

4. Примачев Н.Т., Примачева С.И. Морские торговые порты в системе интермодальных транспортных сообщений. – Одесса: ИРПЭИ, 2001. – 214 с.
5. Урбанский И. Перспективы развития транспортной инфраструктуры и логистики в Украине // Порты Украины, 2008. – № 5. – С. 12–15.
6. Asian Developing Best Practices For Private Sector Investment in Port Infrastructure. Development Bank (2005). <http://www.adb.org>.
7. Institutional Port Reform. – www: <http://www.worldbank.org/Toolkits/PortReform/...PapersLinks/Open.aspx?id=868>
8. Guidelines for Port Authorities and Governments on the Privatization of Port Facilities. Report by the UNCTAD secretariat, 1998. – 84 p.
9. Hans JF Peters Developments in Global Seatrade and Container Shipping Markets: Their Effects on the port Industry and Private Sector Involvement // International Journal of Marine Economics. – 2001, № 3. – P. 4–26.
10. Trujillo K., Nombela G. Privatization and Regulation of the Seaport Industry. – World Bank Institute Governance, Policy Research Working Paper 2181, 1999. – 65 p.

УДК 330.1

О.О. МАЗУР

Кам'янець-Подільська філія Європейського університету

ВАРТІСТЬ БІЗНЕСУ ЯК ОСНОВА ДЛЯ ПРИЙНЯТТЯ УПРАВЛІНСЬКИХ РІШЕНЬ В УМОВАХ КРИЗИ

Історія світових фінансових криз супроводжується активізацією на цих етапах ринку злиття і поглинання (купівлі). Не дивлячись на специфіку нинішньої кризи, що знайшла відбиття в її назвах “кредитна криза”, “криза споживання”, “платіжна криза”, що обмежує залучення фінансових ресурсів для купівлі, свою санітарну роль по зачищенню економіки від слабкоефективного і незміцнілого бізнесу вона все-таки виконає. Так само як фінансова криза, що триває в Україні в цей час неминуче приведе до переділу власності. У свою чергу, збільшення кількості угод з готовим бізнесом потребує кваліфікованої оцінки вартості бізнесу.

History of world financial crises is accompanied with the market of confluence and absorption (acquisitions). In spite of the peculiarities of present crisis which found a reflection in its names “Credit crisis”, “crisis of consumption”, “pay crisis”, that limits attraction of financial resources for a purchase, the sanitary role he will execute all the same. Equal as financial crisis which lasts in Ukraine presently inevitably will result in the redistribution of ownness. In same queue, the increase of amount of acceding to the prepared business needs skilled estimation of business cost.

Вступ. Багато великих українських компаній переходять на концепцію управління бізнесом, засновану на вартісному підході (Value Based Management). Для того щоб управління, орієнтоване на вартість стало можливим, необхідно мати у своєму розпорядженні ефективні методи оцінки бізнесу. Чи варто говорити про те, що способи оцінки бізнесу, для прийняття управлінських рішень, пропонувані західними економістами Модільяні, Дамодараном, Коуплендом [1], не знаходять свого застосування в нас у країні в період фінансової кризи? Тому в арсеналі вітчизняних компаній немає адаптованих способів оцінки бізнесу. Все що вони мають це стандартні три підходи до оцінки: дисконтування грошових потоків, порівняння з аналогами й визначення вартості чистих активів. Деякі йдуть далі, розробляють оригінальні методи, що мають велику наочність, начебто підсумовування майбутнього прибутку за прогностичний період або визначення доданої вартості на основі показника економічного прибутку (EVA). Проблема таких оцінок полягає в тому, що вони прагнуть до одержання одного цифрового значення вартості бізнесу, який би характеризував і ефективність управління, і цінність даного підприємства на ринку, і майбутню привабливість в очах інвесторів. Інакше кажучи, є присутнім бажання з'єднати в одному інтегрованому показнику кілька рівноцінних завдань. Виникає питання: “А чи потрібно це?”. Що б там не говорили, але вартість бізнесу була й залишається показником, що має кілька значень, залежно від цілей і зацікавлених сторін. Існує лише якийсь орієнтир вартості. При проведенні оцінки вартості того самого підприємства для тих самих цілей можна одержати кілька оцінок, які рівною мірою будуть заслуговувати право на життя. Можна сказати, що методика, що пропонує одну зважену оцінку вартості бізнесу можна використати винятково для цілей продажу бізнесу в тому або іншому його виді. Але що робити, якщо вартість бізнесу потрібна менеджерам не для продажу, а для формування стратегії й прийняття управлінських рішень, націлених на реалізацію вартісного підходу до управління?

