

УДК 338.534:629.73(045)

МАТВЄЄВ В.В., канд. екон. наук, професор;

МАТВЄЄВ О.В., аспірант (НАУ),

Національний авіаційний університет

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО РОЗРАХУНКУ КОРПОРАТИВНОЇ ВАРТОСТІ АВІАПІДПРИЄМСТВ

Анотація. У даній статті досліджуються особливості управління вартістю авіатранспортних підприємств. Установлюються та вдосконалюються методичні підходи до розрахунку корпоративної вартості авіатранспортного підприємства з метою забезпечення економічної надійності підприємства в інтеграційних умовах глобалізаційного ринку авіапослуг. Розглядаються джерела, що використовуються для оцінки бізнесу методами дохідного підходу. Порівнюються реальна та корпоративна вартості авіатранспортних підприємств та їх вплив на економічну ефективність. Отримані результати даної статті дозволяють здійснювати подальші дослідження щодо питання підходів розрахунку корпоративної вартості авіапідприємств.

Ключові слова: авіатранспортне підприємство, вартість підприємства, корпоративна вартість авіапідприємства, управління вартістю авіатранспортних підприємств, розрахунок корпоративної вартості.

МАТВЕЕВ В.В., канд. экон. наук, профессор;

МАТВЕЕВ А.В., аспирант (НАУ),

Национальный авиационный университет

МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К РАСЧЕТУ КОРПОРАТИВНОЙ СТОИМОСТИ АВИАПРЕДПРИЯТИЯ

Аннотация. В данной статье исследуются особенности управления стоимостью авиатранспортных предприятий. Устанавливаются и совершенствуются методические подходы к расчету корпоративной стоимости авиатранспортного предприятия с целью обеспечения экономической надежности предприятия в интеграционных условиях глобализационного рынка авиауслуг. Рассматриваются источники, используемые для оценки бизнеса методами доходного подхода. Сравниваются реальная и корпоративная стоимости авиатранспортных предприятий и их влияние на экономическую эффективность. Полученные результаты данной статьи позволяют осуществлять дальнейшие исследования вопроса относительно подходов расчета корпоративной стоимости авиапредприятий.

Ключевые слова: авиатранспортное предприятие, стоимость предприятия, корпоративная стоимость авиапредприятия, управление стоимостью авиатранспортных предприятий, расчет корпоративной стоимости.

V. MATVEEV, Cand. Sc. (Econ.), Professor;
O. MATVEEV, postgraduate (NAU),
National Aviation University

METHODOLOGICAL APPROACHES TO CALCULATING THE AIRLINE CORPORATE COST

Abstract. *The peculiarities of airline cost management are examined in the article. Methodological approaches to calculating the airline corporate cost to ensure economic reliability of the enterprise in integration circumstances of airline globalization market are established and improved. The sources of business valuation using income approach methods are considered. The real and corporate cost of airlines and their impact on economic efficiency are compared. The obtained results of the article allow us to conduct further research of approaches to calculating the airline corporate cost.*

Key words: *airline, enterprise cost, airline corporate cost, airline cost management, corporate cost calculation.*

Постановка проблеми. Об'єднавши весь попередній досвід розвитку концепцій управління, вартісний підхід відображає якісний стрибок в ідеології оцінки та прийняття управлінських рішень. Від традиційного аналізу фінансових результатів за період та їх зіставлення з аналогічними показниками минулого менеджмент переходить до довгострокового прогнозу грошових потоків і безперервного моніторингу випереджальних нефінансових індикаторів. Найважливішою проблемою стає максимізація вартості компанії, а головною відмітною рисою корпоративного управління – націленість на майбутнє. Існує велика кількість методів збільшення вартості підприємства, в основу яких покладено визначення кількісної величини активів. Проте жоден з наявних методичних підходів не враховує особливості авіатранспортних підприємств, а саме: умови конкурентного середовища, розподіл доходів (відповідно величини активів) від авіаційної та неавіаційної діяльності; корпоративний статус підприємства, унаслідок чого розрахунковий результат не орієнтований на зростання інвестиційної активності суб'єктів ринку авіаперевезень. У зв'язку з вищесказаним загальний результат не може гарантувати максимальної інвестиційної привабливості.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У ході дослідження нами було проаналізовано публікації вчених, що розглядають проблеми управління вартістю підприємств, а також дослідження, що

висвітлюють розв'язання даної проблеми для підприємств авіатранспортної галузі провідними вченими: Д. Леонов, Б. Стеценко [1], Ж.К. Нестеренко, Т.А. Афанасьєва [2], Г.В. Остапова, О.В. Арєф'єва, [5], О.М. Скібіцький, Л.І. Скібіцька [4], О.С. Железная [7] та інші.

