

УДК 658.16:330.15
DOI 10.33111/sedu.2019.45.116.125

Шевчук Наталія Валентинівна*
Гибало Марина Віталіївна**
Денищук Леся Вікторівна***

ФІНАНСОВІ ФУНДАМЕНТАЛЬНО-ВАРТІСНІ АСПЕКТИ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

Анотація. У статті представлено результати узагальнення фундаментально-вартісних аспектів визначення та оцінювання результативності управління капіталом підприємства. Аргументовано доцільність використання фундаментальної вартості як критерію прийняття управлінських рішень в області капіталоутворення на підприємстві. Визначено фактори та передумови формування і забезпечення зростання фундаментально-вартісних результатів капіталоутворення. Формалізовано результати факторної інтерпретації показника фундаментальної вартості, який визначається методом економічного прибутку.

Ключові слова: капітал; спред-результати; фундаментальна вартість; результативність управління; економічний прибуток.

Вступ. У науковому академічному співтоваристві проблематика управління капіталом підприємства є однією з найбільш обговорюваних, при цьому переважна більшість публікацій присвячена дослідженням фінансового аспекту, який традиційно зводиться до грошових вимірювань результатів цілеспрямованого впливу на процеси капіталоутворення. Науковці фокусуються на аналітичних моделях та метриках, на основі яких визначаються фінансово-економічні результати формування, функціонування, накопичення капіталу, а також обґрунтовуються сукупності аналітичних індикаторів, що характеризують різні напрямки руху та еманції капіталу.

Протягом останніх десяти років спектр наукових досліджень щодо визначення та оцінювання ефективності та (або) результативності управління капіталом розширюється вартісним аспектом, а серед вчених, які комплексно розкривають даний напрямок варто відмітити наукові праці І. Бланка, О. Волкова, І. Івашковської, В. Когденко, О. Лісніченко, О. Магдалюка, К. Рябікіної, О. Сисоєвої, Т. Теплової, А. Ткачової, Л. Фролової, Г. Швиданенко, інших.

Постановка завдання. Цілком розділяючи як теоретичну, так і практичну значущість вартісного підходу до визначення та оцінювання результативності управління капіталом, варто наголосити на тому, що його сучасна змістовна інтерпретація потребує уточнень у ряді змістовних положень, які стосуються:

* **Шевчук Наталія Валентинівна** — канд. екон. наук, доцент, доцент кафедри бізнес-економіки та підприємництва ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», natalykneu@ukr.net

** **Гибало Марина Віталіївна** — студентка магістерської програми «Бізнес-економіка» ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», mhybalo@ukr.net

*** **Денищук Леся Вікторівна** — студентка магістерської програми «Бізнес-економіка» ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», lesya.denyshchuk@ukr.net

конкретизації виду вартості як критерію прийняття управлінських рішень в області капіталоутворення; чіткості формулювання цілей управління капіталом за вартісними критеріями; обґрунтуванні вибору адекватного аналітичного інструментарію, що задовольняє потребам управлінської бізнес-аналітики. Саме на цих актуальних питаннях будуть зроблені акценти у даній статті.

Результати. Багатоаспектність та, відповідно, неоднозначність сутнісних інтерпретацій результативності потребує авторського уточнення змісту «результативності управління капіталом підприємства», під якою ми будемо розуміти рівень досягнення поставлених цілей щодо спрямованих впливів на капітал підприємства. Результати аналізу цільових моделей управління капіталом підприємства, які формалізовано представлено на рис. 1, дозволяють говорити про їх поступовий розвиток та сутнісне ускладнення, а найбільш узагальнюючим змістом характеризується цільова модель, в основу якої закладено вартісний критерій.



Рисунок 1. Цільові моделі управління капіталом підприємства

Джерело: узагальнено авторами за даними [1–5].

Характеризуючи вартість як критерій результативності управління капіталом підприємства, науковці та практики фокусуються на проблемі забезпечення її зростання, при цьому аспект формування залишається поза увагою дослідників. Змістовна логіка капіталоутворення на підприємстві передбачає формування структури капіталу, активів, доданої вартості бізнесу. З точки зору аналітики або

формування балансової вартості чистих активів, або грошових потоків, або формування витрат на капітал, прибутковості функціонування активів та величини економічного прибутку. Кожний з визначених аспектів є характеристикою формування вартості, а відповідні її зміни (зростання або зниження) є етапом, який логічно слідує за процесом вартісного утворення.

