



**Ефективність
управління та оцінка
вартості бізнесу у
міжнародній практиці**



- 3.1. Методи дослідження систем управління міжнародним бізнесом
- 3.2. Еволюція концепцій управління ефективністю компаній
- 3.3. Підходи до оцінки вартості бізнесу у міжнародній практиці
- 3.4. Методи оцінки вартості бізнесу у міжнародній практиці
- 3.5. Методи оцінки ефективності бізнесу



3.1. Методи дослідження систем управління міжнародним бізнесом





Методи дослідження являють собою способи, прийоми проведення досліджень. Їхнє грамотне застосування сприяє одержанню достовірних і повних результатів дослідження виниклих в організації проблем



Всю сукупність методів дослідження можна розбити на три великі групи



- методи, засновані на використанні знань і інтуїції фахівців;
- методи формалізованого подання систем управління (методи формального моделювання досліджуваних процесів);
- комплексні методи.



Методи дослідження систем управління

Методи основані на використанні знань та інтуїції

- Типу «мозкова атака»
- Типу «сценарії»
- Експертні оцінки
- Типу «Дельфі»
- Морфологічний підхід
- Ділові ігри

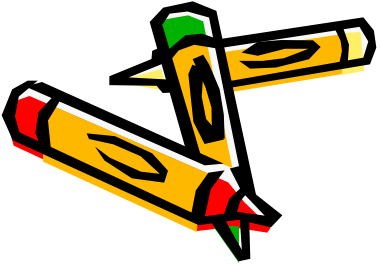
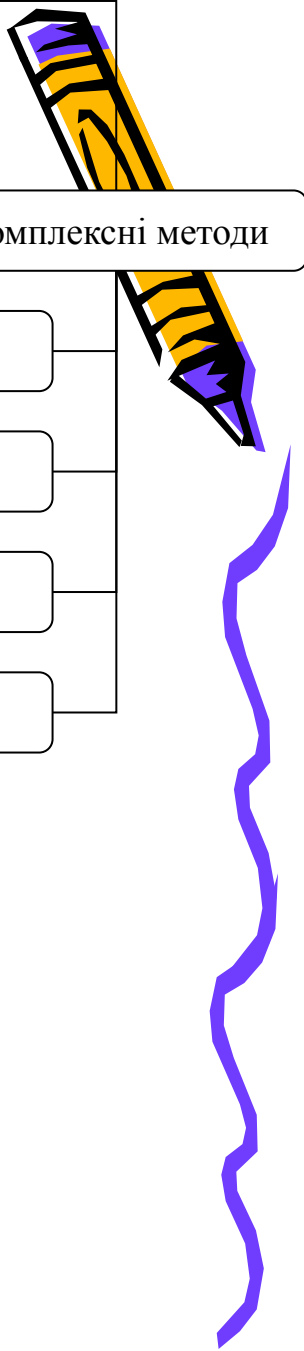
Методи формалізованого представлення систем

- Аналітичні
- Статистичні
- Теоретико-множинні
- Логічні
- Лінгвістичні
- Семіотичні
- Графічні
- Структурно-лінгвістичне моделювання
- Імітаційне динамічне моделювання

Методи дослідження інформаційних потоків

- Комбінаторика
- Ситуаційне моделювання
- Топологія
- Графо-сіміотичне моделювання

Комплексні методи



3.2. Еволюція концепцій управління ефективністю компаній



Value-Based Management (найбільш вдалий переклад даного терміна - управління, націлене на створення вартості) - концепція управління організацією, спрямована на якісне покращання стратегічних і оперативних рішень на всіх рівнях організації за рахунок концентрації зусиль всіх осіб, що приймають рішення, на ключових факторах вартості.

Із усієї безлічі альтернативних цільових функцій у рамках концепції VBM вибирається **максимізація вартості компанії.**

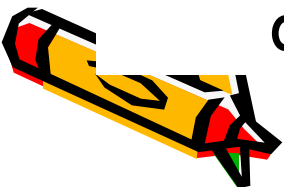




Для того, щоб управляти чим-небудь необхідно вміти це вимірювати. Це означає, що необхідні інструменти, які дозволяють оцінити віддачу від інвестованого в компанію капіталу.

Таким чином, можливо виділити основні фактори, що впливають на вартість компанії, які обов'язково повинні враховуватися в показнику, що відображає створення вартості

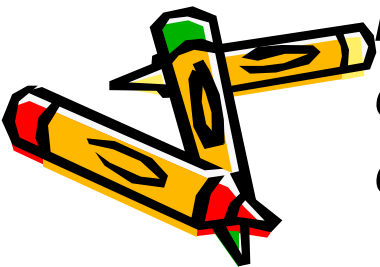
- витрати на власний і позиковий капітал
- і доходи, які генеруються існуючими активами (при цьому дохід може виражатися в різних формах: прибуток, грошовий потік і т.д.).



Як базові концепції висувалися:

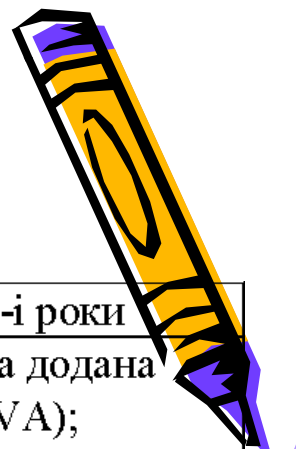


- концепція оптимального співвідношення часток власного й позикового капіталу,
- концепція збільшення частки підприємства на ринку,
- концепція максимізації прибутку й рівня дивідендних виплат і інші.

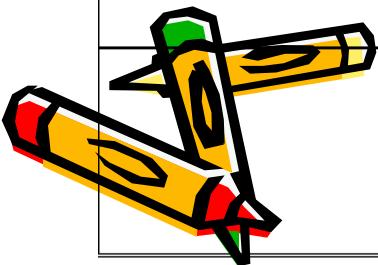


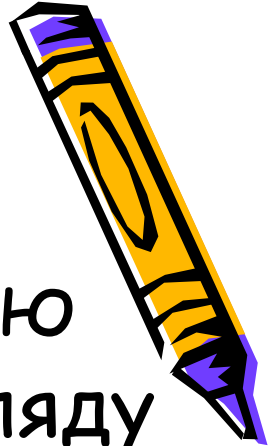
при цьому визначалися показники, що відображають ступінь ефективності діяльності компанії

Розвиток теорії визначення вартості й ефективності діяльності компанії



1920-і роки	1970-і роки	1980-і роки	1990-і роки
Модель Дюпона (Du Pont Model);	Чистий прибуток на одну акцію (EPS);	Коефіцієнт співвідношення ринкової й балансової вартості акцій (M/B);	Економічна додана вартість (EVA);
Рентабельність інвестицій (ROI)	Коефіцієнт співвідношення ціни акції до чистого прибутку (P/E)	Рентабельність акціонерного капіталу (ROE);	Прибуток до виплати відсотків, податків і дивідендів (EBITDA);
		Рентабельність чистих активів (RONA);	Ринкова додана вартість (MVA);
		Грошовий потік (Cash Flow)	Збалансована система показників (Balanced Scorecard -BSC);
			Показник сукупної акціонерної прибутковості (TSR);
			Грошовий потік віддачі на інвестований капітал (CFROI)



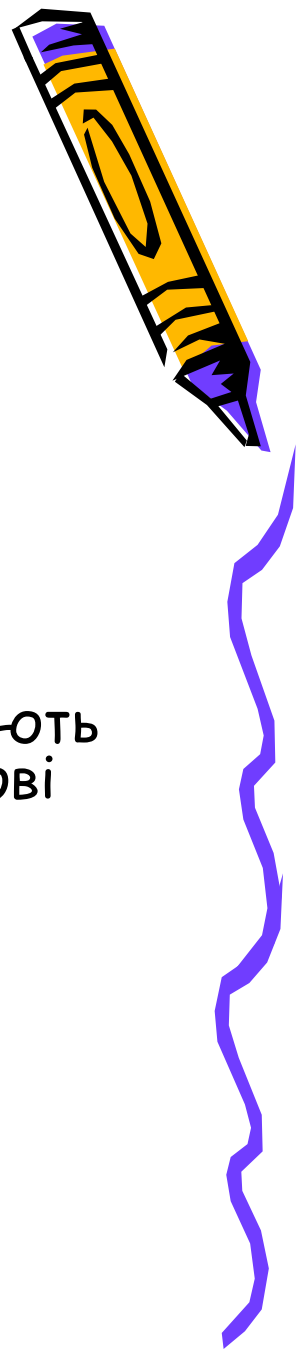


Суть концепції управління вартістю компанії полягає в тому, що, з погляду власників, управління повинне бути націлене на забезпечення росту ринкової вартості компанії і її акцій.