Стан вивчення проблеми. Теоретичним, методологічним і практичним аспектам вартісного оцінювання бізнесу у нестабільних економічних системах присвячені праці таких учених, як Архангельська О., Грігор'єв В., Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж., Мендрул О., Момот Т., Щербакова О. та ін. Аналіз представлених у літературі концепцій дозволив оцінити проблему оцінки вартості бізнесу в різних системах координат та зробити висновок, що існують актуальні задачі в цій сфері менеджменту, які потребують вирішення та вдосконалення.

Метою статті є дослідити сучасний стан проблеми вартісного управління бізнесом в кризових умовах та запропонувати ефективні методи оцінки бізнесу.

Результати дослідження. Щоб запропонувати, щось нове, варто розібратися з тим, які недоліки в тому або іншому ступені існують при використанні зазначених вище способів оцінки:

1. Труднощі пошуку інформації й громіздкість розрахунку. Використання оцінки бізнесу на регулярній основі повинне бути максимально простим, а результат наочним.
2. Наявність великої кількості коректувань, пов'язаних з непрозорістю бухгалтерської звітності. Для оцінки менеджменту варто використати дані управлінського обліку, що повинен бути пристосований для цілей оцінки.
3. Складність довгострокового планування утрудняє використання дохідних способів оцінки. В основному використовується ретроспектива фактичних даних за минулі періоди. У зв'язку з цим варто розробляти методику визначення темпів росту грошових потоків або складати прогнози на термін до 5 років.
4. Бухгалтерська оцінка активів. Приводить до заниженої вартості чистих активів. Необхідна ринкова переоцінка всіх основних фондів і, якщо буде потрібно, нематеріальних активів.
5. Відсутність адекватної бази для порівняння з аналогами.

У рамках концепції управління вартістю (VBM) оцінка бізнесу повинна стати основою для розв'язання наступних завдань:

- розробка планів і стратегій розвитку підприємства;
- оцінка ефективності менеджменту;
- оцінка ефективності діяльності компанії;
- визначення реальної вартості однієї акції.

При цьому оцінка бізнесу повинна відповідати наступним вимогам: простота; наочність; обґрунтованість; періодичність; інформативність [2, с. 12].

З метою управління вартістю найбільш інформативними видами вартості є: ринкова вартість чистих активів; капіталізація бізнесу; вартість бізнесу як безупинно функціонуючого підприємства, що приносить дохід (DCF).

Зіставлення зазначених показників вартості обумовить прийняття стратегічних рішень, таких як визначення напрямків інвестування, вибір варіантів розпорядження власністю (продаж, ліквідація, реорганізація), зміна продуктового ряду, обґрунтування місця підприємства на ринку, а також оперативних рішень, пов'язаних з мотивацією персоналу й заходами щодо збільшення прибутку.

Структурно можна представити систему VBM на верхньому рівні факторів вартості в такий спосіб (рис. 1).

