

РИНКОВА ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА: МЕТОДИЧНІ ТА ФІНАНСОВО-ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ ОЦІНЮВАННЯ ТА МОДЕЛЮВАННЯ ФАКТОРНОГО ВПЛИВУ

У статті розглядаються різні типи вартості підприємства, джерела формування ринкової вартості підприємства і проблеми метрологічного аналізу в процесі моделювання бізнес-процесів і кількісної оцінки факторного впливу

КЛЮЧОВІ СЛОВА: ринкова вартість підприємства, економічні моделі.

Відсутність системного погляду щодо процесу оцінювання ринкової вартості підприємства й управління процесом її зростання ускладнює застосування прогресивного економічного інструментарію в практиці фінансового, маркетингового та логістичного менеджменту. Методика оцінки майна в Україні [1] дозволяє оцінити балансову вартість матеріальних активів підприємства, але реальна ціна цього майна на ринку істотно відрізняється. У нинішніх методиках у процесі визначення інвестиційної та економічної вартості підприємства розглядається тільки етап вибору інвестицій, а поняття інвестування зводиться до опису майбутніх грошових потоків та їх дисконтування. Якщо за основу оцінювання ринкової вартості підприємства брати майбутні грошові потоки, то це вимагає чіткого розподілу керованих та некерованих структуроутворюючих факторів як джерел формування цієї вартості. Величина тих потоків є інтегрованим стратегічним показником, що охоплює ключові параметри бачення перспектив розвитку бізнесу суб'єктами процесу оцінювання та взаємозв'язків об'єкта оцінювання з іншими секторами економіки — як реальним, так і фінансовим. Такі дослідження відкривають перед економікою, фінансами, маркетингом, логістикою і теорією фірм нові об'єкти та предмети науково-дослідницьких і пошукових робіт.

Змістова характеристика сутності вартості підприємства, їх видів і взаємозалежностей, а також визначення основних змінних бізнесу й оцінювання їх факторного впливу — основна мета даної наукової праці.

Процес *формування вартості* для акціонерів (рис. 1) характеризується таким: процесу інвестування капіталу повинні передувати попередні маркетингові дослідження перспективного по-

питу, можливостей страхування бізнесу, зниження ризикованості бізнес-операцій з фінансово нестабільними клієнтами, послаблення дії факторів сезонного попиту завдяки формуванню гомо- і гетерогенних цільових груп споживачів-клієнтів. Чим довший період, при якому очікується отримання приросту прибутку, тим вища вигода від формування вартості для власників. Це вимагає від менеджерів:

- концентрації уваги на головних компетенціях власного підприємства і його ділових партнерів як факторах забезпечення тривалої конкурентної переваги і пошуку нових переваг;
- вміння оцінювати ринкову поведінку потенційних цільових груп споживачів в умовах широких можливостей задоволення потреб;
- детермінації часового горизонту реалізації суміжних проектів регіонального чи загальнонаціонального значення та їх прибутковості і виявлення критичних зон невідповідності базових цілей підрозділів генеральній цілі підприємства тощо.



Рис. 1. Формування вартості для акціонерів як процес узгодження інтересів і ресурсів між клієнтом і інвестором

Джерело: A. Black, P. Wright, J.E. Bachman. W poszukiwaniu wartości. — Op.cit. — S. 84.

Проблеми *утримування вартості* особливо актуальні при нарошуванні темпів концентрації капіталу, посиленні конкуренції на товарних і фінансових ринках, а також у разі погіршення результатів фінансового та соціально-економічного моніторингу в країні і в окремому регіоні — місцезнаходженні підприємства та є наслідком: помилок при алокації засобів; термінового незапланованого виконання замовлень; нестабільності національної валюти в процесі здійснення експортно-імпортних операцій; погіршення контролю материнською компанією за діяльністю дочірніх підрозділів з розгалуженою маркетинговою географією; неефективного процесу реалізації стратегії диверсифікації бізнесу на міжнародних товарних і фінансових ринках; вагомих роз-

біжностей у фінансовій звітності вітчизняних і зарубіжних компаній та ін.

Реалізація вартості здійснюється на основі моніторингу фінансових і товарних ринків завдяки визначенню перспектив розвитку бізнесу керівниками (власниками) підприємства, що стосуються: процесів інтеграції капіталу, викупу збиткових підприємств, реструктуризації підприємства на засадах маркетингу та логістики, створення паю в акціонерному капіталі інших підприємств, переходу на іншу форму підприємницької діяльності (наприклад, реструктуризація ВАТ у ЗАТ чи навпаки), входження в холдингову структуру та ін. Такі заходи впроваджуються через компроміс інтересів інвесторів, акціонерів, шляхом продажу часток (паю), організацію політики перехресного володіння акціями, подрібнення акцій, розроблення запобіжних заходів для можливого поглинання (ротація топ-менеджерів, зміни в статуті АТ, надвисокі норми виплати дивідендів для погіршення фінансової структури капіталу, конверсія акцій в облигації тощо).

