чистий прибуток; амортизація; інвестиції; дивіденди</p>
	<p>Запланована зміна параметрів (збільшення/зменшення)</p>
	<p><i>Заходи</i></p> <p>Збільшення прибутку за рахунок ліквідації збиткових виробництв, їх перепрофілювання з розширенням виробництва й реалізації перспективної продукції, продажу майна; скорочення адміністративно-управлінських витрат; продаж машин та устаткування; що замортизовані; продаж об'єктів незавершеного будівництва; перегляд норм витрат матеріально-енергетичних ресурсів у діючих виробництвах; запровадження прогресивних ресурсозберігаючих технологій; продаж наднормативних запасів матеріалів, палива; запровадження прогресивної системи оперативного виробничого планування; установлення максимальних обсягів виробництва перспективних видів продукції та забезпечення їх замовлень; зняття з виробництва збиткової, неконкурентоспроможної продукції з вивільненням діючих потужностей на виробництво рентабельної продукції; встановлення обґрунтованих цін з урахуванням діючих потужностей попиту й норми рентабельності тощо</p>
	<p>Довгострокові зобов'язання</p> <p>Поточна заборгованість</p> <p>Необоротні активи</p> <p>Оборотні активи</p> <p>Дохід</p> <p>Собівартість</p> <p>Прибуток</p>



## Фінанси інституційних секторів економіки

Індикатором ефективності варіантів того чи іншого заходу (комплексу заходів, інвестиційних проектів), з орієнтацією на максимізацію вартості, є темп росту вартості підприємства, розрахований за формулою:

$$d = \frac{V}{V^{\Pi}} - 1,$$

де  $V$  — вартість підприємства після санації, що визначається методом дисконтування грошових потоків або методом чистих активів;

$V^{\Pi}$  — вартість підприємства до санації, що визначається або методом капіталізації, або за моделлю реальних опціонів.

Якщо  $d < 0$ , то рішення неефективне, вартість підприємства може зменшитися; якщо  $d = 0$ , то при управлінському рішенні вартість підприємства не збільшиться; якщо  $d > 0$ , то рішення приведе до отримання в майбутньому прибутку і, відповідно, збільшення вартості підприємства. При цьому вибирається проект (захід) або комплекс проектів (заходів) із найбільшим значенням  $d$ .

*Оцінка вартості підприємства для обґрунтування доцільності санації.* Аналіз праць із питань проведення оцінки вартості підприємства дає підстави:

— по-перше, зробити висновок про те, що всі методи оцінки, які трапляються в науковій літературі, отримали розвиток на підставі трьох основних видів оцінки: облікової (балансової) — використовуються історичні й поточні оцінки вартості на підставі розрахунку собівартості, залишкової вартості, відновленої вартості, поточної ринкової вартості, ліквідаційної вартості; фінансової (бюджетної) — орієнтовані на визначення майбутньої вартості; ринкової (маркетингової) — використовуються поняття поточної та майбутньої вартості. Ці види оцінки можуть бути використані при обґрунтуванні доцільності санації;

— по-друге, класифікувати методи оцінки залежно від суб'єкта оцінки (у тому числі арбітражного керуючого), мети оцінки (у тому числі обґрунтування доцільності санації) і причин, що її зумовили. Зазначимо також, що оцінка вартості підприємства з використанням порівняльного підходу не завжди можлива у зв'язку з відсутністю розвинутого фондового ринку; основні проблеми використання дохідного підходу — це прогнозування майбутніх грошових потоків, тобто достовірності прогнозів, та оцінка ефективності коефіцієнта капіталізації або ставки дисконтування; проблема використання майнового (витратного) підходу пов'язана з тим, що в більшості випадків вартість чистих активів не відповідає вартості підприємства, переоцінка основних засобів є спробою такого зближення, але трудомісткою;

— по-третє, зазначити, що вартість підприємства до санації ( $V^{\Pi}$ ) повинна бути визначена на підставі концепції оцінки підприємства як діючого (функціонуючого), тобто за поточною вартістю<sup>8</sup>. Поточна вартість діючого підприємства може бути оцінена за методом капіталізації доходів (табл. 1), але за умови, що підприємство має

<sup>8</sup> Поточна вартість підприємства не є ринковою, а є вартістю у використанні (споживчою вартістю) та визначається без урахування принципу найефективнішого використання. Отже, вартість буде тим більшою, чим ефективніше конкретний власник задіяв ресурси підприємства.

