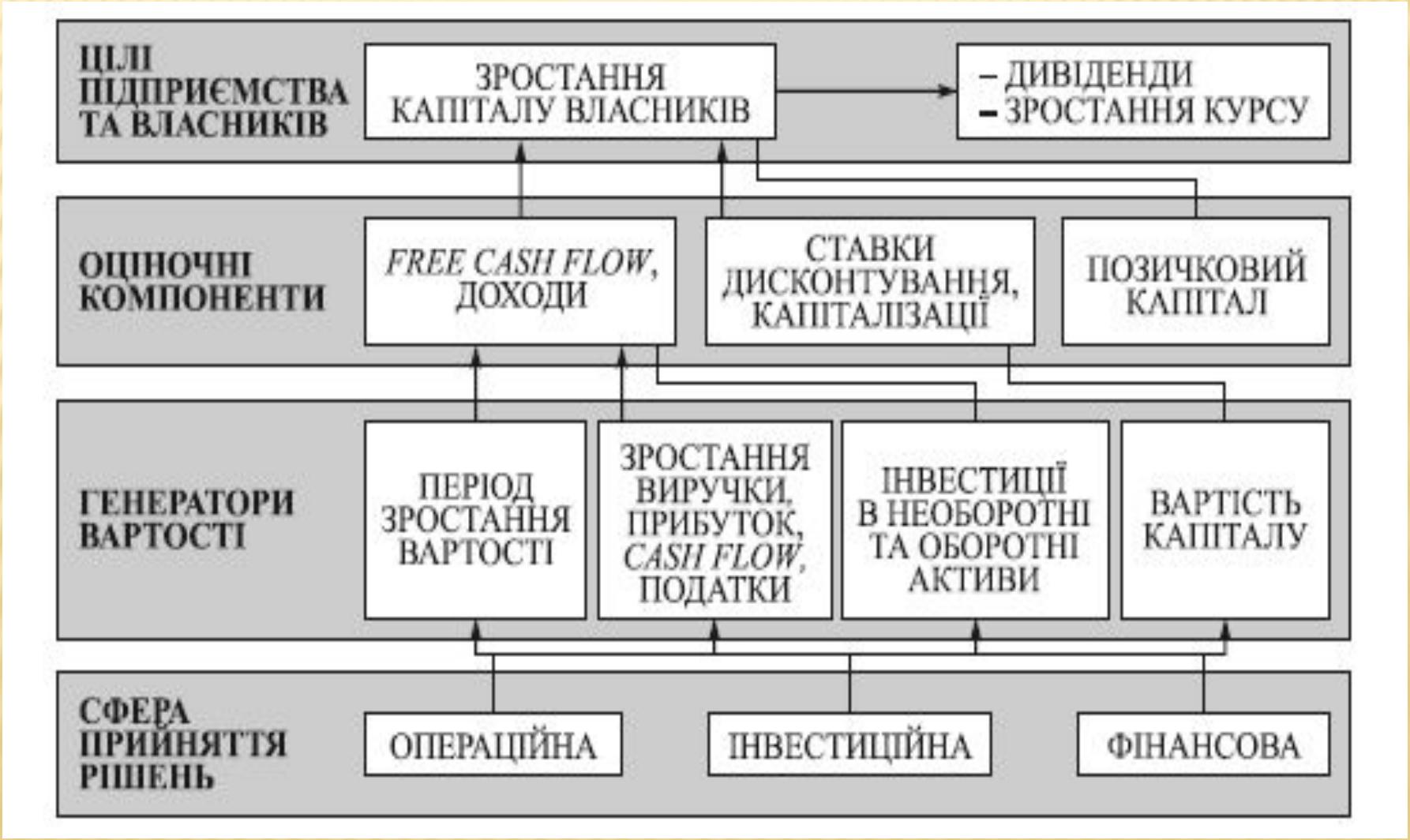
- СИСТЕМА ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

СТРУКТУРНО-ЛОГІЧНА СХЕМА ГЕНЕРУВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА



- *чим **більш негативними** для керівництва будуть наслідки зменшення вартості підприємства та доходів власників через неякісне управління, тим **меншою** буде ймовірність того, що менеджмент діятиме всупереч інтересам власників.*

ЧИННИКИ, ЩО МОЖУТЬ СТИМУЛЮВАТИ МЕНЕДЖМЕНТ СПРЯМОВУВАТИ СВОЮ ДІЯЛЬНІСТЬ В ІНТЕРЕСАХ ВЛАСНИКІВ:

- володіння менеджментом значною часткою участі у статутному капіталі;
- прив’язка винагороди менеджменту до показників, які характеризують рівень доходів власників (явні та приховані доходи);
- загроза поглинання підприємства іншими суб’єктами, що тягне за собою зміну менеджменту;
- гостра конкуренція на ринку робочої сили для менеджменту.