У цей час концепція вартості прийнята економічним співтовариством як базова теорія розвитку бізнесу.



Концепція вартості базується на наступних принципах:



- Найбільш прийнятний показник, що дозволяє адекватно оцінити діяльність компанії – це потік коштів, який генерується компанією.
-
- Нові капітальні вкладення компанії повинні здійснюватися тільки за умови, що вони створюють нову вартість. При цьому, створюють вартість нові інвестиції тільки тоді, коли рентабельність цих вкладень вище витрат на залучення капіталу.
- В умовах, що змінюються, навколишнього економічного середовища поєднання активів компанії (її інвестиційний портфель) так само повинне змінюватись з метою забезпечення максимального росту вартості компанії.



Метод оцінки й управління вартістю ROE (Return On Equity)

- Дозволяє визначити ефективність використання капіталу, інвестованого власниками підприємства.
- Розрахунок ROE ведеться за формулою:

$$ROE = \frac{Net}{E}$$

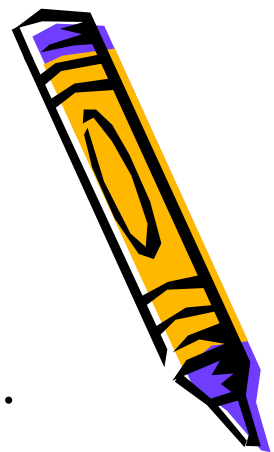
Net – чистий прибуток
E – величина вкладень акціонерів

$$ROE = \frac{Net}{E} \times \frac{S}{S} \times \frac{A}{A} = \frac{Net}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E}$$

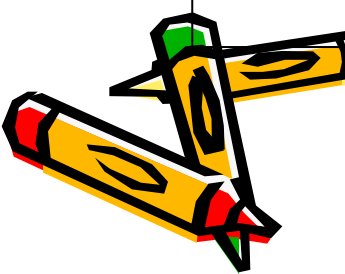
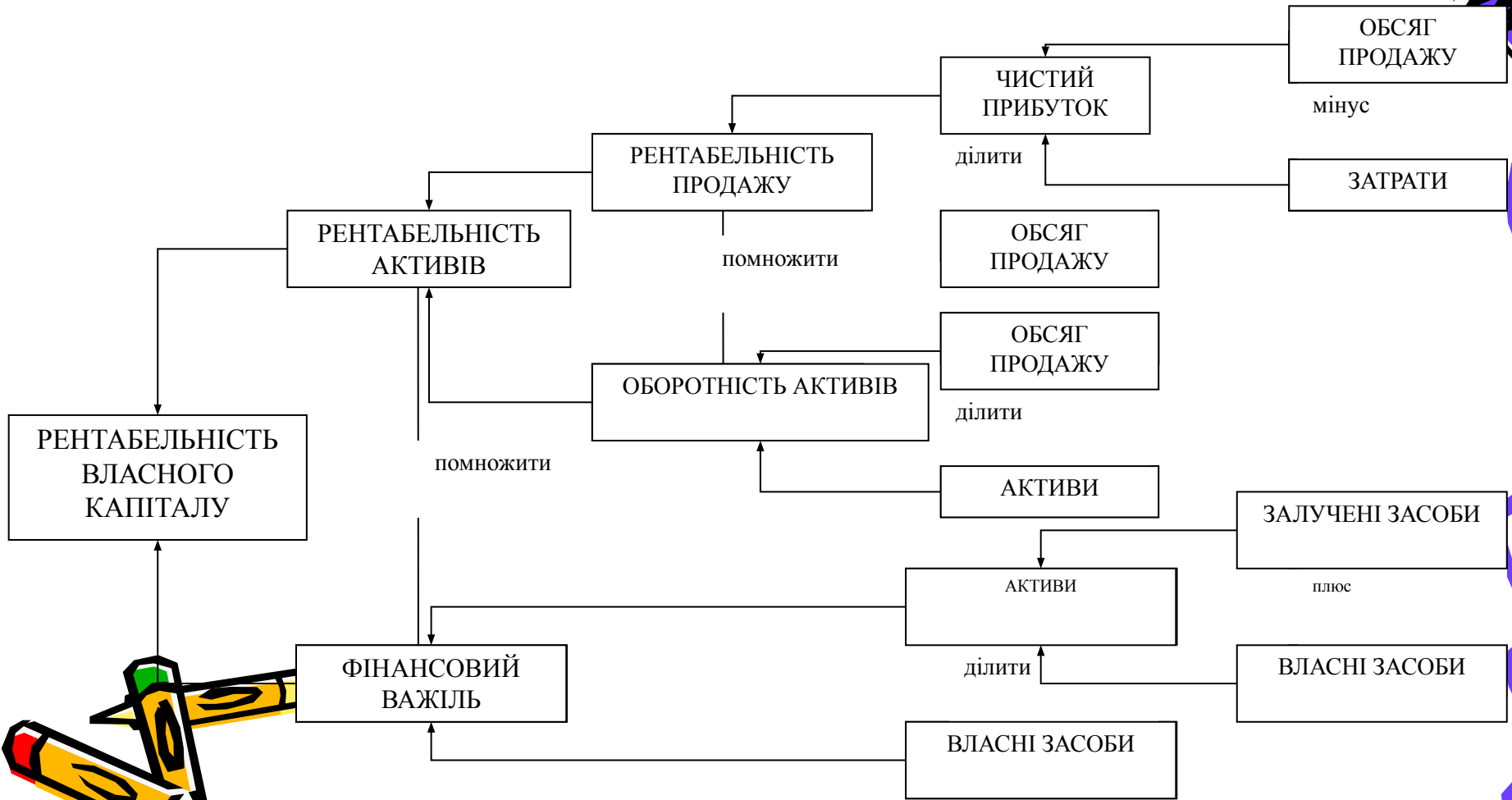
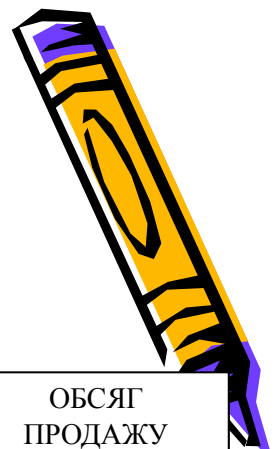
S – обсяги продажу
A – величина активів компанії

$$ROE = \frac{Net}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} = \frac{S - C}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} = \left(1 - \frac{C}{S}\right) \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E}$$

C – витрати компанії в розглянутому періоді



Фактори, які визначають ROE



Задача



- У 2010 році підприємство отримало чистий дохід у розмірі 1540 тис. грн., у 2011 році - на 12% більше. При цьому повні витрати у 2010 році становили 1090 тис. грн., а у 2011 році вони зменшились на 3%. Окрім діяльності з реалізації продукції компанія більше не мала жодних доходів і витрат. Податок на прибуток становить 25%. Усі активи компанії у 2010 році становили 650 тис. грн., а у 2011 році - 700 тис. грн. Частка власного капіталу у джерелах фінансування становила 35% у 2010 році і 40% у 2011 році.
- Визначити рентабельність власного капіталу, а також факторів, які вплинули на зміну цього показник.