Розв'язання проблеми впровадження в практику господарювання сучасної парадигми управління підприємством вимагає, на думку проф. С. Вовканича, *застосування якісно нового підходу до людини не як до трудового ресурсу — «гвинтика» імперії* [3, с. 91], *а як до важливої складової в системі «ресурс-діяльність — результат»*; ресурс є висхідним підґрунтям потенціалу, а останній, отже, містить у знятому вигляді як суще — атрибут минулого і сьогодення, так і потенційне — власне потенціал» [3, с. 92]. Солідарну наукову позицію висловлюють американський вчений Осип Мороз і український вчений-соціолог, кібернетик Юрій Саєнко: «сумарна вартість інтелектуального продукту в міжнародному економічному обміні зрівнялася з вартістю товарної маси. Настала доба інтелекту... Уміння користуватися інтелектуальними фондами перетворюється на першочергове завдання бізнесу. Підприємства, які не здатні керуватися інтелектуальним капіталом, просто зникатимуть» [4, с. 36].

Цінність підприємства виступає мірою його корисності як для товаровиробника — продуцента (власника компанії), так і для його працівників та клієнтів, що виражається в можливості отримання очікуваних вигід від ділової активності в майбутньому. Адже, як справедливо зауважує польський вчений Вієслав Янік, *«підприємство функціонує не тільки завдяки своїм власникам, а й, в основному, завдяки оточенню. Його зв'язки з оточенням є сильнішими, ніж з власниками»* [5, с. 32]. Проте економічні вигоди виробників (власників) у вигляді прибутків і соціальні вигоди

для клієнтів — поняття не тотожні. На думку Т. Будзяка, *споживча вартість підприємства* означає можливість такого використання засобів виробництва, за якого надходження не лише покривають усі витрати, а й забезпечать власникові додаткову вартість [6]. Вона є однією зі складових факторів, які визначають рівень *комерційної вартості підприємства (його ринкової ціни)*. Сумарна вартість засобів і споживча вартість підприємства — взаємопов'язані величини, адже до *споживчої вартості підприємства належить вартість його засобів, і крім того, додаткова вартість, пов'язана з володінням ними*. Така додаткова вигода називається *репутацією фірми*.

Надлишок над споживчою вартістю формує комерційну вартість підприємства (його ринкову ціну), яку можна охарактеризувати як величину грошових коштів, що її покупці згодні заплатити за це підприємство. Комерційна вартість, що формується в процесі трансакції, коли переплітаються інтереси та цілі продавців і покупців, є, як правило, вищою від споживчої. *Поняття «цінність» розкривається через показники ефективності функціонування підприємства в конкурентному ринковому середовищі*, що, в свою чергу, передбачає раціональну комбінацію факторів виробництва та розподілу продукту.

Аналізуючи особливості економічної системи з двох боків, а саме, суб'єктивного, оскільки ця система завжди пов'язана з практичною діяльністю, і об'єктивного з приводу трансформації об'єктів чи ресурсів у продукти, проф. Г. І. Башнянин показує практичну значимість категорії міри в суспільному житті в цілому, і вартості зокрема: «В економічному житті вартість виступає як абсолютно об'єктивна (і тільки) форма чи категорія, і в її формуванні роль людини абсолютно незначна...» [7, с. 21]. В реальному суспільному чи економічному житті суб'єкти не тільки визначають міру тих чи інших процесів або властивостей матеріальних систем, а й творять цю міру... Сам процес формування об'єктивної міри того чи іншого суспільного процесу — це також «творіння» суб'єктів суспільної практичної діяльності» [7, с. 23—24]. Економічний ефект має двоякий характер: внутрішній (є властивістю певної системи) і зовнішній (отримання економічної вигоди уможливорюється поза даною системою, ззовні). При цьому важливо зазначити, що той самий зовнішній масштаб має відношення тільки до інваріантних властивостей функціонально споріднених чи гомогенних систем; для різнорідних систем є «своє» зовнішнє оточення як сфера реалізації економічних інтересів і цілей розвитку; в ринковій системі зовнішнім мірилом

виступають гроші, за допомогою яких проходить процес «зважування» різних товарів і послуг, тому в практиці господарювання процес вимірювання може бути як реальним, так і умовним (умовно цінність благ прирівнюють до певної суми грошей, присвоюючи їм ціну); умовний спосіб вимірювання повністю «розчиняє практику вимірювання в практиці господарювання і тим самим ускладнює дослідження вартості і цінності благ та грошове відображення цього процесу потрапляє в «тінь» практики господарювання, а *«оцінка як певна підсумкова кількісно-якісна форма за своїм змістом ширша, ніж її економічний репрезентант — вартість»* [7, с. 48].

В теорії фірми розрізняють три основні економічні моделі, кожна з яких задає певну мету, що певним чином впливає на політику компанії за відповідної комбінації вихідних передумов, зокрема: неокласична модель, що задає основи сучасної мікроекономічної теорії; модель ринкової вартості, тісно пов'язаної з економікою фінансів; модель агентських витрат, що являє собою певну модифікацію моделі ринкової вартості і дозволяє врахувати відмінності інтересів власників і менеджерів фірми [8, с. 111—114].