Shareholder і Stakeholder (шерхолдери і стейкхолдери).

До *шерхолдерів* *належать нинішні* та потенційні власники підприємства (інвестори).

До стейкхолдерів — суб'єктів, які мають той чи інший інтерес до підприємства та вступають з ним у фінансові відносини *належать:*

- — працівники підприємства, які прагнуть отримувати високу та стабільну заробітну плату;
- — клієнти, що хочуть отримувати високоякісні товари та послуги за прийнятними цінами;
- — постачальники та кредитори, які зацікавлені в тому, щоб підприємство дотримувалося платіжної дисципліни і своєчасно виконувало свої платіжні зобов'язання;
- — менеджмент, коло інтересів якого простягається від задоволення своїх матеріальних потреб до отримання певного суспільного становища;
- — власники корпоративних прав, тобто шехолдери, які, у свою чергу, поділяються на дві групи: великі та дрібні власники.

Таким чином, вартісно-орієнтоване управління (Value based Management)

означає підхід до прийняття фінансово-економічних рішень на підприємстві, що

ґрунтується на пріоритетності фінансових інтересів власників та необхідності

максимізації ринкової вартості власного капіталу (Shareholder Value) з урахуванням цілей стейкхолдерів як додаткової умови.

ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИЙ КОНТРОЛІНГ (VALUE BASED CONTROLLING) СЛІД РОЗГЛЯДАТИ

ЯК СИСТЕМУ ПІДТРИМКИ ПРИЙНЯТТЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИХ РІШЕНЬ НА ОСНОВІ КООРДИНАЦІЇ ВСЕРЕДИНІ ПІДСИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ І МІЖ ОКРЕМИМИ ПІДСИСТЕМАМИ УПРАВЛІННЯ.

Він доповнює окремі підсистеми управління специфічними вартісно-орієнтованими модулями, зокрема:

— система цілей доповнюється метою «приріст вартості компанії»;

— стратегічний контролінг доповнюється модулем «стратегічний аналіз вартості» (переведення стратегічних цілей у кількісні показники);

— оперативний контролінг доповнюється системою вартісно-орієнтованих оціночних показників, що передбачає певну модифікацію розрахунку фінансових результатів і руху грошових потоків;

— запровадження ефективної фінансової комунікації з інвесторами та фінансовими аналітиками на основі реалізації заходів з інвестор-рілейшнз з метою зменшення інформаційних ризиків капіталодавців;

— модифікація систем мотивації на основі прив'язки винагороди менеджменту всіх рівнів до вартісно-орієнтованих оціночних показників;

— система управлінської звітності доповнюється аналізом вартісно-орієнтованих показників

Оцінювання вартості підприємства як елемент VBM

- *Вартість об’єкта оцінювання — це еквівалент його цінності, виражений у ймовірній сумі*

  грошей.

Таблиця 6.1

ПРИЧИНИ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Причини, *пов'язані* зі зміною прав власності щодо оцінюваного підприємства	Причини, *не пов'язані* зі зміною прав власності щодо оцінюваного підприємства
— Купівля-продаж підприємства. — Збільшення статутного капіталу. — Реорганізація (злиття, приєднання, поділ, виділення). — Приватизація. — Вхід чи вихід з товариства одного або кількох учасників. — Уступка прав власності на корпоративні права підприємства. — Конфлікти, пов'язані з переданням корпоративних прав у спадщину. — Відчуження власності у примусовому порядку. — Реалізація предмета застави — корпоративних прав підприємства. — Банкрутство та ліквідація підприємства (оцінювання проводиться з метою визначення вартості ліквідаційної маси)	— Запровадження вартісного підходу в управлінні фінансами. — Залучення позичкового капіталу. — У рамках оцінювання кредитоспроможності підприємства чи власника його корпоративних прав. — Запровадження систем винагороди менеджменту за вартісним критерієм. — Визначення бази оподаткування. — У процесі санаційного аудиту для визначення санаційної спроможності підприємства. — У процесі інвестиційного аналізу. — Передання корпоративних прав підприємства в заставу

МЕТОДИ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ МАЙНА

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ	МЕТОДИ ОЦІНЮВАННЯ
Витратний (майновий) підхід	Метод прямого відтворення
	Метод заміщення
	Усереднений (швейцарський) метод
Дохідний підхід	Пряма капіталізація доходу
	Дисконтування грошового потоку (DCF)
	Дисконтування економічної доданої вартості (EVA)
Ринковий (порівняльний) підхід	Зіставлення мультиплікаторів
	Порівняння продажу (транзакцій)