## Фінанси інституційних секторів економіки

прибуток. Якщо підприємство має збитки, то використання цього методу може показати відсутність вартості підприємства. Разом із тим практика свідчить, що власний капітал нерентабельного підприємства може мати вартість, яка зберігається завдяки опціонній природі акціонерного капіталу (власний капітал може бути розглянуто як опціон, виконання якого потребує ліквідації підприємства й виплати номінальної вартості заборгованості і процентних платежів за ним, які відповідають ціні виконання), на що також вказують деякі автори<sup>9</sup>. У такій ситуації пропонується використовувати модель оцінки реальних опціонів Блека — Шоулза (табл. 1). При цьому зауважимо, що використання формули для оцінки нерентабельного підприємства можливе, якщо припустити, що під ціною акції розуміють поточну вартість активу, а під вартістю використання — вартість заборгованості;

— по-четверте, відзначити, що вартість підприємства після проведення санації (*V*) має визначатися виходячи з того, проводилася санація в режимі економії (тобто без додаткових інвестиційних вкладень) чи на підставі знов початих інвестиційних проєктів, як правило, короткострокових (найчастіше заснованих на інноваціях), чи на підставі продовження розпочатих на підприємстві інвестиційних проєктів, чи у вигляді реорганізації<sup>10</sup>. Розглянемо деякі із зазначених випадків детальніше.

Санація проводиться в режимі економії, тобто без залучення значних інвестицій (причина кризового стану підприємства — неефективний менеджмент). Вартість підприємства визначається як діючого підприємства з використанням методу чистих активів<sup>11</sup> (використання саме цього методу пояснюється тим, що більшість українських підприємств є неpubлічними, тому судження про його вартість може бути зроблено на підставі показника вартості чистих активів, а не котирування акцій). Для оцінки вартості підприємства слід використовувати алгоритм, наведений у табл. 1.

Санація проводиться із залученням значних інвестицій. Вартість підприємства визначається методом дисконтування грошових потоків. Метод орієнтований на визначення вартості підприємства, дохід якого в майбутньому (тобто при найкращому використанні ресурсів) може істотно відрізнятись від поточного (при існуючому рівні використання), що є метою санації. Однак при цьому потрібно відокремити інвестиційні проєкти, які можуть збільшити ресурси підприємства (грошові потоки генеруються перспективними інвестиційними проєктами) від тих, які їх не збільшують (грошові потоки генеруються діючим підприємством). Вартість підприємства визначатиметься за формулами, наведеними в табл. 3.

<sup>9</sup> Див.: Козарь Ю. Применение теории опционов для оценки компании // Рынок ценных бумаг. — 2000. — № 13. — С. 64.

<sup>10</sup> При оцінці реорганізації необхідно використовувати концепцію зовнішніх ефектів, але це питання може бути окремим дослідженням і в цій статті не розглядається.

<sup>11</sup> Особливості застосування цього методу викладено в Національному стандарті № 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів”, затв. постановою Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 № 1655. — <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1655-2006-%EF>.