Метод оцінки й управління вартістю ROIC (Return on Invested Capital)



- Характеризує прибутковість, отриману на капітал, притягнутий із зовнішніх джерел.
- Розрахунок ROIC ведеться за формулою:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Інвестований}_\text{ капітал}}$$

NOPLAT – чистий операційний прибуток за мінусом скоректованих на відсотки податків

$$NOPLAT = EBIT \times (1 - T)$$

EBIT – прибуток до відрахування відсотків і податків

T – ставка податку на прибуток EBIT

$$ROIC = \frac{EBIT}{\text{Інвестований}_\text{ капітал}} \times (1 - T)$$

$$\frac{EBIT}{\text{Інвестований}_\text{ капітал}} = \frac{EBIT}{\text{Обсяг}_\text{ продажу}} \times \frac{\text{Обсяг}_\text{ продажу}}{\text{Інвестований}_\text{ капітал}}$$



Задача



- Чистий дохід підприємства у 2010 році становив 2,5 млн. дол., у 2011 році - на 8% більше. При цьому повні витрати у 2010 році становили 1,7 млн. дол., а у 2011 році вони збільшились на 3%. Інші операційні доходи становили 1,2 млн. дол., а інші операційні витрати - 0,9 млн. дол. у 2010 році і 1,1 млн. дол. та 0,8 млн. дол. у 2011 році відповідно. У 2010 році підприємство сплатило податку на прибуток у розмірі 230 тис. дол., у 2011 році - 250 тис. дол. Відсотки сплачені у 2010 році - 100 тис. дол., у 2011 році - 90 тис. дол.
- При цьому у 2010 році було інвестовано 2650 тис. дол., а у 2011 році - 2900 тис. дол.
- Визначити рентабельність інвестованого капіталу, а також факторів, які вплинули на зміну цього показник.



Задача



- Підприємство реалізовувало продукцію на зовнішньому ринку. При цьому у 2010 році воно продавало продукцію за ціною 400 грн. за одиницю, а у 2011 році за ціною 480 грн. Курс обмінний за цей період становив 7,5 грн./ дол. у 2010 році і 8,05 грн./дол. у 2011 році. Собівартість одиниці продукції у 2010 році становила 200 грн., а у 2011 році вона зменшилась на 4%. Комерційні витрати становили 40 грн. у 2010 році і збільшились на 5% у 2011 році. Витрати на збут становили 70 грн. у 2010 році і зросли на 10% у 2011 році. Також підприємство понесло інші операційні витрати у розмірі 15 грн. на одиницю продукції у 2010 році та 10 грн. у 2011 році
- Визначити рентабельність експортної продукції та фактори, що визначили її зміни протягом досліджуваного періоду.



Метод оцінки й управління вартістю EVA (Economic Value Added)



- Основна ідея, що обґрунтовує доцільність використання EVA, полягає в тому, що інвестори (в особі яких можуть виступати власники компанії) компанії повинні одержати норму повернення за прийнятий ризик. Інакше кажучи, капітал компанії повинен заробити принаймні ту ж саму норму повернення як схожі інвестиційні ризики на ринках капіталу. Якщо цього не відбувається, то відсутній реальний прибуток, і акціонери не бачать вигід від інвестиційної діяльності компанії.
- Розрахунок EVA проводиться за формулою

$$EVA = NOPAT - WACC \times CE$$

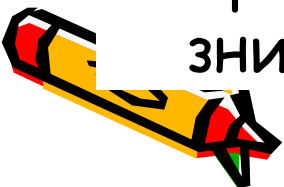
NOPAT – чистий операційний прибуток після виплати податків
WACC – середньозважена вартість капіталу
CE – інвестований капітал



Метод оцінки й управління вартістю CFROI (Cash Flow Return On Investment)



- CFROI є концепцією економічного прибутку, заснованою на корпоративній ефективності/оцінці (русі готівки).
- Розрахунок CFROI ведеться за формулою:
$$CFROI = \frac{[\text{Скоректовані грошові притоки (cash in) у поточних цінах}]}{[\text{Скоректовані грошові відтоки (cash out) у поточних цінах}]}$$
- Якщо показник CFROI перевищує необхідний інвесторами середній рівень, то компанія створює вартість і навпаки, якщо CFROI нижче необхідної прибутковості, то вартість компанії буде знижуватися.

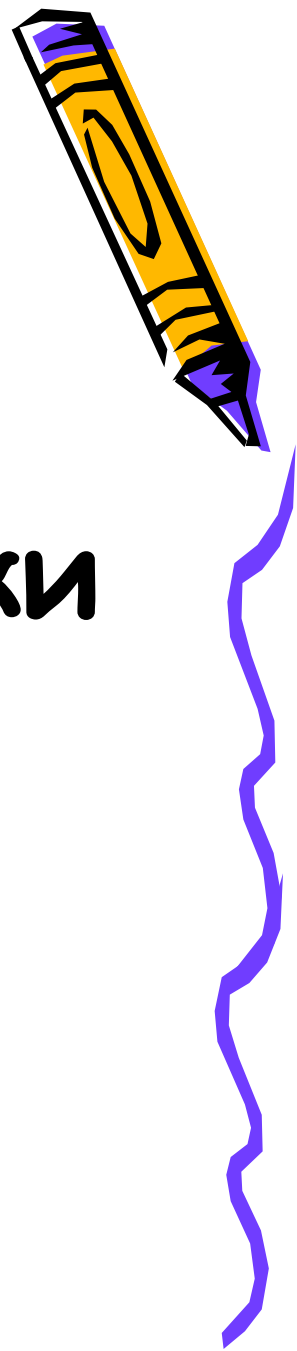


Для розрахунку показника CFROI необхідно виконати наступні дії:



- Виявити грошові притоки протягом економічного терміну служби активів. Даний термін розраховується як відношення сумарної вартості активів до амортизаційних відрахувань.
- Розрахувати величину сумарних активів, що і буде виступати як відтік коштів.
- Скорегувати як відтоки, так і притоки на коефіцієнти інфляції, тобто привести до поточних цін.
- Внести ряд виправлень у розрахункові величини (грошові потоки, сумарні активи) для нівелювання різних перекручувань. Так, наприклад, для розрахунку грошових припливів чистий дохід коректується на суми амортизації, відсотків по позиковому капіталу, виплат по договорах лізингу й т.д. Балансова вартість активів коректується на суми накопиченої амортизації, вартість майна, отриманого по договорах лізингу й т.д.
- Розрахувати CFROI як ставку, при якій сумарні грошові відтоки будуть рівні сумарним грошовим притокам.





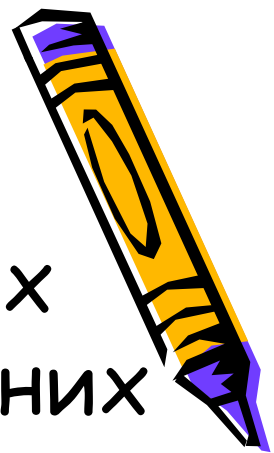
3.3. Підходи до оцінки вартості бізнесу



Оцінка вартості бізнесу - це акт чи процес формування заключення оцінювача та підрахунку вартості підприємства, цілісного майнового комплексу або пов'язаних з ним прав



Головна складність полягає у
необхідності проведення системних
розрахунків і узгодження таких основних
складових: ринкової вартості всіх
активів підприємства, ефективності
розподілу та використання виробничих
ресурсів, якості господарських процесів,
ринкової позиції та
конкурентоспроможності підприємства
тощо.



Підходи і методи визначення вартості бізнесу та їх характеристика



Підхід	Методи	Сутність та характеристика
Витратний підхід	Простий балансовий	Вартість підприємства визнається рівною різниці між активами та пасивами фірми
	Метод регулювання балансу	Вартість підприємства визначається підсумовуванням реальної вартості усіх компонентів цілісного майнового комплексу підприємства з вирахуванням сум його зобов'язань (боргів)
	Метод ліквідаційної вартості	Вартість підприємства дорівнює сумі коштів, яка може бути реально отримана при його ліквідації (продажу); або сумі ліквідаційних вартостей усіх видів майна підприємства. Визначається три види ліквідаційної вартості підприємства: упорядкована, примусова і кінцева
	Метод вартості заміщення	Вартість підприємства визначається підрахуванням вартості створення ідентичного цілісного майнового комплексу у поточних цінах, який має аналогічну корисність для власників, але сформований відповідно до сучасних стандартів та вимог
	Метод чистих активів	Вартість підприємства визначається вирахуванням зі скоригованої вартості активів підприємства скоригованої вартості його пасивів. Коригування полягає у ціновому приведенні чи нормалізації бух. звітності
	Метод порівняння активів	Вартість підприємства дорівнює різниці між ринковою вартістю всіх активів підприємства та ринковою вартістю усіх його пасивів (зобов'язань) у поелементному розрізі



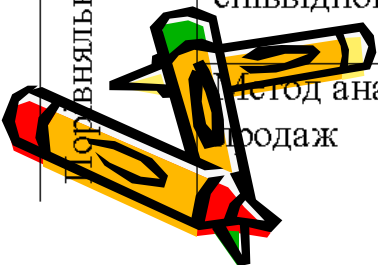
Підходи і методи визначення вартості бізнесу та їх характеристика (прод.)