Невирішені складові загальної проблеми. У літературі на сьогодні недостатньо широко висвітлене питання розрахунку корпоративної вартості авіатранспортного підприємства. Також мало розгорнуте питання щодо методів оцінки пакета корпоративних часток та їх вплив на вартість авіатранспортних підприємств.

Формулювання цілей статті. Метою статті є дослідження методичних підходів до розрахунку корпоративної частки для забезпечення ефективності управління вартістю авіатранспортного підприємства.

Виклад основного матеріалу дослідження. Управління вартістю не повинно зводитися до методології вартісної оцінки. Його головне завдання – визначити цілі й шляхи зміни корпоративної культури менеджера, орієнтованого на вартість, тонкощі організаційної поведінки, що турбують не менше, ніж використання вартості як критерію ефективності та інструменту для прийняття рішень [7].

Корпоративна вартість підприємства характеризує ринкову вартість, яка визначається за допомогою показників: обсяг та джерела надходження інвестиційних ресурсів, частки інвесторів, коефіцієнт платоспроможності тощо [5]. У свою чергу, корпоративна стійкість відображає ступінь концентрації корпоративних часток у розпорядженні окремого учасника або групи учасників, що пов'язані між собою економічними інтересами. Цей показник виключає будь-яку можливість відчуження корпоративних частки або їх перехід іншим особам. Таким чином, корпоративна вартість зумовлюється економічною надійністю підприємства та характеризується стабільністю його функціонування.

Пакет корпоративних часток є наявною у власності одного й того ж акціонера визначеною кількістю корпоративних часток (акцій, паїв) (більше однієї) одного й того ж емітента. Експертна оцінка пакета корпоративних часток (акцій, паїв) може проводитися із використанням трьох загальноприйнятих методів: методу затрат, методу аналогів продажу, методу потенційної прибутковості. Метод

затрат використовується у визначенні номінальної вартості пакета корпоративних часток (акцій, паїв), а також для оцінки витрат акціонерного товариства, які спрямовуються або мають бути спрямовані на збереження та утримання частки ринку, що займає підприємство. Метод аналогів продажу застосовується у визначенні співвідношення між ринковою ціною корпоративних часток підприємств-аналогів і доходів підприємства, акції якого оцінюються (коефіцієнт дивіденду на корпоративні частки). Метод потенційної прибутковості передбачає використання способу прямої капіталізації, якщо за результатами аналізу прогнозуються стабільні доходи від експлуатації підприємства, акції якого оцінюються, а також способу дисконтування майбутніх грошових потоків у випадку, коли доходи підприємства змінюються в часі [8].

Використання зазначених методів оцінки передбачає врахування того, що оцінюваний пакет корпоративних часток (акцій, паїв) є часткою ринкової вартості підприємства й має властивості, які відрізняються від властивостей підприємства загалом.

Ринкова вартість корпоративних часток (акцій, паїв) визначається як частка ринкової вартості підприємства, яку має пакет акцій, з урахуванням галузевих характеристик корпоративних часток, основних їх характеристик, характеристик пакета корпоративних часток (акцій, паїв).

Оцінка пакета корпоративних часток (акцій, паїв) залежно від галузевої належності підприємства може здійснюватися, виходячи з ознак галузі за показниками – рівень дивідендів, курсова вартість, ризикованість, ліквідність.

Метод оцінки вартості корпоративних часток є єдиним корисним показником реальної ціни у випадку, якщо ні покупець, ні продавець не мають переваг один над одним.

Єдиним способом оцінки вартості акцій, основаної на вартості активів, що впливає на встановлення ціни акції, є оцінка на підставі ліквідаційної, чи «роздільної» вартості

Ліквідаційна вартість акцій є сума грошей, яку отримують власники акцій у тому випадку, якщо підприємство буде ліквідовано, активи «розроблені» та продані вроздріб різним покупцям.

Оцінка за відновлюваною вартістю є сумою, що була б витрачена, якби активи підприємства потрібно було замінити в їх поточ-

ному стані й за поточними цінами. За деякими винятками оцінка активів за відновлюваною вартістю є достовірним показником їх вартості для підприємства за умови, що підприємство планує продовжувати операції. Отже, оцінка за відновлюваною вартістю є оцінкою «вартості діючого підприємства».

