

## **СТРАТЕГІЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

**Анотація.** На основі систематизації основних результатів дослідження авторських моделей управління формуванням вартості визначено особливості та напрямки розвитку даної проблематики з урахуванням сучасних тенденцій розвитку бізнес-середовища господарювання та новітніх теорій, що розвиваються у суміжних сферах економічних досліджень.

**Ключові слова:** формування вартості, зацікавлені особи, бізнес-модель, цінність для стейкхолдерів.

**Вступ.** Розуміння економічної природи вартості підприємства в наукових дослідженнях є неоднозначним, а множинність концепцій щодо її формування не представляють системного розв'язання проблеми її збільшення. Саме цей факт визначає необхідність розмежування протиріч вартісних категорій і ґрунтовнішого дослідження формування вартості підприємства як економічного блага особливо-

го роду, що має економічну, інституційну, інвестиційну, фінансову, маркетингову, ринкову та інноваційну природу. Моделювання вартості в контексті забезпечення ефективності діяльності підприємства має відбуватися з урахуванням сучасних теоретичних наукових розробок у суміжних сферах економічних досліджень і враховуючи сучасні тенденції і передумови розвитку бізнес-середовища господарювання підприємств. Це, в свою чергу, обумовлює необхідність постійного вдосконалення управлінських моделей і технологій, що використовує менеджмент для забезпечення реалізації стратегії й отримання очікуваних економічних результатів.

**Аналіз досліджень і публікацій.** У сучасній науковій літературі описані різні моделі управління вартістю підприємства з точки зору забезпечення ефективності його розвитку: факторна модель А. Раппопорта [3]; модель, що базується на визначенні спреда продуктивності [1]; модель ключових факторів вартості (*The Key-Value-Driver Model — KVDM*), яка запропонована А. Брейлі та С. Майерсом [2]; модель Т. Коупленда, Т. Колера, Дж. Муріна, А. Долгоффа [9], які розглядають вартість як найповнішу міру результативності управління бізнесом з двох позицій: як сукупність матеріальних і нематеріальних активів і з точки зору визначення спреда продуктивності (доходності) капіталу; підхід А. Дамодарана [4], відповідно до якого методологія дисконтованих грошових потоків дозволяє виділити чотири способи формування вартості (збільшення грошових потоків, які генерують активи; збільшення темпів зростання грошових потоків за рахунок підвищення частки реінвестування прибутку або підвищення віддачі інвестованого капіталу (якість інвестицій); збільшення тривалості періоду високого темпу зростання; реалізація відповідних заходів щодо зниження витрат на капітал за рахунок зменшення операційних ризиків інвестованого капіталу, зміни пропорцій боргового фінансування або зміни умов залучення капіталу); модель К. Уолша [16], яка базується на основі збалансованості між прибутком, активами та зростанням; модель С. Мордашева [14], яка побудована на основі аналізу чутливості факторів, що формують вартість; модель І. Єгерєва [5], яка побудована на основі оцінки впливу параметрів виробничого та фінансового циклів на вартість підприємства.

Перелічені моделі характеризуються своєю унікальною цінністю та фундаментальністю. На їх основі в сучасній економічній літературі представлені більш системні (інтегровані) моделі управління вартістю підприємств з урахуванням специфіки їх функціонування у зовнішньому середовищі. Система інтегрованого управління вартістю запропонована д.е.н. І. Івашковською [7]. Розвиток, уточнення та доповнення теоретико-методологічного базису управління підприємством на основі його вартості набули в наукових дослідженнях д.е.н. М. Кудіної [10], д.е.н. О. Яковлевої [19], д.е.н. О. Мендрула [11, 12], д.е.н. О. Мних [13]. Варто зазначити, що підходи до управління вартістю, які описані в наукових працях зазначених авторів базуються на тих фундаментальних положеннях, які були віднесені нами до класичних. Однак сучасні науковці значно розширили межі застосування базових фундаментальних моделей. Так, д.е.н. І. Івашковська [6, 7] досліджує проблематику прирощення вартості для фінансових і не фінансових стейкхолдерів з урахуванням особливостей розвитку інноваційної економіки. Розроблена система інтегрованого управління вартістю реалізується в концепції гармонійної компанії та її характеристики, які включають: формування нового типу структури капіталу, архітектуру капіталу у розрізі таких його видів, як фінансовий, інтелектуальний і соціальний; узгодження багатовекторних інтересів фінансових і не фінансових стейкхолдерів у просторі взаємодії визначених видів капіталу; формування