Ще одним моментом, що потребує змістовного уточнення, є обґрунтування вибору виду вартості як критерію прийняття управлінських рішень в аспекті капіталоутворення на підприємстві. У такій змістовній постановці науковці фокусуються на ринковій, акціонерній, стейкхолдерській, фундаментальній вартості (рис. 2), кожна з яких має свої переваги та обмеження у використанні як критерію результативності управління капіталом.



Рисунок 2. Видова характеристика вартості як критерію ефективності управління капіталом підприємства

Джерело: узагальнено авторами за даними [6–9].

Результати критичного аналізу дозволяють говорити про те, що акціонерна та стейкхолдерська вартість, є модифікованими моделями визначення фундаментальної вартості підприємства, так як базуються на внутрішніх факторах капіталоутворення, що є підконтрольними менеджменту підприємства. Щодо ринкової вартості підприємства, то основою її формування є фундаментальна (формула 1) [10].

$$Val_{mark} = Val_{fund} + Val_{gap} \quad (1)$$

де Val_{mark} — величина ринкової вартості підприємства, гр. од.; Val_{gap} — грошовий розрив між фундаментальною та ринковою вартістю підприємства, гр. од.; Val_{fund} — величина фундаментальної вартості підприємства, гр. од.

Наведена аргументація дозволяє говорити про доцільність управлінського фокусування на фундаментальній вартості, як критерії результативності впливу на капітал підприємства.

Так як результативність управління капіталом визначено як рівень досягнення основної мети — формування та зростання фундаментальної вартості підприємства, доцільно визначити та формалізувати основні фактори, що забезпечують цільову спрямованість управлінських впливів на капітал. Характеризуючи фундаментальну вартість підприємства як форми організації капіталу, варто зупинитись на його (капіталу) функціях, які у наукових джерелах визначають як «капітал-власність» та «капітал-функція» [3]. Реалізація функції «капітал-власність» передбачає пріоритетність цілеспрямованого впливу на капітал як потенційний об'єкт інвестиційних інтересів учасників фінансового ринку, відповідно, основною метою управління капіталом у такому аспекті є забезпечення інвестиційної привабливості підприємства. Зміст «капіталу-функції» полягає у дослідженні здатності капіталу створювати цінність, яка задовольняє потреби учасників ринкового процесу, що спрямовує фокус управлінських впливів на конкурентоспроможність підприємства.

В управлінському контексті капіталоутворення фундаментальна вартість підприємства визначається:

1) як сума величини інвестованого капіталу (Cap_{inv}) та надбавки у розмірі приведеної вартості, що формується у кожному періоді (доданої вартості, яка визначається на основі концепції економічного прибутку) ($PVEP$) (формула 2) [9, с. 103];

2) як «сума приведеної вартості майбутніх грошових потоків» (формула 3) [8, 9, 11].

$$Val_{fund} = Cap_{inv} + V_{Add} \quad (2)$$

$$Val_{fund} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t} = PV_{FCF}^1 + PV_{FCF}^2 \quad (3)$$

де FCF_t — величина вільного грошового потоку, гр. од.; k — коефіцієнт дисконтування; n — тривалість інвестиційного періоду; PV_{FCF}^1 — величина поточної вартості грошових потоків у прогностичний період, гр.од.; PV_{FCF}^2 — величина поточної вартості грошових потоків у постпрогностичний період, гр. од.

Концепції дисконтування грошових потоків та економічного прибутку характеризуються як альтернативні методи визначення результатів капіталоутворення, а важливим методологічним прийомом їх використання в управлінській практиці є факторна інтерпретація. Методу економічного прибутку характеризується порівняно більш високим рівнем факторної інтерпретації, що робить його більш привабливим з точки зору використання в управлінській бізнес-аналітиці.