Результатний (вартісний) підхід

Порівняльний підхід

Метод прямої капіталізації доходів	Вартість підприємства дорівнює теперішній вартості майбутніх грошових потоків від його використання, що можуть бути капіталізовані учасниками (власниками)
Метод дисконтування грошового потоку	Вартість підприємства дорівнює теперішній вартості грошових потоків, генерованих кожним його компонентом, з урахуванням відмінностей у рівнях дисконтів
Метод економічного прибутку	Вартість підприємства визначається множенням суми інвестованого капіталу на ставку економічної рентабельності, яка дорівнює різниці між рентабельністю інвестованого капіталу і середньозваженими витратами з його залучення та використання
Метод додаткових доходів	Вартість підприємства визначається урегулюванням балансу підприємства та оцінюванням можливостей отримання доходів від його використання
Метод мультиплікаторів	Вартість підприємства оцінюється на основі визначених коефіцієнтів, що відтворюють суттєві характеристики аналогічних об'єктів, представлених на ринку
Метод галузевих співвідношень	Вартість підприємства визначається на основі цінних показників та інших якісних (чи фінансових) співвідношень, характерних для даної сфери господарювання
Метод аналогових продаж	Вартість підприємства встановлюється на рівні ціни купівлі-продажу контрольних пакетів акцій компаній чи алогічних цілісних майнових комплексів



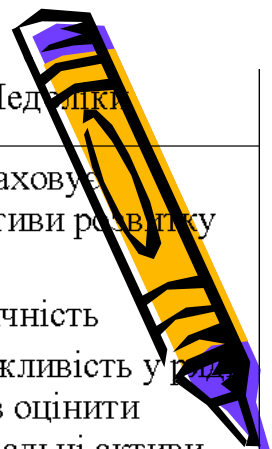
- Витратний підхід базується на припущенні, що вартість підприємства відповідає витратам, які поніс власник при його придбанні або створенні.
- **Дохідний метод** базується на припущенні, що ринкова вартість підприємства визначається сумою тих доходів і вигід, які будуть отримані в майбутньому.
- Порівняльний підхід ґрунтується на припущенні, що найбільша вартість підприємства визначається найменшою ціною, що може бути отримана за аналогічне підприємство.



Порівняльний аналіз підходів до оцінки бізнесу



Підхід	Умови застосування	Достоїнства	Недоліки
Витратний	<ul style="list-style-type: none"> • Перевага матеріальних активів у капіталі компанії • Неможливість застосування інших методів оцінки 	<ul style="list-style-type: none"> • Іноді - єдино можливий спосіб оцінки • Ґрунтується переважно на даних про ринкову вартість існуючих активів 	<ul style="list-style-type: none"> • Не враховує перспективи розвитку бізнесу • Статичність • Неможливість у випадках оцінити нематеріальні активи
Дохідний	<ul style="list-style-type: none"> • Грошові потоки - значні позитивні величини • Темпи росту передбачувані • Можна обґрунтовано оцінити майбутні грошові потоки 	<ul style="list-style-type: none"> • Враховує майбутні зміни цін, витрат, обсягів інвестицій • Враховує рівень ризику • Враховує інтереси інвестора • Враховує економічні аспекти 	<ul style="list-style-type: none"> • Трудомісткість • Залежність від точності прогнозування • Залежність від обраного горизонту планування • Умоглядність
Порівняльний	<ul style="list-style-type: none"> • Наявність достатнього числа порівнянних компаній для проведення порівняння • Наявність достовірної й доступної інформациї з порівнянних компаній 	<ul style="list-style-type: none"> • ґрунтується на реальних ринкових даних (котирування акцій) • Відображає існуючу практику 	<ul style="list-style-type: none"> • Вимогливість до обсягу і якості інформації • Необхідність внесення виправлень • Відсутність врахування можливих майбутніх змін у діяльності компанії





На майновий підхід спирається будь-який власник, що намагається підключити логіку до процесу оцінки вартості свого бізнесу. Крім того, цей методичний підхід до оцінки вартості підприємств є основним в умовах економічної трансформації. Він покладений в основу методики оцінки майна, що приватизується.

Основна формула розрахунку вартості бізнесу для витратного підходу:

Власний капітал = Активи - Зобов'язання



Складнощі у використанні майнового підходу



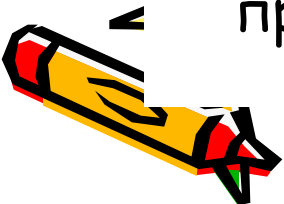
- Необхідно знати вартості як стандартних, так і нестандартних активів і зобов'язань.
 - до числа стандартних з повним правом можна зарахувати такі активи, як нерухомість, транспорт, товарно-матеріальні цінності, акції, облігації.
 - у свою чергу нестандартні активи і зобов'язання – це капітальні вкладення, оренда, лізинг, кредити.
- Присутність в балансі підприємства нестандартних активів і зобов'язань в значній мірі ускладнює застосування майнового підходу до управління вартістю.



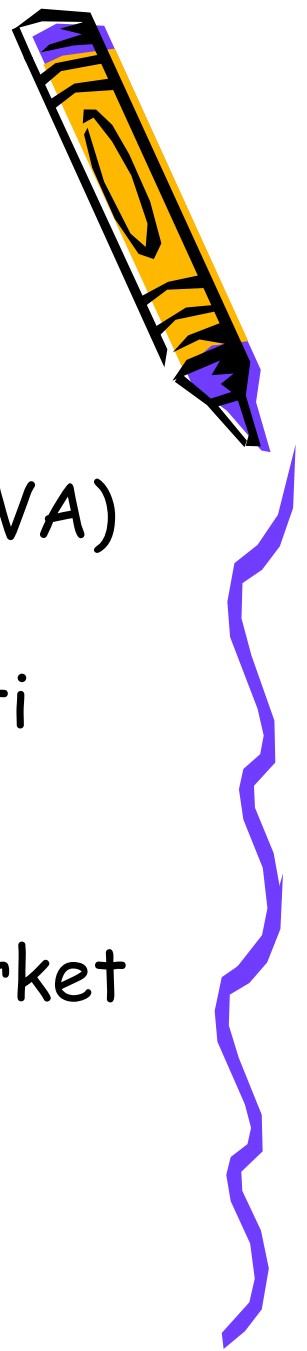


Особливості використання порівняльного підходу

- Цінність активів визначається тим, за скільки вони можуть бути продані за наявності детально сформованого фінансового ринку, стан розвитку якого в Україні сьогодні не відповідає цьому визначенню.
- Можливість використання методів даного підходу виникне в процесі подальшого розвитку ринкової економіки, з появою достатньої кількості біржових структур, укладанням великої кількості операцій з цінними паперами, і, як наслідок, виникненням реальних котирувань фондових інструментів.
- За умови використання порівняльного підходу головними факторами є механізм ціноутворення фондового ринку та співвідношення попиту і пропозиції на ринку бізнесу.



Найбільш поширені методи дохідного (вартісного) підходу



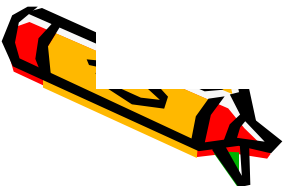
- метод доданої вартості акціонерного капіталу (shareholder's value added, SVA)
-
- методика економічної доданої вартості (economic value added, EVA)
- методу доданої ринкової вартості (market value added, MVA)






Всі ці методи засновані на тому, що вартість компанії сама по собі є важливою комплексною оцінкою її діяльності, яка адекватно відображає ефективність управління, фінансове благополуччя й майбутні очікування.