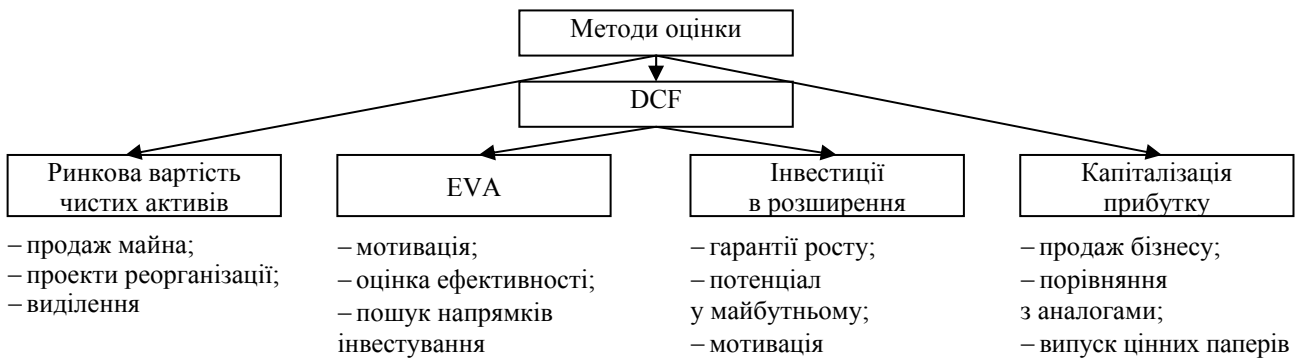


Рис. 1. Система VBM

У схемі показані методи оцінки бізнесу й управлінські потреби, які можуть бути задоволені на їхній основі. Величина вартості дисконтованих грошових потоків (DCF) сама по собі не показова, тому має сенс розкласти її на фактори, які найбільшою мірою впливають на вартість бізнесу. У цьому випадку – це економічний прибуток (Economic Value Added), що показує додану за період вартість із урахуванням альтернативних витрат, і обсяг інвестицій спрямованих у розширення, які додадуть вартість у майбутньому [3, с. 8].

Комплексне використання запропонованих методів оцінки вартості бізнесу дозволить оцифрувати результати діяльності за минулі періоди, і створити базу для прийняття управлінських рішень, спрямованих на збільшення вартості бізнесу для його акціонерів [4, с. 150].

Бізнес-рішення, засновані на запропонованій системі оцінки, будуть укладатися в рамки класичної теорії вартісного управління, з урахуванням української специфіки.

За результатами проведеної оцінки доцільно заповнювати наступну аналітичну таблицю, з якої можна простежити альтернативні варіанти вартості й оцінити фактори, що її сформували.

Вартість бізнесу (DCF)	Фактор вартості (DCF)		Альтернативна вартість	
	EVA (минуле)	Інвестиції в розширення (майбутнє)	Капіталізація прибутку (мінімальна вартість)	Ринкова вартість чистих активів (вартість майна)

Далі розглянемо методи оцінки вартості бізнесу більш докладно.

1. Ринкова вартість чистих активів.

Показник необхідний для визначення ціни, по якій може бути проданий бізнес як майновий комплекс. У випадку якщо, оцінка, отримана іншими методами, виявиться нижче вартості чистих активів, існує сенс подумати про продаж бізнесу або його реорганізацію.

Щоб визначити ринкову вартість чистих активів необхідно не рідше 1 рази в рік здійснювати оцінку основних коштів підприємства власними силами або силами незалежних оцінювачів. У результаті величина чистих активів може бути розрахована за формулою:

$$\times \dot{A}_{\text{оці}} = \dot{I} \cdot C_{\text{оці}} + {}^2 i \cdot \sigma^3 \cdot \text{аєò èàè} - \dot{E} \cdot \text{д̄а̄а̄èò ì д̄ñӣèà çàáí д̄ñ àáí }^3 \text{ñò ù.} \quad (1)$$

2. Капіталізація бізнесу.

Оцінка вартості бізнесу, отримана за методом капіталізації прибутку, дозволяє дати експрес-оцінку вартості компанії й показує мінімальну суму, за якої може бути проданий бізнес як діюче підприємство в максимально короткий термін. Цей самий наочний показник, по суті, являє собою обсяг прибутку, що буде отриманий при існуючих умовах за очікуваний період окупності інвестицій:

$$\dot{E} \dot{I} = \times \dot{I} / r, \quad (2)$$

де $KП$ – капіталізація прибутку; r – ставка дисконтування; $ЧП$ – чистий прибуток після сплати податків за минулий період.

Існує кілька способів визначення ставки дисконтування, вибір способу її розрахунку залежить від ряду умов, таких як наявність достовірної інформації про прибутковість на різних ринках, розуміння структури капіталу й т.д. Деякі російські компанії визначають необхідну ставку прибутковості (ставку дисконтування) експертним методом, виходячи з очікувань власників відносно свого бізнесу. Така ставка дисконтування є фіксованою на певному проміжку часу й діє для всіх проектів і завдань усередині компанії. Практика показує, що величина необхідної прибутковості, яка встановлюється українськими підприємствами, що діють у традиційних галузях економіки, коливається в інтервалі від 20 до 30 %.