сітьових взаємодій стейкхолдерів як стратегічного фактору вартості компанії; утворення особливої групи інвестиційного ризику — стейкхолдерського ризику, який перешкоджає створенню та нарощенню інтелектуального та соціального капіталу. Д.е.н. М.Кудіною [10] обґрунтована фундаментально-вартісна концепція компанії, яка відображає формування її вартості в реальному секторі економіки, і механізми її зростання в умовах глобалізації та нестабільних ринкових процесів. Д.е.н. О. Мних [13] розвинула теоретико-методологічні положення формування вартості підприємства та обґрунтувала методичні підходи щодо стратегічного управління вартістю відповідно до вимог соціально відповідального бізнесу і ринкових ситуацій.

**Постановка задачі.** Узагальнення основних наукових результатів представлених авторів дозволяє сфокусувати увагу на таких аспектах, які на наш погляд, є визначальними в сучасних умовах розвитку, з точки зору забезпечення ефективності практичної реалізації моделі управління формуванням вартості підприємства.

**Результати.** Складовими частинами моделі управління вартістю компанії є ідеологія, принципи та управлінські процеси. Ідеологія робить управління усвідомленим і задає напрям руху. Принципи дають базу для обґрунтованого оцінювання альтернатив. Налагодженість процесів визначає ефективність організації в реалізації стратегії і досягнення поставлених цілей. Стрижнем ідеології є вибір завдання максимізації вартості підприємства в якості генеральної корпоративної мети і переконаність верхньої ланки управлінців у можливості цілеспрямованого і систематичного керування процесом її формування. Бачення своєї головної фінансової мети в максимізації вартості підприємства і розуміння того, які параметри впливають на її зростання, складають їх вартісне мислення. Всі інші цілі: задоволеність споживача, частка ринку, впізнаваність і популярність — є проміжними, що відображають, як правило, ступінь впливу різних груп, що претендують на частку в результатах діяльності, або трансформуються у завдання максимізації вартості, або слугують обмеженнями на шляху вирішення цього завдання.

В умовах динамічного розвитку інноваційної економіки виникає необхідність у трансформації базової економічної логіки управління підприємствами на основі їх вартості, що пов'язано з таким:

- відбуваються суттєві трансформації в стратегічному процесі підприємств. У забезпеченні конкурентоспроможності підприємства на перший план виходять динамічні здатності, які полягають в інтегруванні, створенні та реконфігурації внутрішніх і зовнішніх компетенцій для досягнення рівня відповідності динамічному середовищу [15]. Необхідність пошуку інструментарію вивчення та оцінки таких здатностей формує новий вектор для розвитку стратегічних технологій ведення бізнесу. Поряд з ним потрібно зміщення зусиль в область креативної діяльності, оскільки в економіці знань підприємства мають бути ефективні не стільки в розміщенні залученого капіталу, скільки в розпізнаванні нових можливостей бізнесу, реконфігурації компетенцій з урахуванням нових можливостей і в створенні нових компетенцій;

- зі змінами в аналітичних концепціях економічного оцінювання підприємств. В умовах переходу до інноваційної економіки фінансовий капітал не створює сам по собі ніяких ключових компетенцій. Необхідно включення нових об'єктів — інтелектуального і соціального капіталів у поле зору фінансової аналітики. Акцент зміщується, насамперед, в область інтелектуальної складової. Накопичення трансформаційних компетенцій, які складають ядро інтелектуального капіталу,

залежить від креативних здібностей основних зацікавлених осіб підприємства як носіїв знань і від якості сформованих з ними зв'язків. Дослідження таких взаємозв'язків з позицій системного підходу, як зазначає Г. Клейнер, передбачає формування та аналіз конфігурації колективних дійових осіб, поведінка яких утворює стійкий кластер в просторі факторів і результатів прийняття рішень, і при цьому цей аналіз буде охоплювати як відносини власності, так і управлінські і виконавські ресурси [8, с. 161]. Формування стейкхолдерських мереж пов'язано, як уже зазначалося, із зростанням ролі «портфеля відносин» [23] як нової групи конкурентних переваг. Тому, в процесі аналізу капіталу акцент зміщується в соціальний простір. У двох нових областях виникає, перш за все, проблема фінансових вимірювань, які потрібні для характеристики інвестованого капіталу, а також вимірювань ефективності використання різних форм капіталу. Крім того, виникає проблема аналізу взаємозв'язків між ними [22];