Вартість реагує на будь-яку зміну ситуації: зниження рентабельності, погіршення платоспроможності, збільшення інвестиційного й фінансового ризиків, втрату конкурентної переваги.





Використання на практиці методів вартісного підходу в Україні пов'язано з рядом обмежень та труднощів.

Це пояснюється такими характеристиками перехідної економіки:
неліквідний фондовий ринок,
нестійка національна валюта,
постійно змінна облікова ставка НБУ, що часто помилково приймається за безризикову,
інформаційна непрозорість емітентів,
зміни в бухгалтерській звітності тощо.

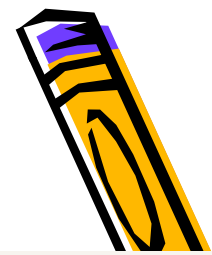




3.4. *Методи оцінки вартості бізнесу у міжнародній практиці*



Методи реалізації вартісного підходу до управління бізнесом



	<u>Market value added, MVA</u> - метод доданої ринкової вартості	<u>Shareholder's value added, SVA</u> - метод доданої вартості акціонерного капіталу.	<u>Economic value added, EVA</u> - методика економічної доданої вартості
Об'єкт управління	<u>stock price</u> – вартість акцій	<u>Stockholder wealth</u> – добробут акціонерів <u>Shareholder's value</u> – вартість акціонерного капіталу підприємства	<u>Economic value</u> – економічна вартість (економічний прибуток) Вартість, що генерується інвестиціями
Використовувана стратегія	<u>Stock price maximization</u> - максимізація ринкового курсу акцій підприємства	<u>Shareholder's value maximization</u> – максимізація вартості акціонерного капіталу підприємства	<u>Economic value maximization</u> – максимізація вартості економічного прибутку
Інформаційна база оцінки	На основі даних фондового ринку	На основі прогнозу й оцінки грошових потоків	На основі оцінки й прогнозу економічного прибутку
Критерій ефективності стратегії	$P \rightarrow \max$ $PN \rightarrow \max$, де P – ціна акції на фондовому ринку; N – кількість акцій	<u>Акціонеран вартість</u> = <u>Вартість підприємства</u> - <u>вартість боргу</u> . $\begin{cases} V(t) \rightarrow \max \\ VD(t) \rightarrow \min \end{cases}$ $V(t)$ – вартість підприємства $VD(t)$ - вартість боргу	$EVA(t) \rightarrow \max$ $EVA_t = (ROIC_t - WACC_t) * CI_t$, де EVA_t – економічний прибуток t-го року $ROIC_t$ – рентабельність інвестованого капіталу $WACC_t$ – середньозважені витрати на капітал CI_t – інвестований капітал
Вид вартості бізнесу	Управління вартістю бізнесу на фондовому ринку (капіталізацією)	Управління фундаментальною вартістю бізнесу	



Інструменти, розрахункові моделі й сфери застосування методів оцінки вартості бізнесу



Метод реалізації оцінки вартості / Інструменти й розрахункові моделі 1	Сфера застосування / особливості 2
I. Market value added, MVA - метод доданої ринкової вартості	
<ol style="list-style-type: none">1. Фундаментальний аналіз (аналіз економічних, політичних факторів; поголоси й очікування; форс-мажор)2. Технічний аналіз (Теорія Доу, трендовий аналіз, система "трьох екранів" Ал. Елдера, осцилятори й ін.)3. Хвильовий аналіз (Закон хвиль Еліота)4. Теорія ф'ючерсів5. Теорія фінансових опціонів	<ul style="list-style-type: none">• Застосовується в основному в країнах з розвиненим фондовим ринком• Інструменти даного методу використовуються для аналізу, прогнозування, оцінки й керування курсовою вартістю акцій підприємств



II. Shareholder`s value added, SVA – метод доданої вартості акціонерного капіталу

1. Модель вільного грошового потоку

$$SV = BV - B;$$

$$BV = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{FCFE_t}{(1+WACC)^t} + CV, \quad t = 1..T,$$

SV – вартість акціонерного капіталу;

BV – вартість бізнесу;

$FCFE$ – вільний грошовий потік підприємства (безборговий грошовий потік);

$WACC$ – середньозважені витрати на капітал;

g – очікувані темпи росту вільного грошового потоку в безстроковій перспективі;

CV - наведена залишкова вартість;

T – період прогнозу, років.

$$FCFE = CF - I,$$

CF – валовий грошовий потік (чистий прибуток+амортизація);

I – валові інвестиції (чисті інвестиції + амортизація)



$$WACC = k_b(1 - T_c) \frac{B}{V} + k_p \frac{P}{V} + k_s \frac{S}{V},$$

k_b – очікувана ринкова прибутковість невідкличних, неконвертованих боргових зобов'язань до оподаткування;

T_c – гранична ставка податку на об'єкт оцінки;

B – ринкова вартість процентних боргових зобов'язань;

V – ринкова вартість об'єкта оцінки ($V=B+P+S$);

P – ринкова вартість привілейованих акцій;

S – ринкова вартість звичайних акцій;

k_p – витрати на залучення капіталу за рахунок невідкличних, неконвертованих привілейованих акцій після оподаткування;

k_s – витрати на акціонерний капітал

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f],$$

r_f – безризикова ставка доходу;

$E(r_m)$ – очікувана прибутковість ринкового портфеля;

$E(r_m)$ – ринкова премія за ризик;

r_f – систематичний ризик акцій

Моделі оцінки наведеної залишкової вартості

$$A. \quad CV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^T},$$

FCF_{T+1} – вільний грошовий потік у першому році після завершення прогнозного періоду;

g – очікувані темпи росту вільного грошового потоку в безстроковій перспективі

$$B. \quad CV = \frac{NOPLAT_{T+1}(1 - g/ROIC)}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^T},$$

$NOPLAT_{T+1}$ – прибуток від основної діяльності за винятком скоректованих податків у перший рік після завершення прогнозного періоду;

$ROIC$ – очікувана рентабельність інвестованого капіталу;

g – очікувані темпи росту $NOPLAT$ - у безстроковій перспективі



2. Формула Мільєра-Модільяні (1961г.)

$$BV = \frac{NOPLAT}{WACC} + K(NOPLAT)N \times \left[\frac{ROIC - WACC}{WACC(1 + WACC)} \right],$$

K – норма інвестування, тобто частка $NOPLAT$, інвестована в нові проекти заради росту;

N – очікуване число років, протягом яких компанія буде продовжувати вкладати капітал у нові проекти й одержувати прогнозовану $ROIC$ (періодом конкурентної переваги);

$NOPLAT$ – прибуток від основної діяльності за винятком скоректованих податків у перший рік прогнозного періоду



III. Economic value added, EVA – методика економічної доданої вартості

1. Модель економічного прибутку

$$BV = I + \sum_{t=1}^{t=T} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \left(\frac{EVA_{T+1}}{WACC} + \left[\frac{NOPLAT_{T+1}(g/ROIC)(ROIC-WACC)}{WACC(WACC-g)} \right] \right) \times \frac{1}{(1+WACC)^T}$$

I – інвестований капітал;

EVA_t – економічний прибуток в k -ом році;

EVA_{T+1} – економічний прибуток у перший рік по завершенні прогнозного періоду;

$EVA_t = I \times (ROIC_t - WACC_t) = NOPLAT_t - I \times WACC$

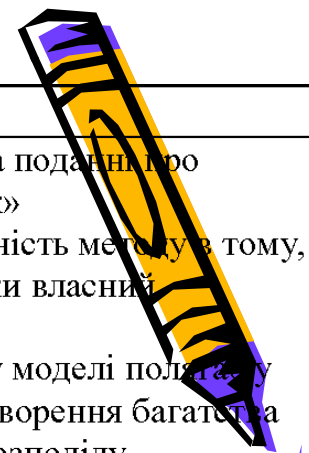
2. Модель, заснована на взаємозв'язку EVA й NPV інвестиційних / інноваційних проектів

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EBIT_t(1-tax)}{(1+k_c)^t} - \sum_{t=1}^{t=n} \frac{k_c(I)}{(1+k_c)^t} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{(ROIC_t - k_c)(I)}{(1+k_c)^t} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1+k_c)^t},$$

Обмеження застосування даної моделі:

- ліквідаційна вартість по проекту мінімальна або дорівнює нулю;
- поточна вартість амортизації дорівнює поточній вартості первісних інвестицій.