Базовими конструкторами формування фундаментальної цінності є вартісна величина ресурсного потенціалу (капіталу) та величина доданої вартості, яка

характеризує здатність капіталу забезпечувати формування цільових результатів. Незалежно від структурного співвідношення даних факторів у величині V_{fund} логічним є говорити про те, що темпи зростання доданої вартості мають перевищувати темпи зростання капіталу, які її формують. Відповідно до методу економічного прибутку для визначення V_{fund} аналітична передумова позитивної динаміки результативності управління капіталом може бути записана, як представлено формулою 4.

$$T_{Vadd} \geq T_{Cap} \quad (4)$$

де T_{Vadd} — темп зростання (зменшення) доданої вартості; T_{Cap} — темп зростання (зменшення) величини капіталу.

Відповідно до результатів факторного аналізу величини фундаментальної вартості, що розрахована за методом економічного прибутку (рис. 3) основними вимірниками результативності управлінських впливів на капітал є: величина капіталу, його продуктивність та прибутковість, обсяг продажу продукції (послуг), прибутковість реалізації продукції (послуг). При цьому базовими факторами, що визначають величину та динаміку доданої вартості є спред прибутковості реалізації та виручка від продажу продукції (послуг).

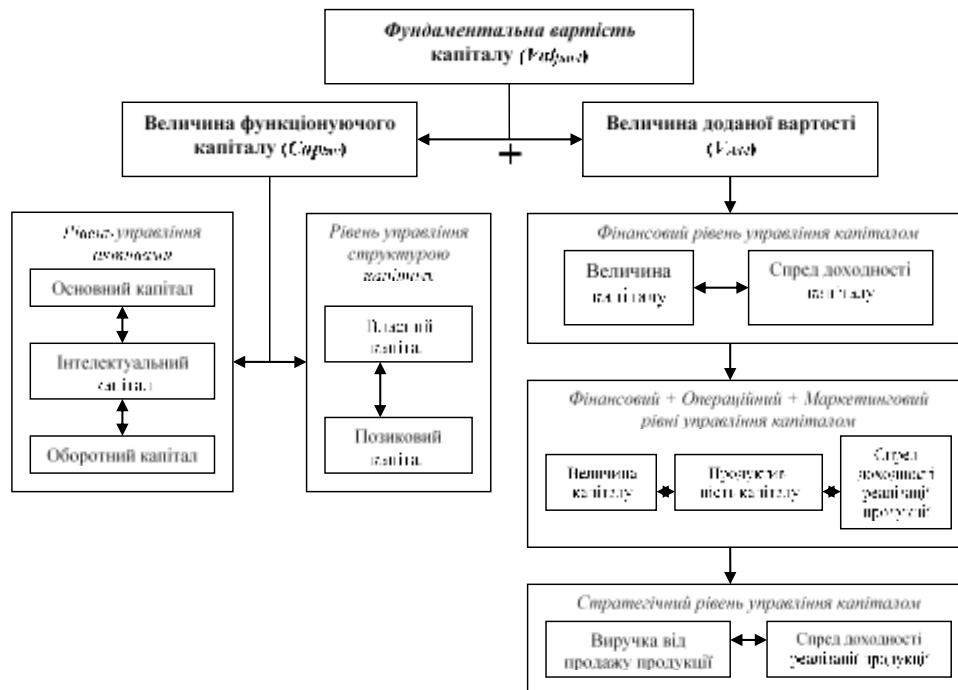


Рисунок 3. Факторна інтерпретація фундаментальної вартості капіталу, що визначена на основі методу економічного прибутку

Джерело: розроблено авторами.

Відповідно, темпи зростання величини доданої вартості будуть визначатися відповідним зростанням обсягів продажу та спреда прибутковості реалізації продукції. Так як сам процес формування або руйнування вартості залежить від величини спреда доходності реалізації продукції (послуг), то аналітичний ланцюжок ключових факторів формування вартості є таким, як формалізовано на рис. 4. Результати побудови такого ланцюжка, дозволяють говорити про те, що базовою передумовою зростання фундаментальної вартості капіталу є класичне співвідношення, яке у теорії економіки підприємства називають «Золотим правилом економіки (формула 5). Така передумова є необхідною, але недостатньою для забезпечення позитивної динаміки результативності капіталоутворення. Зростання доданої вартості має відбуватися за більш високих темпів зростання прибутковості капіталу порівняно із витратами на капітал (формула 6).

$$T_{Income} \geq T_{Sale} \geq T_{Cap} \cup T_{PRcap} \geq T_{WACC} \quad (5)$$

$$(6)$$

де T_{Income} — темп зростання (зменшення) чистого прибутку;

T_{Sale} — темп зростання (зменшення) виручки від продажу продукції;

T_{PRcap} — темп зростання (зменшення) прибутковості капіталу;

T_{WACC} — темп зростання (зменшення) середньозважених витрат на капітал.