- зі зрушеннями в розумінні системи інтересів та їх взаємодії, які визначають мотивацію суб'єктів бізнесу, впливають на створення вартості та на її розподіл. Агентський конфлікт першого рівня впливає з протиріч інтересів, цілей і часових горизонтів при прийнятті рішень між найманими виконавцями-агентами і власниками. Ці конфлікти не можуть бути ліквідовані шляхом укладення повного контракту і систематично відтворюються через неможливість повноцінного контролю його виконання. Агентські конфлікти інших рівнів охоплюють комплекс протиріч інтересів між різними категоріями інвесторів (акціонери проти кредиторів), власників (наприклад, мажоритарних та міноритарних) і призводять до зростання витрат на їх моніторинг. У рамках агентського підходу теоретичний фінансовий аналіз націлений на виявлення агентських витрат, або втраченої частини вартості підприємства для власника. Погляд на систему інтересів через призму агентських конфліктів різних рівнів має бути трансформований. Необхідним стає переосмислення ролі агентських конфліктів, введених у теорію корпоративних фінансів в умовах домінування економіки індустріального типу. Актуалізується проблема пошуку способів відображення більш об'ємного і складного простору інтересів не фінансових стейкхолдерів і пов'язаного з ними системного контуру не фінансового капіталу у сучасній концепції фінансового аналізу [15];

Визначені передумови змінюють конфігурацію векторів формування вартості, які традиційно зводилися до фінансового та операційного рівнів. В умовах інноваційної економіки виникає нова розстановка сил: фінансовий капітал більше не є визначальним для забезпечення конкурентоспроможності у довгостроковій перспективі. Виділення операційних факторів вартості також є недостатнім, так як вони не враховують нову конфігурацію рушійних сил у динамічній природі конкуренції. Трансформаційні здатності та сформовані на їх основі динамічні компетенції не зводяться до операційних компетенцій підприємства і не тотожні їм. У даній ситуації актуалізується точка зору С. Уінтера про необхідність розрізняти ієрархію конкурентних здатностей фірми. У відповідності з його підходом операційні здатності в такий ієрархії віднесені до нижчого рівня, а динамічні — до найвищого [24]. Щоб відобразити цю кардинальну зміну, у процесі формування вартості необхідно виділити цей специфічний рівень. Інтереси зацікавлених осіб доцільно розглядати як фактор формування вартості вищого порядку, якому притаманний найпотужніший вплив на стратегічний результат компанії і на ефективність виконання корпоративної стратегії.

Багатовекторне представлення підприємства як відкритої соціально-економічної системи, суб'єкта і об'єкта управління його вартістю має знайти відображення

у дієвих механізмах формування вартості, у передумовах їх реалізації для виявлення нових джерел у ланцюгу створення доданої вартості і в системі ключових показників бізнесу. Дослідження даної проблематики дозволяє розглядати дану проблематику в двох аспектах: фінансовому — на основі механізму капіталізації і стратегічному — на основі реалізації бізнес-моделі. Вплив бізнес-моделі на процеси капіталізації ґрунтовно досліджений у наукових працях д.е.н. Л. Фролової та к.е.н. О. Кравченко, а їх взаємозв'язок з цінністю (вартістю) підприємства описаний таким «рівнянням цінності» [18, с.156 ]:

$$V = M \times R_k, \quad (1)$$

де  $V$  — *Value* (цінність);

$M$  — *Model* (бізнес-модель);

$R_k$  — *Capitalizations rate* (рівень капіталізації).

Представлена логіка, в рамках даного дослідження, набуває розвитку, в якій мають бути інтегровані інтереси фінансових і не фінансових стейкхолдерів підприємства. Основою такої логіки є простір інтересів як фінансових, так і не фінансових зацікавлених осіб, який перетворюється на об'єкт структурування. Їх оцінювання і узгодження — це невід'ємна умова аналізу і вибору управлінських рішень. Балансування множинних інтересів є необхідним тому, що платформа створення вартості формується не тільки традиційними видами капіталу. Соціальний та інтелектуальний капітал формують системний контур не фінансових його форм, який базується на створенні та накопиченні специфічних активів, які або неможливо відтворити, або це вимагає значних витрат і часу. Досягнення оптимального співвідношення фінансового, інтелектуального і соціального капіталів стає необхідною умовою формування вартості для стейкхолдерів [7].