ЗАПРОВАДЖЕННЯ СИСТЕМИ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ

Фаза 1. Уведення системи показників оцінки вартісних параметрів підприємства

– вибір моделі (EVA, CVA, DCF)
– розроблення чи адаптація до конкретного підприємства методики розрахунку вартісних показників;
– підбір об'єктів управління;
– ідентифікація факторів, що впливають на вартість підприємства

Фаза 2. Інтеграція системи вартісних показників у процес управління підприємством

– оновлення системи планування, зокрема планування цілей;
– запровадження системи стимулювання менеджменту всіх рівнів на базі вартісних орієнтирів;
– інтеграція вартісних показників оцінки діяльності в систему звітності топ-менеджменту;
– навчання менеджменту основам управління на базі VBM

Фаза 3. Інтеграція системи управління вартістю в організаційну структуру підприємства

– визначення децентралізованої ієрархічної схеми взаємодії факторів формування вартості;
– інтеграція вартісних показників оцінки діяльності в систему звітності лінійного менеджменту

МОДЕЛЬ DCF

Вартісні параметри підприємства визначаються згідно з цією моделлю двома основними величинами:

1) обсягом прогнозного чистого грошового потоку підприємства, який очікується в довгостроковому періоді;

2) заданим ринком рівнем ризику вкладення коштів у підприємство, який ураховується у ставці дисконтування, відповідно, у ставці вартості залучення підприємством капіталу.

Алгоритм розрахунку вартості підприємства (нетто) методом DCF можна подати в такому вигляді:

$$ВП_{DCF} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+p)^t} + \frac{ЗВП}{(1+p)^n} + НА - ПК,$$

де ВП*DCF — вартість підприємства на дату оцінювання, визначена за методомDCF;*

FCFt — сумарна величина операційного та інвестиційного Cash flow у періоді t;

ЗВП — залишкова вартість підприємства в періоді *n;*

НА — надлишкові активи;

p — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування (p = WACCs/100).

РОЗРАХУНОК ОПЕРАЦІЙНОГО CASH FLOW

Прямий метод
(+) Надходження від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), включаючи непрямі податки (+) Надходження від покупців і замовників авансів (+) Надходження від установ банків процентів за поточними рахунками (+) Надходження від повернення податків і зборів (обов'язкових платежів) (+) Надходження від отримання субсидій, дотацій, цільове фінансування (+) Надходження від боржників неустойки (штрафів, пені) (+) Інші надходження (реалізація оборотних активів, операційна оренда активів тощо) (–) Грошові виплати постачальникам за сировину, матеріали, послуги тощо (–) Витрачання коштів на оплату авансів (–) Витрачання на оплату повернення авансів (–) Грошові видатки на утримання персоналу (–) Витрачання на оплату зобов'язань з податків і зборів (–) Інші грошові видатки для покриття операційних витрат, які не належать до інвестиційної та фінансової діяльності = Cash flow (операційний)
Непрямий метод
(+) Чистий прибуток від операційної діяльності (+) Витрати, не пов'язані з грошовими виплатами (–) Доходи, не пов'язані з грошовими надходженнями (–) Приріст; (+) Зменшення оборотних активів (крім грошових коштів, їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій, інших статей неопераційних оборотних активів) (–) Зменшення; (+) Збільшення поточних зобов'язань, у тому числі проценти (крім короткострокових кредитів банків та інших статей, не пов'язаних з операційною діяльністю). = Cash flow (операційний)
(–) Інвестиції в необоротні активи (+) Дезінвестиції (+)Доходи (збитки) від інвестиційної діяльності = Free Cash flow (вільний грошовий потік перед фінансуванням)

ПОРЯДОК РОЗРАХУНКУ FREE CASH FLOW

Показник	Схема розрахунку
	Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування + Фінансові витрати (нараховані проценти)
EBIT	**= Прибуток (збиток) від звичайної діяльності перед оподаткуванням і сплатою процентів**
	(–) Податок на прибуток від звичайної діяльності
NOPAT	**= Прибуток перед сплатою процентів і після оподаткування**
	+ Амортизація необоротних активів + Збільшення (зменшення) забезпечень + Збиток (прибуток) від нереалізованих курсових різниць + Прибуток (збиток) від неопераційної діяльності
CF (Brutto)	**= Прибуток (збиток) від операційної діяльності після сплати податків і до зміни в чистих оборотних активах (Cash flow брутто)**
	(–) Збільшення; (+) Зменшення оборотних активів (–) Зменшення; (+) Збільшення поточних зобов'язань
CF (o)	**Чистий рух коштів від операційної діяльності (Cash flow операційний)**
+	+ Надходження від реалізації фінансових інвестицій та необоротних активів (–) Видатки на придбання фінансових інвестицій та необоротних активів + Доходи (збитки) від інвестиційної діяльності
CF (i)	**Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності**
= Free Cash flow (вільний грошовий потік до залучення фінансових ресурсів із зовні)	