IV. Edwards-Bell-Ohlson valuation model, EBO – модель Ольсона

$$BV = B + \sum_{i=1}^T \frac{(ROE_{t+i} - r_e) * B_{t+i-1}}{(1 + r_e)^i} + \frac{(ROE_{t+T+1} - r_e) * B_{t+T}}{r_e * (1 + r_e)^T}$$

B – балансова вартість (вартість чистих активів) компанії;

B_{t+i-1} – балансова вартість компанії до початку періоду $t+i$;

B_{t+T} – балансова вартість компанії наприкінці прогнозного періоду;

ROE_{t+i} – рентабельність акціонерного капіталу;

ROE_{t+T+1} – рентабельність власного капіталу компанії на період, що наступає за прогнозним;

r_e – ціна акціонерного капіталу;

- Модель основана на поданні про «залишковий прибуток»
- Принципова відмінність методу в тому, що EBO охоплює тільки власний (акціонерний) капітал
- Основна перевага: у моделі політика висвітленні процесу створення багатства акціонерів, а не його розподілу
- При прогнозуванні враховується тільки «залишковий прибуток»
- Метод застосовується у всіх країнах на підприємствах будь-якої форми власності





В моделі економічного прибутку вартість компанії дорівнює величині інвестованого капіталу плюс надбавка або скидка, що дорівнює приведеній вартості прогнозованого економічного прибутку

Вартість підприємства = інвестований капітал + Приведена вартість прогнозованого економічного прибутку

Якщо в кожен рік компанія заробляє рівно стільки, скільки вистарчає, щоб покрити її середньозважені витрати на капітал, то дисконтована (приведена) вартість її вільного грошового потоку повинна точно співпадати з величиною інвестованого капіталу.

Тобто компанія коштує рівно стільки, скільки в неї вкладено спочатку.

Компанія вартує більше чи менше вкладеного в неї капіталу лише в тій мірі, в якій вона заробляє більше чи менше своїх середньозважених витрат на капітал. Відповідно, надбавка або скидка до інвестованого капіталу повинна бути рівною приведеній вартості майбутнього економічного прибутку підприємства.



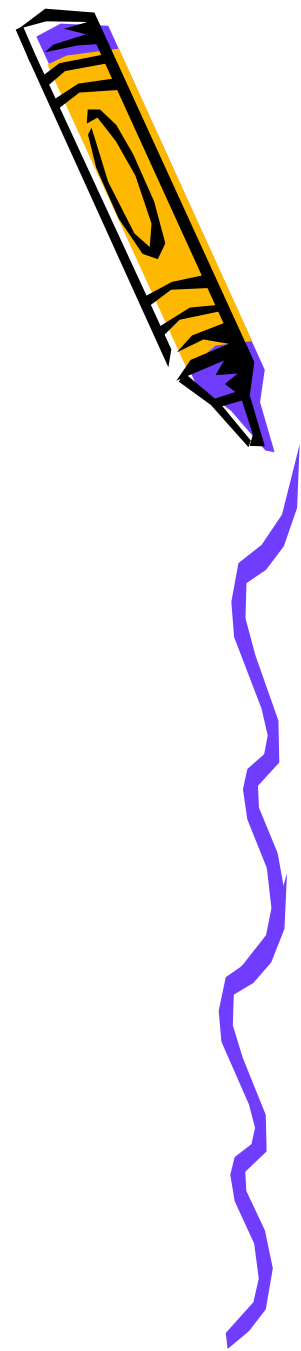
Метод дисконтування грошових потоків (Discounted Cash-flow = DCF)



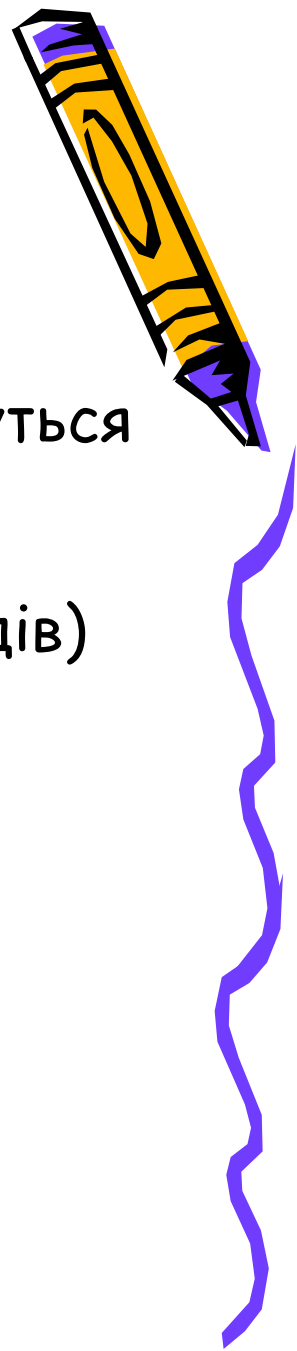
- побудований на концепції теперішньої вартості майбутнього Cash-flow оцінюваного підприємства в розрізі окремих періодів.
- за своїм економічним змістом схожий з методикою дисконтування Cash-flow у рамках оцінки доцільності інвестицій.
- вартість об'єкта оцінки прирівнюється до сумарної теперішньої вартості майбутніх чистих грошових потоків (Cash-flow) або дивідендів, які можна отримати в результаті володіння підприємством, зменшеної на величину зобов'язань підприємства та збільшеної на вартість надлишкових активів.



Надлишкові активи - це активи підприємства, що в даний час не використовуються ним для отримання фінансового результату та застосування яких на даному підприємстві у зазначений спосіб і належним чином є фізично неможливим або економічно неефективним. Такого роду активи оцінюються, виходячи з найкращого альтернативного варіанта їх використання.



Для здійснення розрахунків цим методом слід визначитися з базовими величинами:



- 1. Часовий горизонт, на який поширюватимуться розрахунки (прогнозний період).
- 2. Обсяг очікуваного Cash-flow (або дивідендів) у розрізі окремих прогнозних періодів.
- 3. Ставка дисконтування, яку слід використовувати для приведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості



Вартість компанії можна визначити, використовуючи формулу:

$$\frac{CF_1}{(1+d)^1} + \frac{CF_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+d)^n} + R + \text{надлишкова_вартість_активів}$$

CF1 – грошовий потік першого року (ціна x кількість продукції (послуг))

CF2 - грошовий потік другого року

d – ставка дисконту

n – період прогнозу грошових потоків

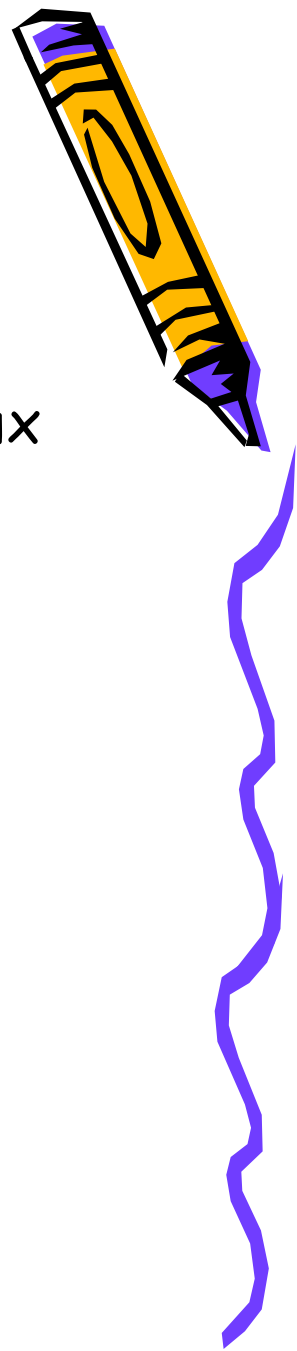
R – реверсія (вартість) у післяпрогнозний період

Реверсію для підприємства ми можемо розрахувати за такою формулою

$$R = \frac{\text{Грошовий потік у перший рік постпрогнозного періоду}}{(\text{Ставка дисконту} - \text{Очікувані середньорічні темпи росту доходів в постпрогнозний період})}$$



У застосуванні даного методу слід дотримуватись наступної послідовності:



- Розрахунок ставки дисконту із врахуванням різних ризиків та часового горизонту
- Визначення чистого грошового потоку протягом прогностного періоду
- Визначення реверсії (вартості підприємства у постпрогностний період)
- Визначення обсяги не використовуваних активів





- Ставка дисконту характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на момент оцінки.
- Вона враховує премію за ризик інвестування коштів в оцінюване підприємство: чим більшим є ризик, тим ставка дисконтування буде вищою.
 - Ставку дисконтування для цілей оцінки вартості підприємства рекомендується розраховувати на основі використання моделі середньозваженої вартості капіталу (WACC).