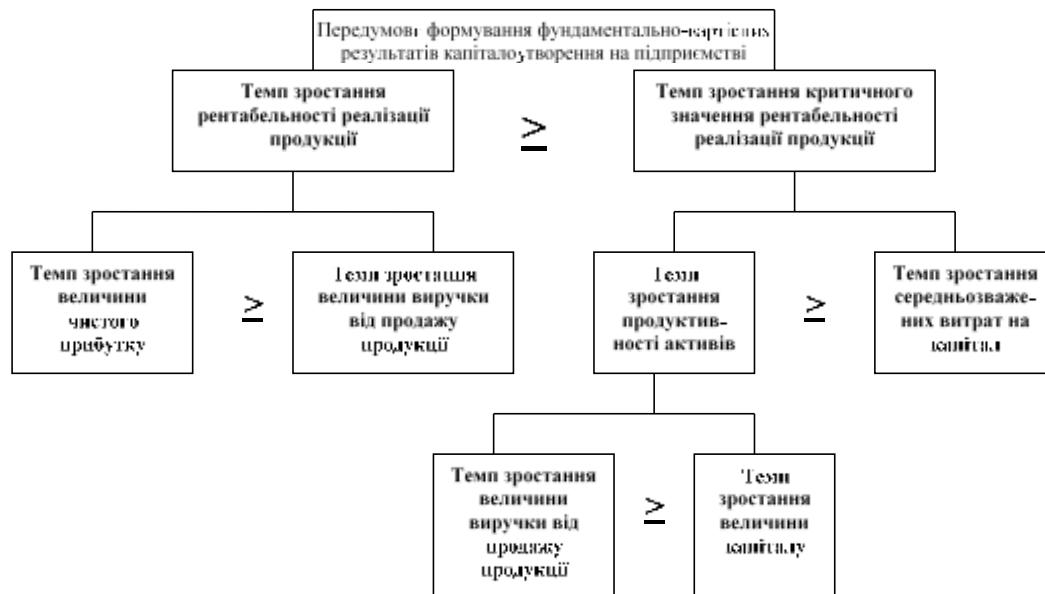


Рисунок 4. Аналітичний ланцюжок передумов зростання фундаментальної вартості капіталу підприємства

Джерело: розроблено авторами.

Саме у такому поєднанні можуть бути забезпечені більш високі темпи зростання фундаментально-вартісних результатів капіталоутворення на підприємстві.

Висновки. Узагальнюючи представлені результати можна сформулювати наступні тези, що визначають управлінську специфіку результативності капіталоутворення на підприємстві. Так як результативність управління капіталом характеризується мірою досягнення цілей капіталоутворення, то у змістовних межах фундаментально-вартісного підходу доцільно чітко розмежовувати спрямованість впливу дій менеджменту на формування або на зростання фундаментальної вартості капіталу підприємства. Формування фундаментальної вартості забезпечується, перш за все, прибутковістю діяльності. Однак, навіть за умови прибуткової діяльності, додана вартість може руйнуватися. Ключовою передумовою її формування є забезпечення прибутковості реалізації продукції на рівні вище її критичного значення, яке визначається витратами на капітал (сфера управління формуванням капіталу) та продуктивністю функціонування активів (сфера управління функціонуванням капіталу). Фактично, спред прибутковості реалізації є узагальнюючим критерієм, який характеризує єдність конкурентоспроможності (як зовнішній аспект ефективності управління капіталом) та фінансової ефективності управління капіталом (внутрішній аспект).