Як альтернативу у завданні бази для оцінки вартості акцій можна використовувати величину дивідендів. Покупець акції платить гроші за очікуваний майбутній дохід від дивідендів, які він отримує, поки не продасть акцію. Продавець акції отримує гроші зараз, а натомість відмовляється від майбутнього доходу від дивідендів. Оцінка на підставі дивідендного доходу – найкращий метод оцінки пакетів акцій дрібних акціонерів, тому що тільки великий акціонер може впливати на політику розподілу доходів компанії.

Оцінка бізнесу із застосуванням методів дохідного підходу здійснюється на підставі доходів підприємств, тих економічних вигод, які одержує власник від володіння підприємством (бізнесом). Оцінка вартості авіапідприємства із застосуванням методів дохідного підходу основана на принципі, що потенційний покупець не заплатить за частку в підприємстві (бізнесі) більше, ніж вона може принести доходів у майбутньому [8]. Застосування методу дохідного підходу є обов'язковим у разі оцінки вартості підприємства, що має прибуток.

Основними джерелами, які використовуються для оцінки бізнесу методами дохідного підходу, є:

- 1) бухгалтерська звітність, аудиторські висновки, дані бухгалтерського обліку, зокрема інформація про розміри виплачуваних товариством дивідендів, інформація про реалізовані інвестиційні проекти, інша інформація про фінансові та виробничі показники підприємства за минулі звітні періоди;

- 2) бізнес-плани, а також інші документи підприємства з планування фінансових і виробничих показників;

- 3) результати анкетування та проведення інтерв'ю з керівництвом, адміністрацією підприємства, відповіді підприємства на запити оцінювача;

- 4) інформація про економічну ситуацію та тенденції розвитку галузі (галузей), до яких належить оцінюване підприємство;

- 5) інформація про економічну ситуацію та тенденції розвитку регіону (регіонів), до яких належить оцінюване підприємство;
- 6) інформація про ризики, пов'язані з діяльністю підприємства;
- 7) інформація про котирування акцій і мінливості курсу акцій оцінюваного підприємства, підприємств галузі, до якого належить оцінюване підприємство, та фондового ринку загалом;
- 8) інформація про макроекономічну ситуацію в економіці та тенденції її розвитку.

Визначені методи не дозволяють зробити якісну ринкову оцінку вартості корпоративних часток, що належать юридичній особі – учаснику. Це, у свою чергу, є наслідком відсутності системи стимулювання інвестиційної активності в корпоративних підприємствах.

З метою створення зацікавленості юридичними особами – учасниками щодо сприяння ефективного функціонування та розвитку авіапідприємств, пропонується використовувати метод розрахунку корпоративної вартості для подальшого коригування величини корпоративних часток бізнес-одиниць авіатранспортної галузі. Збільшення частки неавіаційних бізнес-структур забезпечує підвищення рівня надання послуг та рівня задоволеності клієнтів і, відповідно, підвищення попиту. Таким чином, урахування рівня концентрації корпоративних часток дозволяє забезпечити зростання корпоративної вартості підприємства та обґрунтовує утворення корпоративної вартості та збільшення номінальної вартості. Методичний підхід до перерахунку корпоративних часток бізнес-одиниць авіатранспортного підприємства дозволяє забезпечити економічне стимулювання їх інвестиційної активності та виконання ними інвестиційних зобов'язань.

Для визначення вартості авіатранспортного підприємства можуть застосовуватися різні методи, кожний з яких має свої особливості та сфери використання. Варто виокремити метод оцінювання активів (витратний), метод оцінювання на підставі прибутковості, дисконтування грошових потоків, ринкового порівняння, метод визначення можливостей для реструктуризації на основі максимально можливого збільшення вартості за рахунок використання внутрішніх і зовнішніх джерел.

Витратний підхід до оцінки вартості найпростіше реалізується у простому балансовому методі. Витратний метод виходить з вартості майна підприємства на момент оцінювання. Цей метод полягає в

оцінюванні окремих груп активів підприємства. Оцінювання активів передбачає визначення тієї вартості, за якою аналогічні засоби виробництва на ринку можна купити або продати. Реальна вартість підприємства визначається як різниця між сумою його активів і величиною боргових зобов'язань. За основу оцінки, як правило, беруть баланс підприємства на певну дату.

Метод оцінювання на підставі прибутковості підприємства ґрунтується на дисконтованих грошових потоках, які мають надійти на підприємство у подальшому, і тому цей метод виходить із цілої низки даних про майбутній розвиток компанії, зміни цін, відомостей про необхідні інвестиції та особливості впливу навколишнього середовища на ефективність господарювання. Застосування методу дисконтованих грошових потоків передбачає створення плану доходів і витрат підприємства за кілька років.