На основі дослідження мінливості постійно зростаючих людських потреб та зміни їх вимог до товарів і послуг як важливого чинника стимулювання інноваційного виробництва та активізації збуту, а також приймаючи припущення про досконалість конкуренції на ринках капіталів, американські вчені Ю. Фама і М. Міллер запропонували *модель ринкової вартості* і показали, що мета фірми повинна полягати в максимізації її приведеної ринкової вартості, що уможливорює не тільки оцінювання ризикованості різних інвестиційних можливостей, а й розширює сферу та зацікавленість щодо застосування такої моделі як власниками компаній, так і найманими менеджерами, коли власність і процес управління є відокремленими; для акціонерних компаній максимізація приведеної ринкової вартості еквівалентна максимізації вартості акцій фірми. Зазначимо, що припущення про ефективні ринки капіталів є досить серйозними, відірваними від практики і допускають реальну можливість досягнення серйозних фінансово-економічних цілей навіть за різнобіжностей позицій менеджерів щодо вибору інвестиційних проектів і залучення зовнішніх джерел фінансування для формування портфеля цінних паперів. *Досконалість ринків капіталів означає, що: рішення приймаються одразу для всіх альтернативних періодів реалізації проектів на*

основі врахування ризиків чистої приведеної вартості капіталу; чиста приведена вартість усіх проектів на момент прийняття рішень більша або рівна нулю; існує можливість вибору правильного значення очікуваної норми чистого прибутку, яка виступає як еквівалент премії за ризик реалізації проектів і розраховується здебільшого за допомогою параметричної моделі переваг, зокрема моделі ціноутворення капітальних активів або моделі арбітражу; немає обмежень на капітал для задоволення фінансових потреб підприємства; проводиться активне стимулювання менеджменту до максимізації вартості через комбіноване використання контрольних, мотиваційних і моніторингових засобів. Ефективне стратегічне управління активами дозволяє не лише збільшити вартість фірми, а й уможливити задоволення потреб правління, акціонерів, працівників, а також ділових суб'єктів. Мірою результативності господарювання, придатною для здійснення правильної системи управління фінансами, є *економічна додана операційна вартість* (EVA — Economic Value Added) [9, с. 77].

Під формуванням доданої операційної вартості фірми розуміють практичну ситуацію, в якій ринкова вартість інвестованого у виробництво капіталу зростає вище від його бухгалтерської вартості, що відповідає реальній сумі капіталу, переданого фірмі інвесторами; звідси підприємство, яке ефективно реалізує вибрану стратегію розвитку і досягає норми повернення від цього капіталу, вищу за його витрати, отримує певний зиск, а саме — додатну теперішню вартість-нетто (NPV) або *додану операційну вартість*. Аналіз джерел формування доданої вартості зводиться до визначення факторів, які впливають на чисті грошові потоки, а саме: а) на норму повернення від інвестованого капіталу; б) норму зростання інвестованого капіталу. Вартість доходів, генерованих у роках, які має після періоду докладного прогнозу вільних грошових переміщень, носить назву *резидуальної вартості* [9, с. 180—181]. Натомість резидуальний дохід оцінює економічні результати підприємства:

— *резидуальний дохід* = операційний прибуток – грошові витрати капіталу
EVA є лише певним перетворенням і уточненням ідеї резидуального доходу, яке впливає зі специфічних принципів калькуляції доходів і капіталу. Отже, EVA — це прибуток, що дорівнює різниці доходу, генерованого фірмою в рамках здійснюваної операційної діяльності, і витрат, які виникають з капіталу, інвестованого на підприємстві. *Проте економічна додана вартість не може бути чистою фінансовою величиною, оскільки*

при її встановленні операційний прибуток не коригується амортизаційними відрахуваннями. Тому економічна додана вартість підлягає різним «викривленням» у результаті прийняття різного способу амортизації майна.

Творцем концепції доданої вартості для акціонерів (*Shareholders Value Added*) є Альфред Раппапорт, який написав піонерську працю під назвою *Creating Shareholder Value*, опубліковану вперше у 1986 році. У процесі моніторингу інвестиційних проектів та їх бенчмаркінгу виступає такий критерій як надлишок грошових коштів, генерованих проектом, а не величина прибутку; відповідно до цього критерію розраховувалися інші відносні показники, такі, як: *рух грошових коштів*; вільні грошові переміщення (*Free Cash Flow*); грошові переміщення, що припадають на одну акцію (*Cash Flow per Share*); грошові переміщення від заінвестованих грошових коштів (*Cash Flow Return on Investment*); *додана вартість для акціонерів*: ринкова додана вартість (*MVA — Market Value Added*), економічна додана вартість (*EVA — Economic Value Added*), додана вартість для акціонерів (*SVA — Shareholders Value Added*), повне повернення для акціонерів (*Total Shareholders Return*).

Вартість підприємства є:

- найбільш бажаною синтетичною мірою ефективності, яка відображає всі аспекти діяльності, що проводить підприємство, чого не можна сказати про прибуток;
- відображенням потоку готівки;
- категорією довгостроковою, яка спирається на майбутні грошові потоки.