3. Вартість бізнесу, як безупинно функціонуючого підприємства, що приносить дохід DCF .

Показує величину вільного грошового потоку, що може бути акумульований бізнесом за певний період часу, з урахуванням альтернативних можливостей. За допомогою показника можна оцінити потенціал бізнесу, його переваги перед конкурентами й максимальною ціною, за якої може бути проданий бізнес або його частина. Розрахунок дисконтованого грошового потоку повинен урахувувати труднощі довгострокового планування в українських умовах. Як правило, в Україні, планується діяльність на один рік, на майбутнє задається певний темп зростання основних показників.

$$DCF = CF_0 + \sum \frac{CF_1}{(1+r)^1}, \quad (3)$$

де CF_0 – грошовий потік від власного капіталу за минулий період; CF_1 – грошовий потік від власного капіталу на наступний рік.

$$CF_i = CF_1 \cdot k \cdot (i-1),$$

де i – горизонт планування (роки); k – запланований щорічний темп росту бізнесу (якщо відсутні довгострокові плани), r – ставка необхідної прибутковості (ставка дисконтування).

Горизонт планування вибирається виходячи з технологічного циклу або залежно від вимог власників до строків окупності бізнесу. Для українських підприємств коректно використовувати горизонт планування від 3 до 5 років.

4. Ключові фактори вартості: EVA і інвестиції в розвиток.

Вартість, розрахована по методу DCF , є дохідною характеристикою бізнесу. Однак для управлінських цілей цей метод не показує джерела створення вартості. З формули (3) видно, що вартість бізнесу залежить як від минулої діяльності CF_0 , так і від майбутнього росту компанії CF_i . Уже створена вартість бізнесу, характеризується показником економічного прибутку. Створення вартості бізнесу в майбутньому залежить від розміру інвестицій у розвиток. Звичайно, здійснення інвестицій ще не говорить про те, що вони будуть рентабельними, існують певні ризики, але сам факт інвестування означає, що: а) були знайдені кошти; б) придбано або створено певні матеріальні або нематеріальні цінності; в) менеджмент бізнесу усвідомлює необхідність розвитку й зацікавлений у розширенні бізнесу.

Інвестиції в розвиток відрізняються від інвестицій у заміщення тим, що в результаті їхнього здійснення створюються нові продукти, нове виробництво, освоюються нові ринки, удосконалюються існуючі технології. Інвестиції в заміщення спрямовані на заміну застарілого обладнання, вони не створюють вартість, а лише підтримують її.

$$EVA = NOPLAT - WACC \cdot IK, \quad (4)$$

де $NOPLAT$ – чистий операційний прибуток до виплати відсотків з урахуванням податків; $WACC$ – середньозважена ставка капіталу; IK – величина інвестованого капіталу (Чисті активи ринкові + Довгострокові й короткострокові позики).

Інвестований капітал, також як і чисті активи необхідно оцінювати за ринковою оцінкою.

Висновок. Таким чином, вибір методу оцінки бізнесу прямо залежить від цілей, для яких вона проводиться. У статті показано, що для цілей управління вартістю компанії, може використовуватися кілька методів оцінки, і, відповідно, кілька показників вартості. Ці показники не підлягають інтегруванню, вони аналізуються окремо, порівнюються між собою й слугують для прийняття різних управлінських рішень. Як можливі види вартості пропонуються: капіталізація прибутку, ринкова вартість чистих активів і сума дисконтованих грошових потоків від власного капіталу.

У статті розглядаються проблеми використання методів оцінки в Україні. Основною перешкодою в нас є відсутність розвиненого фондового ринку, а також висока невизначеність довгострокового планування.

Використання запропонованої системи оцінки бізнесу пов'язане з певними витратами на ринкову оцінку майна. Однак, без неї, сама оцінка бізнесу втрачає зміст, тому що бухгалтерські активи більшості вітчизняних компаній у силу особливостей обліку, є недооціненими.