Для аналізу дисконтованих майбутніх грошових потоків ризик можна визначити як оцінений ступінь невизначеності щодо одержання фінансових результатів функціонування підприємств.

Розрахунок корпоративної вартості провідних авіакомпаній України (табл. 1) за даними [9] 2013 р. враховує поточний фінансовий стан та інвестиційну привабливість. Даний показник має значення від 0 до 1 і безпосередньо залежить від корпоративної стійкості авіапідприємства. Показники корпоративної стійкості визначаються за допомогою індексації частки статутного капіталу авіакомпанії в альянсах та частки участі авіакомпанії на ринку надання авіапослуг також у моделі враховується коефіцієнт покриття поточних зобов'язань матеріальними запасами [9].

Порівняння розрахунків корпоративної вартості із ринковою вартістю, наприклад авіапідприємства «Дніпроавіа», свідчить про використання як інструменту управління рухом коштів значення саме корпоративної вартості. Це підвищення враховується у процесі визначення вартості підприємства як об'єкта застави в разі залучення кредитних ресурсів та підвищує цінність фінансових інструментів підприємства як об'єктів корпоративних угод.

Таблиця 1

**Розрахунок корпоративної вартості авіапідприємств
з урахуванням величини корпоративних часток**

Назва авіапідприємства	Загальна величина корпоративних часток		Показник корпоративної стійкості (X1)	Інвестиційна привабливість авіапідприємств	Корпоративна вартість підприємства (млн грн)
	Величина статутного капіталу (тис. грн)	Кількість акцій (шт.)			
Приватне акціонерне товариство «Авіакомпанія “Міжнародні Авіалінії України”»	103034	544000	абсолютна	1	245454,0
Приватне акціонерне товариство «Авіакомпанія “Авіалінії України”»	46971	4597050	абсолютна	1	47486,0
Відкрите акціонерне товариство «Авіакомпанія “Одеські авіалінії”»	24128	24127900	абсолютна	1	24572,0
Відкрите акціонерне товариство «Авіаційна компанія «Дніпроавіа»	29596	111956480	абсолютна	1	401386,0
Відкрите акціонерне товариство «Рівненська авіакомпанія “Універсал-Авіа”»	5908	5895299	висока	0,643	6330,3
Публічне акціонерне товариство «Хмельницьке авіапідприємство “Поділля-Авіа”»	2714	10312440	висока	0,503	5335,1
Приватне акціонерне товариство «Міжнародна акціонерна авіаційна компанія “УРГА”»	17372	820827	абсолютна	1	21141,0
Відкрите акціонерне товариство «Луцьке авіапідприємство»	1213530	3710325	висока	0,704	855106,5
Приватне акціонерне товариство «Авіакомпанія “Константа”»	2338	9336375	абсолютна	1	2933,6

Перебільшення корпоративної вартості над залишковою та ринковою вказує на забезпечення додаткового припливу коштів (за результатами продажу інструментів підприємства за корпоративною вартістю) та подальше зростання чистого доходу, зменшення чистого збитку та зростання грошових потоків підприємства. Економічний ефект в економічній практиці вимірюється як різниця між грошовими доходами від такої діяльності та грошовими витратами на її здійснення. Економічний ефект передбачає будь-який корисний результат, виражений у вартісній оцінці.

Залежно від способу виміру економісти розрізняють валовий ефект, умовно чистий ефект, чистий ефект. Під валовим економічним ефектом розуміють валовий дохід фірми як суму валової виручки від реалізації продукції чи послуг. Валовий дохід без урахування експлуатаційних витрат (амортизації, матеріалів, заробітної плати) створюють умовно чистий ефект. Відповідно чистий ефект має у своєму складі умовно чистий ефект після відрахування податків і прирівняних до них витрат [4].

Показники прибутку можуть бути різними, що відповідають необхідності відрахування з валового прибутку різних податків і зборів, а також розрахунку прибутку за різні проміжки часу: за місяць, рік або за весь період виробництва продукції, освоєної за допомогою інвестиції. Реальна вартість характеризує фактичну ефективність діяльності авіатранспортного підприємства та використання його основного та оборотного капіталу з урахуванням потенціалу, інвестиційної привабливості та бренду авіакомпанії на ринку послуг. Урахування фактора потенціалу дозволяє розраховувати корпоративну вартість.