Взаємодія процесів формування вартості для акціонерів відображена на рис. 1. Як свідчить зарубіжна і вітчизняна практика, між *EVA* і цінами акцій існує досить слабкий зв'язок, має місце неспіввимірність між фінансовими показниками та оцінками рейтингових агентств, водночас верифікація ролі *MVA* уможливорює скорочення часового горизонту визначення для *EVA*, оскільки ринок капіталу публічно відображається лише через квартальні фінансові результати фірм і часто буває нестабільним, особливо на підприємствах із сезонним характером виробництва та продажів. Варто також зазначити, що домінування ринку капіталу, яке виражається через додану вартість для акціонерів *SVA*, далеко не завжди позитивно впливає на інвестування інноваційної діяльності, людського капіталу, логістичної чи маркетингової інфраструктури.

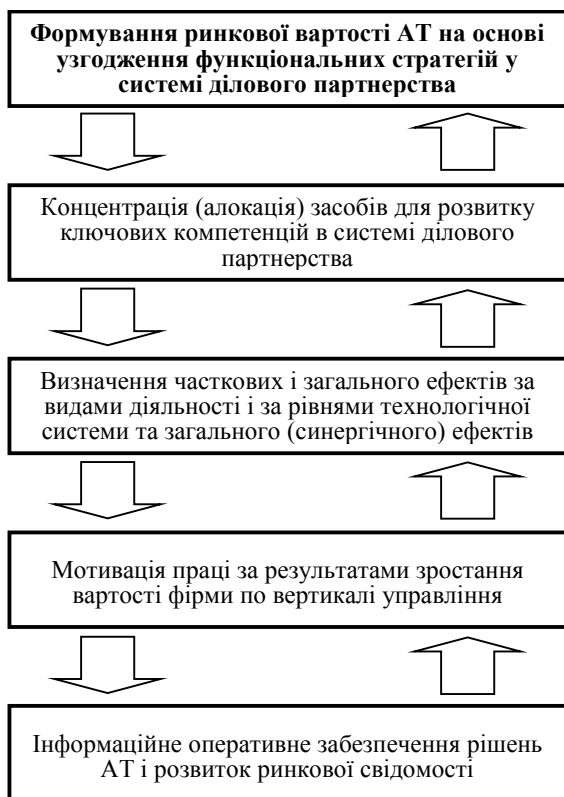


Рис. 2. Взаємодія процесів формування вартості для акціонерів

Джерело: власна праця на основі [2]

Ринкова вартість підприємства (FMV — fair market value) впливає з класичної концепції реальної вартості, що відповідає ціні рівноваги, яка ґрунтується на попиті і пропозиції — випадковій мінусовій вартості і споживчій вартості, а *об'єктивність оцінки ринкової вартості підприємства є залежністю від рівня ефективності ринку, що оцінюється через ринки фінансів і товарів* (табл. 1) детермінація ринкової вартості підприємства передбачає попередні маркетингові дослідження товарних і фінансових ринків та взаємодії ринкових факторів, що визначають як вхідні, так і вихідні параметри бізнесу.

Таблиця 1

ПОКАЗНИКИ, ЩО ВІДОБРАЖАЮТЬ ВАРТІСТЬ І ЦІНУ
ПІДПРИЄМСТВА [6, 9—11]

№ п/п	Показники	Позначення	Методичні підходи і розрахунок
1	Вартість підприємства	Value Based (VB)	VB = ринкова вартість власного капіталу + зобов'язання (або вартість позикових капіталів) = теперішня вартість грошових коштів від операційної діяльності (<i>cash flow</i>) + довгострокова (резидуальна) вартість поза періодом прогнозування) + ринкова вартість цінних паперів*
2	Ринкова вартість підприємства	Fair market value (FMV)	Впливає з класичної концепції реальної вартості, що ґрунтується на попиті і пропозиції — випадкової мінові та споживчої вартості, що зверифікована через фінансові і товарні ринки; об'єктивність даної оцінки залежить від ефективності тих ринків
3	Ціна підприємства		Ціна тісніше пов'язана з відносинами власності ; вартість не є єдиним фактором ціни підприємства; ціну можна розглядати в 2-х аспектах: як окреслену величину на базі вартості; як параметр, що виражає витрати й ефекти (результати); ефект — нетто функціонування підприємства — база для визначення його споживчої здатності — економічної вартості. Категорія ціни тісно пов'язана із зміною стосунків власників
4	Економічна вартість підприємства	Economic value going — concern value (EVG)	Спирається на категорію споживчої вартості і цінності (користі), що з неї впливає, виступає як ефект функціонування підприємства
5	Майнова вартість підприємства		Базується на витратах (вартість історична, репродукційна)