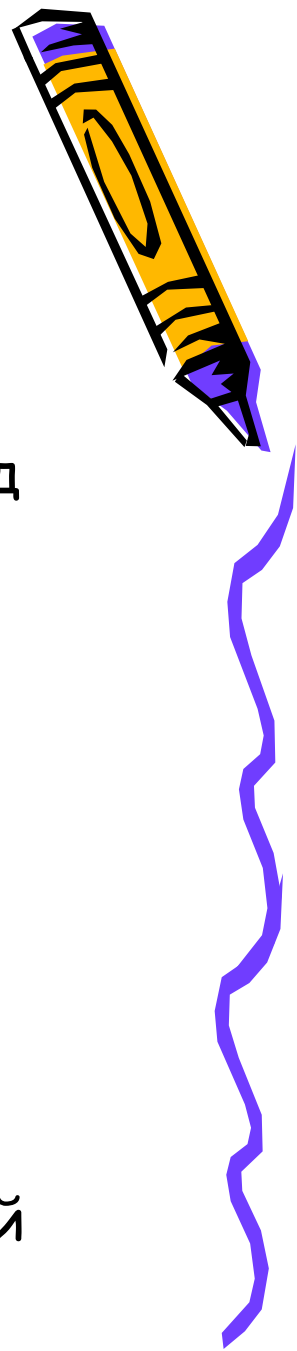
Рядом методик пропонується також
розрахунок ставки дисконту як суми двох її
ОСНОВНИХ КОМПОНЕНТІВ:

- процентної ставки з мінімальним ризиком (чи безризикової): рекомендується розраховувати, виходячи з середньої по ринку дохідності за депозитними вкладеннями; можуть братися ставки за гривневими депозитами, скориговані на середньорічні темпи інфляції, які закладаються в них, або ставки за валютними депозитами;
- кумулятивної надбавки за ризик, яка включає різні надбавки за ризик вкладень у конкретне підприємство, зокрема можуть передбачатися надбавки за: неточність прогнозування очікуваних грошових потоків (1-3 %); ризик структури капіталу (0-2 %); високий рівень поточної заборгованості (0-2 %); ризик помилкових рішень менеджменту, ризик погіршення ситуації підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції (2-4%); інфляційні ризики (залежно від прогнозних темпів інфляції).



3.4. Методи оцінки ефективності бізнесу





Основними цілями результативної оцінки бізнесу є:

- Зібрати разом стратегічні цілі, що виходять від вищого керівництва, і ініціативи, що виходять від співробітників нижчих рівнів.
- Вчасно виявити можливості й проблеми.
- Встановити пріоритети й розподілити ресурси відповідно до цих пріоритетів.
- Змінити оцінку відповідно до змін в основних процесах і стратегіях.
- Розподіляти зобов'язання, зіставляти фактичну діяльність із зобов'язаннями, визнавати й заохочувати виконані завдання.
- Удосконалювати процеси й процедури, якщо це виправдано.
- Збільшити надійність і своєчасність планування й прогнозування.

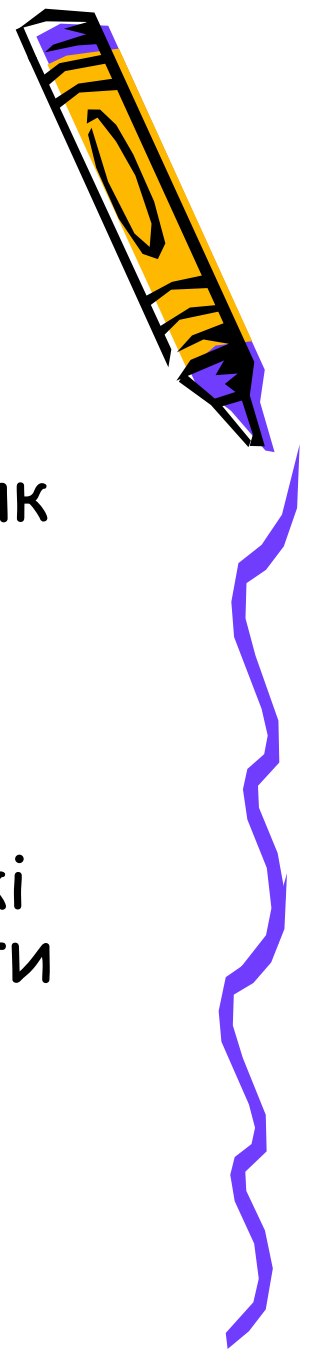


Для досягнення зазначених цілей,
останнім часом все частіше
використовують два основних підходи,
які пов'язують фінансові й нефінансові
фактори, що мають першорядне
(стратегічне) значення для
підприємства.

Це підходи, що носять назву
«система збалансованих показників» і
«призма ефективності».



Система збалансованих показників (СЗП, Balanced Scorecard - BSC)

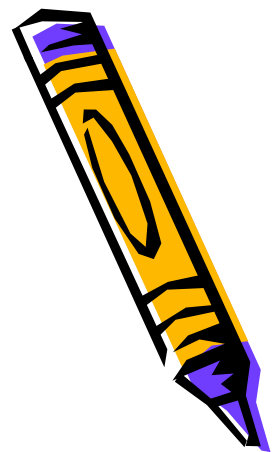


- Уперше описана в 1992 р. Капланом і Нортонем. Методика СЗП виступає і як система оцінки і як система стратегічного керування.
- Як система оцінки СЗП покликана перебороти обмеження тих систем, які орієнтовані тільки на фінансові аспекти діяльності.

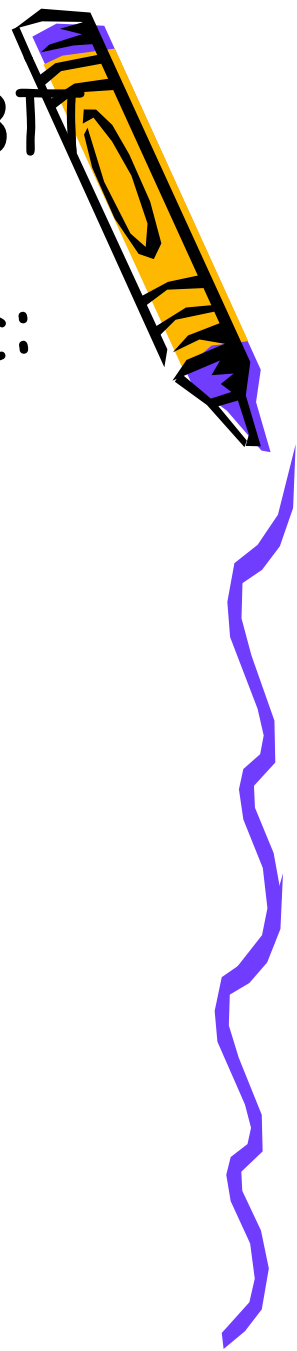


Нефінансові цілі поділяються на три напрями:

- Споживач (визначають, у якому вигляді компанія повинна стати перед своїми клієнтами, щоб успішно реалізувати свою концепцію).
- Внутрішні бізнес-процеси (визначають процеси, у яких компанія повинна показати свою перевагу, щоб задовольнити своїх акціонерів і клієнтів).
- Навчання й ріст (показують, яким чином компанія може поліпшити свою здатність змінюватись й удосконалюватися, для того щоб реалізувати свою концепцію).



Термін «збалансовані» виник у СЗТ
тому, що набір оцінок повинен
об'єднати в собі показники, які є:



- фінансовими й нефінансовими;
- випереджальними й запізнілими;
- внутрішніми й зовнішніми;
- кількісними і якісними;
- короткостроковими й довгостроковими



Алгоритм розробки СЗП складається з п'яти основних кроків

1. Визначення стратегічних цілей (у цілому від 15 до 25).
2. Встановлення оцінок для кожної стратегічної мети (перехід від якісного до кількісного).
3. Визначення планових значень оцінок.
4. Складання списку стратегічних ініціатив, покликаних досягти кожної із цілей (відповідальність).
5. Об'єднання різних стратегічних цілей за допомогою причинно-наслідкової діаграми, що називається картою стратегії (у цілому, являють собою гіпотетичну модель сегмента бізнесу).



До числа основних недоліків СЗП варто віднести наступні

- Не враховує всіх зацікавлених осіб, з якими компанії доводиться зіштовхуватися в діловому середовищі (немає інвесторів, посередників, стратегічних партнерів, постачальників, чиновників регулювальних органів, співтовариств, преси, профспілок і т.д.).
- Закладено однобічний підхід до розглянутих зацікавлених сторін (акціонерів, клієнтів, працівників) - задається тільки питання, «що зацікавлена сторона хоче від компанії?», але не вивчається що компанія хоче від зацікавленої сторони.
- Фіксований набір «напрямів», що впливають на підсумкову ефективність.
- Неоднозначність показників, що ускладнює підсумкове використання розробленої системи.
- Складність вибору з набору показників (відбір показників для включення в систему й розміщення пріоритетів серед відібраних показників)



Етапи СЗП і застосовувані інструменти



	Назва етапу	Що треба робити	Застосовувані інструменти
1	Стратегічне планування (визначення місії й ієрархії цілей)	<p>Аналіз</p> <ul style="list-style-type: none">• інституціонального середовища• тенденцій розвитку ринку• конкурентів• декількох сценаріїв роботи компанії на найближчі три роки	<ul style="list-style-type: none">• SWOT-Аналіз"• Факторного аналізу• Аналіз розривів (GAP-Аналіз)• Аналіз причин і наслідку (причинно-наслідкові діаграми)• PEST - аналіз• Аналіз конкурентних сил за Портером (5 рушійних сил)• Можливо матричні види аналізу (БКГ, GE, Shell)• Ланцюжок створення цінності
2	Визначення функціональних цілей тобто побудова стратегічної карти	<ul style="list-style-type: none">• розподіл конкретних стратегічних цілей по аспектах діяльності• визначення причинно-наслідкових зв'язків між ними• призначення відповідальних за реалізацію цілей	<ul style="list-style-type: none">• поділ стратегій на напрямки (класика - 4 напрями)• розбивка компанії на складові СЗП (фінанси, клієнти, внутрішні процеси, навчання й ріст)



Етапи СЗП і застосовувані інструменти (продовження)



3	Визначення критичних факторів успіху, визначення КРІ (Key Performance Indexes) і побудова дерева КРІ	<ul style="list-style-type: none">• задати такі атрибути КРІ як одиниця виміру• значення для поточного періоду• планове значення для цільового періоду• діапазон припустимого відхилення поточного значення від планового	<ul style="list-style-type: none">• методи прогнозних оцінок, зокрема метод мозкового штурму• методи статистичної обробки даних, наприклад, метод Сааті для ієрархічної матриці цілей
4	Формування BSC	одержання системи взаємозалежних таблиць, за допомогою яких відображають ключові показники ефективності	<ul style="list-style-type: none">• експертні методи• нагромадження статистики (досвід)
5	Автоматизація BSC і її використання	<ul style="list-style-type: none">• автоматичне одержання даних• діюча система СЗП	<ul style="list-style-type: none">• спеціальні програмні продукти й Excel.



Призма ефективності (ПЕ)



- Нова система, створена для подолання обмежень СЗП (Нілі, Адамс, Кеннерлі).
- Система управління не вибудовується навколо стратегії компанії, а орієнтується на основні класи зацікавлених осіб, які можуть зустрітися в будь-якій компанії.
- У класи включаються:
 - інвестори (акціонери й інші постачальники капіталу);
 - клієнти й посередники;
 - працівники й професійні союзи;
 - постачальники й стратегічні партнери;
 - чиновники з регулювальних органів, преса й співтовариства.



Основні питання, на які намагається дати відповіді дана методика:

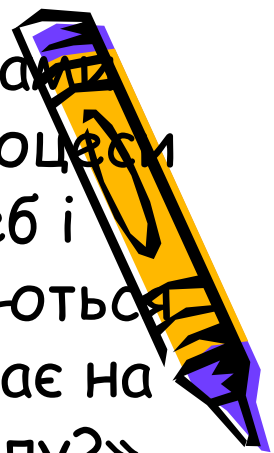


- Задоволеність зацікавлених осіб (хто відноситься до зацікавлених осіб, і що вони хочуть від компанії?)
- Внесок зацікавлених осіб (що компанія хоче від зацікавлених осіб?)
- Стратегії (які стратегії для цього придатні?)
- Процеси (які процеси необхідно запустити для здійснення даних стратегій?)
- Можливості (які можливості - люди, досвід, технології, інфраструктура, - потрібні для більш дієвого й ефективного управління даними процесами?)

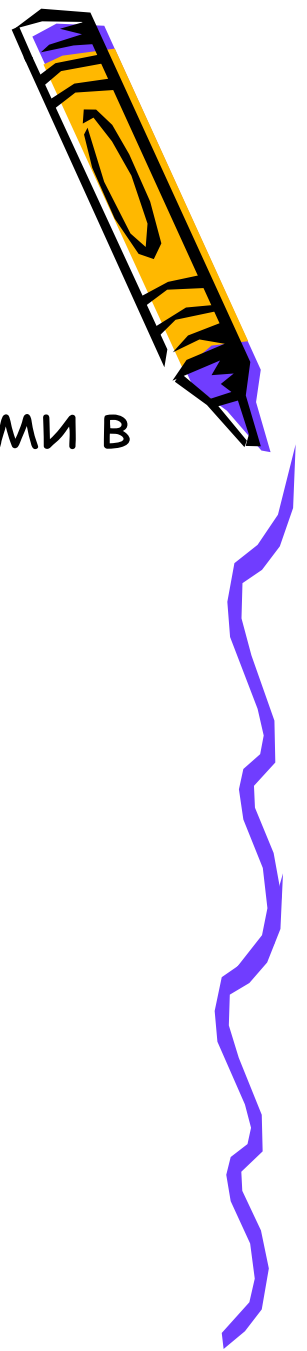


У рамках ПЕ карти стратегії називаються карти успіху (мета їх та ж - об'єднати можливості, процеси й стратегії, необхідні для задоволення потреб і побажань зацікавлених осіб. Додатково створюються «карти провалу» - це карта успіху, що відповідає на запитання «як можна мінімізувати ризик провалу?»

Можливість - щось, що повинне бути забезпечене в рамках бізнес-процесу (процес від замовлення до одержання грошей - можливість клієнта розмістити замовлення, можливість планування й складання графіка, можливість постачання, можливість виробництва, можливість поширення, можливість управління кредитом). При цьому кожна можливість містить у собі складові: люди, технології, практичні методи, інфраструктура.



Переваги ТЕ, у порівнянні зі СЗП



- Врахування зворотнього зв'язку між суб'єктами в рамках «напрямку» (наприклад, взаємні інтереси акціонерів і компанії).
- Більше число елементів у розгляді.
- Центральне місце в ТЕ займає не стратегія компанії, а первинні прагнення, які повинна задовольнити стратегія.



Основні недоліки ПЕ

- Фіксований набір «напрямів», що впливають на підсумкову ефективність.
- Неоднозначність показників, що ускладнює підсумкове використання розробленої системи.
- Складність вибору з набору показників (відбір показників для включення в систему й розміщення пріоритетів серед відібраних показників)