У проведенні аналізу для порівняння реальної та корпоративної вартості АТП було використано приріст чистого прибутку за рахунок зростання перспективної виручки від реалізації з урахуванням перебільшення корпоративної вартості над реальною (табл. 2). Через корпоративну вартість здійснюється управління оборотним капіталом, тобто збільшення та зростання цього капіталу збільшує його ефект.

Таблиця 2

**Порівняння реальної та корпоративної вартості
авіатранспортного підприємства**

Назва авіапідприємства	Реальна вартість, млн грн	Корпоративна вартість, млн грн	Різниця вартостей (3-2)
1	2	3	4
Приватне акціонерне товариство «Авіакомпанія “Міжнародні Авіалінії України”»	22536,8	245454,0	+222917,2
Приватне акціонерне товариство «Авіакомпанія “Авіалінії України”»	0,0037	47486,0	+47486,0
Відкрите акціонерне товариство авіакомпанія «Одеські авіалінії»	74514,0	24572,0	-49942,0
Відкрите акціонерне товариство «Авіаційна компанія “Дніпроавіа”»	298529,9	401386,0	+102856,1
Відкрите акціонерне товариство «Рівненська авіакомпанія “Універсал-Авіа”»	2098,4	6330,3	+4231,8
Публічне акціонерне товариство «Хмельницьке авіапідприємство “Поділля-Авіа”»	134,7	5335,1	+5200,4
Приватне акціонерне товариство «Міжнародна акціонерна авіаційна компанія “УРГА”»	133936,2	21141,0	-112795,2
Відкрите акціонерне товариство «Луцьке авіапідприємство»	5630,3	855106,5	+849476,1
Приватне акціонерне товариство «Авіакомпанія “Константа”»	4735,3	2933,6	-1801,7

Висновки. Корпоративна вартість характеризує ринкову вартість авіатранспортного підприємства, яка визначається за допомогою показників корпоративної стійкості. У свою чергу, корпоративна стійкість відображає ступінь концентрації корпоративних часток у розпорядженні окремого авіатранспортного підприємства або їх об'єднань, що пов'язані між собою економічними інтересами. Цей показник виключає будь-яку можливість відчуження корпоративних часток або їх перехід іншим особам. Таким чином, обґрунтовано, що корпоративна вартість зумовлюється економічною надійністю підприємства та характеризується стабільністю його функціонування.

Щоб визначити вартість авіатранспортного підприємства, можуть застосовуватися різні методи, кожний з яких має свої особливості та сфери використання. Одними з основних є метод оцінювання активів (витратний), метод оцінювання на підставі при-

бутковості, дисконтування грошових потоків, ринкового порівняння, метод визначення можливостей для реструктуризації на основі максимально можливого збільшення вартості за рахунок використання як внутрішніх, так і зовнішніх джерел.

Література

1. Леонов Д. Факторний аналіз фінансового стану акціонерного товариства методом Дюпон (у контексті оцінки ефективності корпоративного фінансового управління) / Д. Леонов, Б. Стеценко // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 1–2. – С. 47–55.
2. Нестеренко Ж.К. Удосконалення оцінки підприємств методами доданої вартості / Ж.К. Нестеренко, Т.А. Афанасьєва // Економічний простір: збірник наукових праць. – 2010. – № 37. – С. 231–243.
3. Терещенко О.О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту / О.О. Терещенко, М.В. Стецько // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 91–99.
4. Скібіцька Л. І. Менеджмент підприємницької діяльності. Книга 1. Організація бізнесу: навч. посіб. / Л.І. Скібіцька, О.М. Скібіцький. – К.: Кондор, 2009. – 896 с.
5. Організаційно-економічний механізм управління авіатранспортним підприємством: монографія / Г.В. Астапова, О.В. Ареф'єва, В.В. Матвєєв та ін. – К.: НАУ, 2014. – 304 с.
6. Матвєєв В.В. Інструменти оцінки якості відносин власності авіакомпаній // Збірник наукових праць ДонДУУ, – 2013. – С. 114–119.
7. Матвєєв В.В. Управління ефективністю авіатранспорту: монографія / В.В. Матвєєв, О.С. Железная. – К.: НАУ, 2013. – 226 с.
8. Matveev V.V. Problems of optimization costs to the formation of international economic agreements / V.V. Matveev, V.S. Novik // RIN. – 2013. – № 7. – S. 507–509.
9. Електронний ресурс: Відомості національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/>.

Рецензент: В.Г. Шинкаренко, докт. екон. наук, проф., ХНАДУ.

Стаття надійшла до редакції 03.11.2015 р.