№ п/п	Показники	Позначення	Методичні підходи і розрахунок
6	Інвестиційна вартість підприємства	Investment value	В основі її визначення — продисковані майбутні грошові потоки, розраховані щодо конкретних інвестиційних проектів
7	Додана вартість для акціонерів	Market Value Added (MBA)	Ринкова вартість підприємства (кількість акцій* ринкову ціну 1-ої акції) — бухгалтерська або балансова вартість акціонерного капіталу
7.1	Ринкова додана вартість	Economic Value Added (EVA)	$EVA = (\text{норма прибутку} - \text{середньозважені витрати капіталу}) * \text{авансований капітал}$
7.2	Економічна додана вартість	Shareholders Value Added (SVA)	$SVA = (\text{ринкова ціна продажу акції} - \text{номінальна ціна 1-ї акції}) * \text{кількість реалізованих акцій}$
7.3	Додана вартість для акціонерів	Total Shareholders Return (TSR)	$TSR = \text{прибутковість 1-ої акції} * \text{кількість придбаних акцій}$
7.4	Повне повернення для акціонерів	Total Shareholders return (TSR)	Ціна купівлі акцій – ціна продажу акцій = очікуваний прибуток інвесторів (отримувані дивіденди власниками акцій за період володіння ними)

Теперішня вартість грошових потоків визначається на основі дисконтування cash flow для періоду прогнозування через показник «середньозважені витрати власного і позикового капіталу» ($WACC$ — *Weighted Average Cost*)»

Традиційно додана вартість трактується охоплює функціональні вигоди, оцінені через споживачів порівняно з конкурентами, проте ця категорія може також вимірювати результати самої фірми. На основі опрацювання літературних джерел автором узагальнені положення щодо розуміння поняття «вартість додана», а

саме: додана вартість є результатом успіху підприємства (наприклад, ефективне застосування стратегії на конкурентному ринку); поширеною є думка про віднесення доданої вартості до продуктів чи послуг, що поставляються фірмою, а не спосіб функціонування фірми як єдиним цілим; додана вартість відноситься до нематеріальних активів і/або внутрішніх процесів, які керують вартістю; додана вартість часто є поза усвідомленим контролем фірми через відсутність необхідних знань про управління доданою вартістю; стосовно переважної більшості підприємств для оцінювання їх діяльності використовують концепції, методи і техніку аналізу, що ґрунтується на фінансових показниках (*Cash Flow*, *EVA*, *WACC* та ін.), проте категорію «додана вартість» (як причину і наслідок прийнятих управлінських рішень) слід трактувати багатовимірно, в тому числі, і через нефінансові показники; сфера формування доданої вартості фірми охоплює широке коло клієнтів — як внутрішніх, так і зовнішніх; на основі збагачення знань в стратегічному управлінні можна виділити інтелектуальну додану вартість; систематичне вимірювання доданої вартості фірми уможливорює усвідомлений вибір напрямків розвитку фірми; ще й досі не є ідентифіковане поняття «ланцюг формування вартості підприємства», тому не є визначеним і механізм формування його доданої вартості.

Ринкову вартість підприємства доцільно досліджувати крізь призму формування зінтегрованих шансів, що появляються в турбулентному ринковому середовищі (табл. 2).

В агрегованій формі джерела формування вартості підприємства охоплюють такі види капіталу: реальний (активи підприємства, їх структура); інтелектуальний; людський; організаційний; загальний [11, с. 132]. В сучасній цифровій економіці, за висловлюванням П. Друкера, має місце перехід від управління речами до управління інформацією. Основні складові інтелектуального капіталу, ефективне управління яким виступає важливим довгостроковим чинником зростання ринкової вартості підприємства, показані в табл. 3. Деякі детермінанти виконують роль генераторів вартості, зокрема: зростання продажу; маржа операційного прибутку; ефективна норма податку; рівень оборотного капіталу; динаміка інвестування; середньозважені витрати капіталу; переваги над конкурентами, зокрема, оптимальне співвідношення «ціна/якість» на товар чи послуги, ключові компетенції, брендові технології, висока еластичність ресурсів та результатів тощо.

**ФОРМУВАННЯ ІНТЕГРОВАНІХ ШАНСІВ
ДЛЯ ЗРОСТАННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

Результативність:	Ринкова свідомість:
• Концентрація ресурсів за досягнутим рівнем ефективності процесів, інвестиційних проєктів • Впровадження гнучких, економічних і екологічно орієнтованих технологій • Виготовлення дешевших продуктів і вищої якості • Впровадження практично-орієнтованих формалізованих процедур для фінансової оцінки нової екологічної продукції і відношення до неї потенційних покупців • Мотивація якісної продуктивної праці, в тому числі топ-менеджерів; • Стратегічна оцінка нематеріальних активів (в тому числі фірмових знаків), їх потенціалу, ділової репутації фірми • Впровадження системи збалансованих показників — фінансових і нефінансових • Оцінка доданої вартості для клієнтів, підприємства та інвесторів • Визначення продуктивності технологічної системи та її рівнів за ступенем готовності виробів • Оцінка синергійного ефекту: франчайзингу; вертикальної і горизонтальної інтеграції; партнерського маркетингу; розвитку логістико-маркетингової інфраструктури; від впровадження стратегічно важливих інвестиційних проєктів • Оцінка очікуваної швидкості зміни теперішньої вартості бізнесу • Оцінка показників якості: бізнесу, фірми, економічного зростання	• Концентрація уваги і знань працівників на швидкості завоювання конкурентних переваг • Уточнення ринкових позицій підприємства і стратегії розвитку маркетингу і логістики • Підвищення продуктивності активів і вартості для акціонерів • Пошук компромісів між: вигодами підприємства та суспільними цінностями; вигодами холдингу і його окремими підприємствами; окремими структурними підрозділами в процесі мотивації їх роботи • Зменшення суперечливості поточної, оперативної і прогнозованої інформації шляхом організації і проведення маркетингових досліджень • Оцінка кадрового потенціалу з точки зору стратегічних задач • Оцінка наслідків можливого поглинання, процесів інтеграції капіталу — злиття, викупів • Переконавання акціонерів у необхідності реінвестицій в інновації, освоєння випуску екологічних товарів • Розвиток корпоративної культури по вертикалі управління • Узгодження інтересів мажоритарних і міноритарних акціонерів • Обґрунтування доцільності і необхідності реструктуризації фірми і/або трансформації бізнесу