Якщо цільова модель управління капіталом формується в аспекті забезпечення зростання його фундаментальної вартості, то, перш за все, доцільно звернути увагу на характер такого зростання. Інтенсивність зростання фундаментально-вартісних результатів забезпечується за умови більш високих темпів зростання величини доданої вартості, порівняно з величиною капіталу. Визначено, що основним фактором забезпечення зростання фундаментальної вартості капіталу, за умови позитивного спреду доходності реалізації, є обсяги продажу продукції у вартісному вимірюванні. Це зміщує фокус досліджень у стратегічну площину, так як сьогодні, лише високий рівень споживчих властивостей продукції (послуг) є не достатніми для забезпечення стійкості зростання обсягів продажу. Відповідно, подальша проблематика досліджень фундаментально-вартісних аспектів капіталоутворення буде пов'язана із стратегічною тематикою, яка фокусується на специфічних формах капіталу, носіями яких є стратегічні нефінансові стейкхолдери.

Література

1. Бланк И. А. Управление формированием капитала. К.: Ника-Центр, 2000. 508 с.
2. Бланк И. А. Управление использованием капитала. К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. 656 с.
3. Бланк И. А. Управление финансовой безопасностью предприятия. К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. 784 с.
4. Кизим М. О., Забродський В. А., Зінченко В. А., Копчак Ю. С. Оцінка і діагностика фінансової стійкості підприємства. Х.: ІНЖЕК, 2003. 144 с.
5. Рябикіна К. Г. Ефективність управління капіталом підприємств. Кривий Ріг: Видавництво «Діонат» (ФО-П Чернявський Д.О.), 2019. 200 с.

6. Пурлик В. М. Ценность как корпоративная цель и индикаторы ее измерения. Вестник Московского университета. Серия 21. Управление (государство и общество). 2006. № 2. С. 63–80.
7. Прохоров К. О. Управление стоимостью компании на основе согласованного взаимодействия заинтересованных сторон как управленческая инновация: дисс... канд. экон. наук: спец.: 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность)». Ярославль, 2011. 27 с.
8. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства. К.: КНЕУ, 2011. 538 с.
9. Кудина М. В. Теория стоимости компании. М.: ИД «ФОРУМ», ИНФРА-М, 2010. 368 с.
10. Кокин А. С., Чепьюк О. Р. Разработка стратегии развития компании на базе концепции управления стоимостью. Экономический анализ: теория и практика. 2015. № 8. С. 69–75.
11. Fisher I. *The Nature of Capital and Income*. NY, 1906

References

1. Blank, Y. A. *Upravlenye formirovanyem kapytala*. [Management forming of capital]. Kyiv: Nyka-Tsentr, 2000. [in Russian].
2. Blank, Y. A. *Upravlenye yspolzovanyem kapytala*. [Management by the use of capital]. Kyiv: Nyka — Tsentr, Элha, 2002. [in Russian].
3. Blank, Y. A. *Upravlenye fynansovoi bezopasnosti predpriyatiya* [Management by financial safety of enterprise]. Kyiv: Elha, Nyka-Tsentr, 2004. [in Russian].
4. Kyzym, M. O., Zabrodskiy, V. A., Zinchenko, V. A., & Kopchak Yu. S. *Otsinka i diahnostyka finansovoi stiikosti pidpriemstva* [Estimation and diagnostics of financial firmness of enterprise]. Kharkiv: INZhEK, 2003. [in Ukrainian].
5. Riabykina, K. H. *Efektivnist upravlinnia kapitalom pidpriemstv*. [Efficiency of management of enterprises a capital]. Kryvyi Rih: Vydavnytstvo «Dionat» (FO-P Cherniavskiy D.O.), 2019. [in Ukrainian].
6. Purlyk, V. M. “Tsennost kak korporatyvnaia tsel y undykatory eyo yzmereniya” [“Value as corporate aim and indicators of her measuring”]. *Vestnyk Moskovskoho unyversyteta. Seryia 21. Upravlenye (hosudarstvo y obshchestvo)* 2 (2006): 63–80. [in Russian].
7. Prokhorov, K. O. *Upravlenye stoymostiu kompanyy na osnove sohlasovannoho vzaymodeistviya zaynteresovannykh storon kak upravlencheskaia ynnovatsiya* [Management by the cost of company on the basis of the concerted cooperation of parties concerned as an administrative innovation]: dyss... kand. ekon. nauk: spets.: 08.00.05 «Ekonomyka y upravlenye narodnym khoziaistvom: ekonomyka, orhanyzatsiya y upravlenye predpriyatiyamy, otrasliamy, kompleksamy (promyshlennost)». Yaroslavl, 2011. [in Russian].
8. Mendrul, O. H. *Upravlinnia vartistiu pidpriemstva*. [Enterprise Value Management]. Kyiv: KNEU, 2011. [in Ukrainian].
9. Kudyna, M. V. *Teoryia stoymosty kompanyy*. [Theory of Company Value]. М.: YD «FORUM», YNFRA-M, 2010. [in Russian].
10. Kokin, A. S., & Chepyuk, O. R. “Razrabotka strategii razvitiya kompanii na baze koncepczii upravleniya stoymostyu”. [“Development of a company development strategy based on the concept of cost management”]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika* 8 (2015): 69–75 [in Russian].
11. Fisher I. *The Nature of Capital and Income*. NY, 1906

ФИНАНСОВЫЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНО-СТОИМОСТНЫЕ АСПЕКТЫ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

Наталія Валентиновна Шевчук,

канд. экон. наук, доцент,
ГВУЗ «Киевский национальный экономический
университет имени Вадима Гетьмана»

Гибало Марина Витальевна

студентка магистерской программы «Бизнес-экономика»,
ГВУЗ «Киевский национальный экономический
университет имени Вадима Гетьмана»

Денищук Леся Викторовна

студентка магистерской программы «Бизнес-экономика»,
ГВУЗ «Киевский национальный экономический
университет имени Вадима Гетьмана»

Аннотация. В статье представлены результаты обобщения фундаментально-стоимостных аспектов определения и оценки результативности управления капиталом предприятия. Аргументированно целесообразность использования фундаментальной стоимости, в качестве критерия принятия управленческих решений в области капиталообразования на предприятии. Определены факторы и предпосылки формирования и обеспечения роста фундаментально-стоимостных результатов капиталообразования. Формализовано результаты факторной интерпретации показателя базовой стоимости, который определяется методом экономической прибыли.

Ключевые слова: капитал; спред-результаты; фундаментальная стоимость; результативность управления; экономическая прибыль.

FINANCIAL VALUE-BASED ASPECTS OF CAPITAL MANAGEMENT OF ENTERPRISE

Nataliia V. Shevchuk,

PhD (Econ.), Associate Professor,
SHEI “Kyiv National Economic University named
after Vadym Hetman”

Maryna V. Hybalo

Student of Master Program “Bussiness-Economy”,
SHEI “Kyiv National Economic University named
after Vadym Hetman”

Lesya V. Denyschchuk

Student of Master Program “Bussiness-Economy”,
SHEI “Kyiv National Economic University named
after Vadym Hetman”

Abstract. The article is devoted to scientific problems of identifying and evaluating the effectiveness of capital management company. The purpose of this article is to provide scientific arguments for specifying the following aspects of a value-based approach to determining the effectiveness of capital management: specifying the target model of capital formation and type of value,

as a criterion for making managerial decisions, as well as justification of the choice of adequate analytical tools in the processes of evaluating the effectiveness of the subject area of research. According to the scientific position of authors on the content of performance management as a measure of achievement of targeted results, it was proved the relevance and priority choice of fundamental value as a criterion for determining the results of capital. The expediency of using the concept of economic profit has been proved to implement analysis of the value-based results of capital formation. The reasonableness of the delimitation of the target results in the aspects of formation and growth of the fundamental value of capital of the enterprise is argued. It is determined that the quality of the formation of fundamental value is determined on the basis of the structure of the factors that determine it and the ratio of their changes. The key value-based result of value formation is the added value of the enterprise, and the analytical prerequisite that ensures its creation is a sufficient level of profitability of sales of products (services). On the basis of the factor interpretation of the fundamental value determined by the method of economic profit, the analytical prerequisite for ensuring its growth is formalized. The analytical toolkit presented in the article allows to determine the priority areas of formation of results of capital formation and the most significant focuses of managerial influences on capital, which provide a high level of their efficiency.

Keywords: capital; spread results; fundamental value; effectiveness of management; economic profit.

Стаття надійшла до редакції 23.10.2019