Література

1. Коупленд Т., Колер Т., Мури́н Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. – М: Олимп-Бизнес, 1999. – 565 с.
2. Архангельская О., Мягков В. Оценка стоимости бизнеса // TopManager. – 2002. – № 22. – С. 12–15.
3. Щербакова О. Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 6. – С. 8–11.
4. Уэст Т., Джонс Д. Пособие по оценке бизнеса / Пер. с англ. – М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003. – С. 150.

УДК 339.9:368.023[(4-11)(4191-2)]

С.Д. МЕДИНСЬКИЙ

Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

ДІЯЛЬНІСТЬ МІЖНАРОДНИХ СТРАХОВИХ ГРУП У КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ І СХІДНОЇ ЄВРОПИ: ПОТЕНЦІЙНІ РИЗИКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

У статті розглядається діяльність міжнародних страхових груп на ринках країн Центральної та Східної Європи. Пролідовано хронологію експансії, досліджено особливості та форму виходу на ринки зазначених країн. Визначено потенційні ризики їх діяльності на ринках регіону: необхідність інтеграції компаній, неприбутковість, залежність деяких груп від банків, брак ліквідності.

This article reviews the activities of the international insurance groups in Central and Eastern Europe. It analyses history of the market entry, its particularities and methods. The potential market risks, such as integration necessity, non profitability, and dependency of some groups on banks and lack of liquidity were identified.

Постановка проблеми. У результаті бурхливого зростання економік країн Центральної та Східної Європи (ЦСЕ) за останні 20 років цей регіон став головним приймачем інвестиційних ресурсів в Європі [1, с. 7]. Це стосується всіх галузей економіки, а особливо страхування. Розвиток страхової індустрії спровокували в першу чергу стрімке зростання економіки та прямих іноземних інвестицій в країни цього регіону. Підготовка цих країн до вступу в ЄС, що мало наслідком успішне впровадження європейських регуляторних стандартів, стала сигналом для міжнародних груп щодо перспектив інвестування в цьому регіоні, а згодом і в інших східноєвропейських країнах (Україна, Туреччина, Росія). Значні обсяги прямих інвестицій в ці країни протягом 2000-х років свідчать, що регіон розглядався як одна з точок зростання (разом з Південно Східною Азією та Близьким Сходом). Проте ситуація міняється з погіршенням ситуації на світових ринках та інтенсифікацією кризових явищ, які відчутно вплинули на регіон Центральної та Східної Європи. Які ризики існують для великих транснаціональних груп, які інвестували значні ресурси в ЦСЕ? Питання полягає також в тому, чи розглядатимуть надалі міжнародні групи цей регіон як перспективний і чи зможе тоді страхова галузь відновити своє зростання? Відповідь на це питання важлива не тільки в контексті однієї індустрії. Як відомо, страхові групи в розвинутих країнах (а також вже в деяких країнах регіону ЦСЕ) є значними інвесторами в національній економіці, тому йдеться про важливий елемент подальшої інвестиційної привабливості регіону.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням проблем діяльності міжнародних страхових груп займалися вітчизняні та іноземні дослідники: серед вітчизняних вчених варто виділити Н. Яворська, В. Фурмана та інших. Серед іноземних вчених необхідно звернути увагу на Т. Хесс, Др.Б. Роджерс – керівників відділу економічних досліджень та консалтингу Swiss Re; Ф. Вюббелер, С.М. Престон – керівників відділу дослідження ринків від Lloyd's (Які були відповідальні за випуск серії Perspectives of Emerging Europe). Водночас, розглядаючи макроекономічний та галузевий контекст, дослідниками не завжди приділяється достатньої уваги діяльності міжнародних страхових груп на ринках регіону.

Постановка цілей. Головним завданням цієї статті є аналіз ризиків та перспектив які виникають у міжнародних страхових груп в країнах регіону ЦСЕ. Буде проведено аналіз стратегії виходу на ринок, що дасть змогу оцінити головні ризики з якими зіштовхуються міжнародні страхові групи. Також буде зроблена спроба оцінити перспективи подальшого розвитку цих груп в регіоні.