Джерело: власна праця

Таблиця 3

СКЛАДОВІ ЕЛЕМЕНТИ ІНТЕЛЕКТУАЛЬНОГО КАПІТАЛУ

Капітал людський (гуманітарний)	Капітал клієнтів
• ноу-хау в сфері дослідження ринку, ринку, технології виробництва • продаж, менеджменту • підвищення професійного рівня • підприємництво • творчість, креативність, • інноваційність • ключові компетенції	• товарні марки • фірмові знаки • лояльність клієнтів • умови концесії (від лат. concessio — дозвіл, уступка) — цінової, торговельної, державної, іноземної • вигідні контракти • доступна для клієнтів система технічної допомоги виробника • гарантії для покупців • доступ на фінансові ринки • умови франчайзингу-ліцензійної угоди про право використання товарного знаку • канали дистрибуції • партнерський маркетинг
<i>Капітал організаційно-структурний</i>	
Власність інтелектуальна	Активи інфраструктурні
• патенти • авторські права • комерційна (торговельна) таємниця • унікальні послуги • права товарних знаків (юридично захищені товарні марки)	• філософія бізнесу • організаційна (корпоративна) культура • технологія управління • інформаційна система • прямі і зворотні зв'язки (інформаційні та фінансові потоки)

До змінних бізнесу, що виступають як об'єкти управління ринковою вартістю підприємства і його бізнес-одинацями, належать:

- критерії розвитку (прибуток, чистий дохід, грошовий потік);
- рентабельність — активів, продаж, власного капіталу, інвестицій;
- рівень спеціалізації (вибір процесу розвитку аутсорсингу чи розпад традиційного ланцюга вартості через формування партнерства);

- цінність людського капіталу, система мотивації продуктивної праці і показники якості життя працівників;
- ризикованість бізнесу щодо структури активів і пасивів;
- заключені контракти на поставку: безпосередні зв'язки з клієнтами (від індивідуальних потреб клієнта — до використання потенціалу клієнта); перспективні потреби, потенціал, ключові компетенції клієнта;
- форми торговельної співпраці з клієнтами і їх лояльність;
- наявні і потенційні партнери, їх потенціал та бізнес-інтереси;
- ключові компетенції підприємства (ІТ-технології, інформаційні ресурси, Е-бізнес, інновації, технологічні знання, досвід);
- екологічні вимоги та обмеження та ін.

Більш детально ці фактори розглядаються автором як маркетингові інструменти впливу на зростання ринкової вартості в роботі [12, с. 103—109]. Щоби грамотно оцінити вагомість тих чи інших джерел формування вартості підприємства, потрібна достатньо розвинена теорія економічного вимірювання з позицій вищого типу. Про актуальність даної проблеми можна судити на основі аналізу фінансових результатів вузькоспеціалізованих підприємств, динаміка яких яскраво проявляється на підприємствах нафтогалузі (рис. 3). З використанням простих лінійних регресійних моделей нами визначені коефіцієнти кореляції (r) для залежностей: «чистий дохід-прибуток» ($r = -0,2238$); «чистий прибуток -кредиторська заборгованість- КЗ» ($r = -0,2971$); «активи — кредиторська заборгованість» ($r = 0,9281$); «чистий дохід — кредиторська заборгованість» ($r = 0,9356$). Таким чином, практично не є відчутним ефект масштабу виробництва: навпаки, між прибутком і чистим доходом має місце обернений зв'язок, хоча і слабо виражений. Разом з тим між величиною активів і КЗ, а також чистим доходом і КЗ спостерігається сильний позитивний зв'язок, тобто фінансування активів і зростання продаж проходить переважно за рахунок кредиторської заборгованості (КЗ), прострочення якої підриває діловий імідж підприємства. Показані в табл. 3 дані свідчать про те, що ні активи підприємства, ні чистий дохід не є основними факторами забезпечення прибутку, відповідно, головними структуроутворюючими у процесі формування ринкової вартості підприємств, що представляють стратегічно важливий сектор — нафтову галузь економіки з високим рівнем монополізації товарного ринку.