## Фінанси інституційних секторів економіки

Таблиця 3. Вартість підприємства після проведення санації

Період	Діюче підприємство (інвестиційні проекти не збільшують ресурси підприємства)	Нові інвестиційні проекти (ресурси підприємства збільшаться)	Разом
Період санації ( $t$ )	$V_0(t)$	$V_{\text{дод}}(t)$	$V_0(t) + V_{\text{дод}}(t)$
Період, що настає за санацією ( $t + 1$ )	$V_0(t + 1)$	$V_{\text{дод}}(t + 1)$	$V_0(t + 1) + V_{\text{дод}}(t + 1)$
Разом	$V_0(t) + V_0(t + 1)$	$V_{\text{дод}}(t) + V_{\text{дод}}(t + 1)$	$V$

План санації містить інвестиційні проекти, які не збільшують ресурси підприємства, але сприяють найкращому їх використанню. Вартість підприємства в цьому разі визначатиметься за формулою:

$$V_0 = V_0(t) + V_0(t + 1),$$

де  $V_0(t)$  — поточна вартість операційних грошових потоків протягом періоду, що прогнозується (періоду, протягом якого відбувається процедура санації),  $t$ ;

$V_0(t + 1)$  — поточна вартість операційних грошових потоків, яка прогнозується на період, що настає за прогнозованим, та може бути розрахована за різними моделями:

$$V_0(t) = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFt}{(1+r)^t}, \quad V_0(t+1) = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFt+1}{(WACC-g)^t},$$

де  $CFt$  — грошовий потік (сума прогнозованих надходжень від діяльності об'єкта оцінки) за період  $t$ ;

$r$  — ставка дисконту;

$WACC$  — середньозважена ціна капіталу;

$g$  — рівень зростання грошового потоку, що очікується;

$CFt + 1$  — грошовий потік у перший постпрогнозний період.

План санації містить інвестиційні проекти, які збільшать ресурси підприємства, при цьому грошові потоки генеруються цими інвестиційними проектами й виникає додаткова вартість. Вартість підприємства при реалізації ефективних інвестиційних проектів під час санації підприємства становитиме:

$$V = V_0 + V_{\text{дод}}, \quad V_{\text{дод}} = \sum_j NPV_j, \quad NPV_j = \sum_j \frac{CF_{\text{дод}j}}{(1+r)^t},$$

де  $V_{\text{дод}}$  — додаткова вартість підприємства, пов'язана з реалізацією нових проектів (які пропонуються планом санації);

$CF_{\text{дод}j}$  — грошовий потік за інвестиційним проектом  $j$  у періоді  $t$  (період проведення санації).

*Ухвалення рішення щодо санації.* Висновок щодо доцільності санації можна одержати, оцінивши зміну вартості підприємства й величину витрат на реалізацію тактичних і стратегічних санаційних заходів. При цьому величина витрат на реалізацію заходів санації не повинна перевищувати різницю між вартістю підприємства після санації та його вартістю до санації, тобто  $(V - V^{\text{П}}) > X$ .



## Фінанси інституційних секторів економіки

---

Підсумовуючи викладене, зазначимо, що запропонований підхід використання концепції VBM-управління при обґрунтуванні доцільності санації: по-перше, не скасовує численні підходи до оцінки доцільності прийняття управлінських рішень, але дає змогу, використовуючи вартість підприємства як критерій доцільності санації, уникнути суб'єктивного характеру оцінки таких рішень при виборі варіантів санації; по-друге, ґрунтується на цілісній єдності показників і передбачає вибір заходів програми фінансової стабілізації за вартісними показниками; по-третє, дає можливість не лише оцінити варіанти санації, а й ступінь виконання програми фінансової стабілізації, яка складена в категоріях вартості, виявити відхилення фактичних значень показників від планового рівня або резерви підвищення вартості підприємства й застосувати заходи оперативного реагування (показник “темп росту вартості підприємства” можна розглядати і як індикатор ефективності альтернативних варіантів санації, і як результат управління підприємством під час або після проведення санації. В цьому разі й чисельник, і знаменник показника розраховуються ідентично залежно від зробленого вибору — методом капіталізації або методом чистих активів).