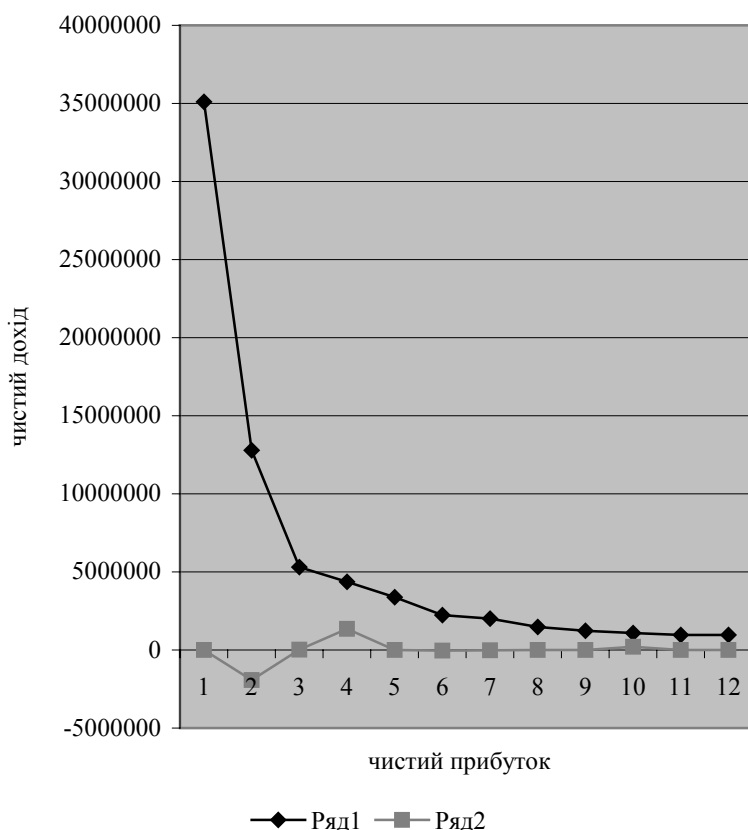


Рис. 3. Залежність чистого прибутку від чистого доходу нафтогазових компаній м. Києва (в тис. грн)

Джерело: Український діловий тижневик, 25.10.2006

Більш ґрунтовний аналіз простроченої КЗ, а також ефективності роботи посередників на ринку нафтогазу дозволив би виявити глибину конфлікту між інтересами та вигодами виробників і клієнтів — постачальників і споживачів, що виступає предметом окремого дослідження. Оцінювання ринкової вартості тих компаній на підставі чистих грошових потоків, особливо для збиткових підприємств, зрозуміло, призведе до істотного зниження

реальної вартості бізнесу (навіть до «спотвореного» її образу). Досить яскраво проявляються на нафтовому ринку *цінові тенденції*: для прикладу, зростання цін на нафту в 2005 році дало американській Exxon Mobil можливість витіснити з другого місця Microsoft (відповідно \$380,6 млрд і \$262 млрд за підсумками року). Сукупна вартість 500 найбільших компаній світу зросла за 2005 рік від \$17,137 до \$18,947 трлн, а найдешевша компанія глобального списку оцінюється у \$12,7 млрд. Це означає, що правила гри на ринку диктуються його сильними учасниками, при цьому часто при підтримці урядових структур. Як показує вітчизняна і зарубіжна практика, стрибкоподібні зміни ринкової вартості підприємств як у сторону зростання, так і зниження вже недостатньо пояснювати впливом таких факторів, як: «зв'язаність» оборотних та позаоборотних активів, «замороженість» капіталу, ефект масштабу виробництва чи за допомогою теорії ринкової рівноваги, яку гостро критикує М. Блауг. У його роботі [13] обґрунтовується думка про те, що ця теорія не стала плідотною відправною точкою для змістовного пояснення механізмів функціонування економіки. Досить важливими є фактори зовнішнього оточення підприємства, ІТ — технології, глобалізації е-бізнесу, де взаємодіють різні ринкові та державні структури, які абстрагуються від «рівноважного тлумачення» і регулюють фінансові, матеріально-речові та інформаційні потоки, тим самим створюють неоднакові умови для реалізації інвестиційних стратегій різних товаровиробників. Тому проблема об'єктивного оцінювання ринкової вартості перш за все пов'язана з оцінюванням вигод і виробників, і споживачів-клієнтів, що передбачає дослідження ієрархії відношень маркетингу і логістики як важливих факторів формування вартості, які ґрунтовно відображені в роботі проф. Є. В. Крикавського [14, с. 218—239].

Фінансові результати і ринкові позиції однотипних підприємств мають істотні розбіжності залежно від форми власності. Про ефективність управління корпоративними правами держави в господарських товариствах з державною часткою в статутному капіталі більше 50 % можна судити за такими даними: за результатами, отриманими ФДМУ за 9 місяців 2005 року відповідно до критеріїв, затверджених наказом Фонду від 24.06.2004 № 1241, 31 % господарських товариств мають ефективне управління, 28 % — задовільне, 41 % — неефективне.

Варто зауважити, що на балансову і, відповідно, ринкову, оцінку компаній впливають також *зміни в стандартах фінансової звітності*. Яскравим прикладом є розроблений недавно Радою із

стандартів фінансового обліку (Financial Accounting Standards Board, FASB) спільно з Радою по МСФО (International Accounting Standards Board, IASB) проект фінансової звітності, який за договорами лізингу приведе до збільшення сумарної балансової вартості компаній на мільярди доларів, при цьому, на думку експертів, ця обставина не покращить їх кредитного рейтингу.

Багатовекторність в управлінні вартістю підприємства призвела до появи численних показників — абсолютних і відносних, вибір яких залежить як від цілей, так і специфіки самого об'єкту дослідження (приватні, державні, акціонерні підприємства, ТНК, ПФГ тощо) чи окремих активів (нематеріальних, зокрема, торговельних марок) чи нерухомості. Емпіричні дослідження підтверджують, що в практиці господарювання використовується багатокритеріальна система оцінки підприємства, в якій відображаються різні аспекти його діяльності, при цьому використовуються як об'єктивні критерії, що піддаються кількісній оцінці (рентабельність, грошовий потік та ін.), так і суб'єктивні, що визначаються на основі експертних оцінок. Проблема полягає в синтезі фінансових показників на основі нормалізації фактичних даних з істотними відхиленнями від середніх величин і використання їх для оцінювання підприємства.

Висновки та напрямки подальших наукових досліджень.

Отримані результати аналітичних досліджень дозволяють виявити методологічні проблеми, пов'язані із симетрією прогнозування фінансових показників і економічною інтерпретацією очікуваних грошових потоків; проблеми пізнання економічних явищ на макро- і мікрорівнях при використанні теорії ринкової рівноваги, методу індукції і статистичних висновків.

В неконкурентному середовищі мірою оцінки благ чи послуг виступають економічні витрати в їх урізаному, нецілісному вигляді, оскільки виробничі витрати стають економічними лише в конкурентному середовищі; із зростанням капіталу і грошових доходів товаровиробників змінюється їх метрологічна поведінка.

Методичні підходи до оцінювання бізнесу необхідно, на нашу думку, формувати в площині тісної взаємодії інтелектуального потенціалу, потенціалу технологічних систем і організаційного потенціалу, визначення яких уможлиблюється через застосування концепцій маркетингу і логістики в системі стратегічного управління ринковою вартістю підприємства. Вирішення подібних проблем вимагає подальшого розвитку теорій фірми, фінансів, ринку, в тому числі, інтелектуального ринку, організації спе-

ціального економетричного дослідження причинно-наслідкових зв'язків «макроекономіка — мікроекономіка» в умовах євроінтеграції бізнесу і розроблення на цій основі методологічних засад оцінювання ринкової вартості підприємства як динамічного процесу.

Література

1. Постанова КМУ «Про затвердження Методики оцінки майна» від 10.12.2003 р., № 1891.
2. *T. Copeland, T. Koller, J. Murrin.* — Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm. — Warszawa: WIG PRESS, 1997. — S. 265.
3. *Вовканич С.* Інформація, інтелект, нація. — М.: Євросвіт, 1999. — 416 с.
4. *Мороз Осип, Саєнко Ю.* Час інтелекту: сукупний український розум. — Видавничий дім «Панорама», 2002. — С. 36.
5. *Янік В.* Зростання вартості підприємства як мета розвитку // Вестник Харьковского государственного политехнического университета. — Харьков: 2000. — Вып. 122. — Ч. 2.
6. *T. Budziak.* Ile jest warte przedsiębiorstwo. — Warszawa: CIM, 1991.
7. *Башнянин Г. І.* Метрологічні економічні системи: вступ у загальну метрологію і методологію формування економічних параметрів. — Львів: Новий світ, 2005. — 1083 с.
8. Классика маркетинга / Составители Энис Б. М., Кокс К. Т., Москва М. П. — СПб.: Питер, 2001. — 752 с. — С. 111—114.
9. Praca zbiorowa pod red. E. Urbańczyka: Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka, T. 2, Wyd. Kreos, Szczecin 2002, s. 77.
10. *P. J. Szczepankowski,* Fuzje i przejęcia. — Warszawa: Wyd. Naukowe PWN, 2000.
11. *Andrej Jaki.* Wycena przedsiębiorstwa. — Kraków, 2004.
12. *Мних О. Б.* Маркетингові інструменти впливу на зростання ринкової вартості підприємства: зарубіжний і вітчизняний досвід // Збірник наукових праць з економіки «Прометей». — 2006. — Вип. 1 (19).
13. *Блауг Марк.* Методология экономической науки, или как экономисты объясняют: Пер. с англ. / Научн. ред. и вступ. слово В. С. Автономова. — М.: НП Журнал «Вопросы экономики», 2004.
14. *Крикавський Є. В.* Логістичне управління: Підручник. — Львів: Національний університет «Львівська політехніка», 2005. — 684 с.
- Мних О. Б.* Оцінювання ринкової вартості підприємства: методологічні проблеми // Вісник «Логістика» НУ «Львівська політехніка», 2006. — № 552. — С. 87—94.

Стаття надійшла до редакції 04.01.2007