Формування вартості для фінансових і не фінансових зацікавлених осіб встановлює рамки для розвитку фінансової моделі аналізу компанії і для структурування простору інтересів стейкхолдерів. Створення цінності для клієнтів і виявлення ринкових можливостей як процесу, що забезпечує виробництво продукції (послуг), що формують конкурентні переваги, становлять лише частину процесу формування вартості підприємства. Структурування інтересів стейкхолдерів, що означає їх аналіз, виявлення стратегічних намірів, ідентифікацію протиріч чи конфліктів інтересів і намірів, розробка заходів гармонізації інтересів — стають невід'ємними елементами процесу створення вартості підприємства. Формування системного контуру не фінансового капіталу обумовлює необхідність побудови збалансованої архітектури капіталу. Координація процесів в контурах фінансового та не фінансового капіталів передбачає гармонізацію інтересів стратегічних стейкхолдерів. Таким чином, нове вартісне мислення створює оболонку для сукупності процесів координації, що утворюють всю систему багатовекторного управління вартістю. Стрижень підходу впливає з концепції гармонійної компанії, яка запропонована російським ученим д.е.н. І. Івашковською [7], що зумовлює завдання і методи узгодження інтересів зацікавлених осіб.

Досягнення зростання вартості відноситься до кола завдань підвищеної складності для управлінських команд національних підприємств. Передбачення конфліктності в управлінській гілці при переході до вартісно-орієнтованого мислення — це дії на випередження. Виконуючи цю роль, менеджмент підприємства має виступати гарантами успіху переходу до нової парадигми фінансового аналізу і нового вартісного світогляду. Для реалізації цієї ролі в національному діловому середовищі знадобиться особлива майстерність і гнучкість у подоланні серйозних

перешкод. Перелік перешкод слід починати саме з внутрішніх характеристик вітчизняних підприємств, що визначають підходи до побудови бізнесу. Перша група проблем пов'язана зі сформованими традиціями аналізу та управління. До факторів цього роду треба віднести такі: дотримання бухгалтерського мислення в обґрунтуванні стратегічних рішень; бачення майбутнього в показниках, що відповідають рівню оперативного управління підприємством; нерозвиненість звички і смаку до стратегічного управління навіть у традиційних його формах; нерозвиненість систем фінансового планування і розробки прогнозних даних; слабкий взаємозв'язок між фінансовим і маркетинговим плануванням; неадекватність систем внутрішнього управлінського обліку, що не дозволяють чи ускладнює виділення даних за сегментами бізнесу, за окремими рівнями управління та центрами відповідальності, окремих функцій бізнесу; нестача культури аналізу бізнес-процесів.

Друга за значущістю група чинників іде корінням у менталітет самих власників. Занадто багатьом з них властивий поверхневий погляд на вартість підприємства як на механічну суму вартості активів або тільки на поточну ринкову капіталізацію підприємства відкритого типу, невміння усвідомити і визнати значущість фундаментальної вартості і для підприємства закритого типу, відсутність «бачення чи почуття вартості», яке виражається в нерозумінні сукупності і взаємодії факторів, що впливають на неї. До цього переліку слід додати і нерозвиненість культури аналізу конфігурації кластерів колективних дійових осіб — стейкхолдерів і недооцінку їх ролі в досягненні стратегічної стійкості бізнесу. Проте якість корпоративного управління, яку їм належить забезпечувати, неможливо розглядати у відриві від результатів підприємства в системі координат вартості, досягнутої на основі балансу інтересів «колективних дійових осіб». Більше того, про якість самого корпоративного управління в найближчому майбутньому доведеться судити саме в координатах цінності, не тільки отриманої, але і створеної для зацікавлених осіб.

**Висновок.** Таким чином, конфігурація окресленої в статті проблематики управління формуванням вартості підприємств пов'язана з кількома напрямками наукових досліджень. Її розв'язання потребує концептуального прориву в розумінні сутності характеристик процесу стійкого зростання вартості та механізмів його забезпечення. Це неможливо зробити без переосмислення теоретико-методологічних позицій у контексті низки суміжних наукових областей, які пов'язані з побудовою сучасної теорії та практики розвитку менеджменту підприємства на засадах управління його вартістю. Узагальнення основних наукових результатів авторських моделей управління формуванням вартості, як симбіозу фундаментальних положень сучасних концепцій стратегічного та фінансового менеджменту, дозволяють говорити про багатовекторність даного процесу в сучасних умовах господарювання та актуалізують розвиток таких напрямків дослідження: методології оцінювання цінності, що передається та отримується підприємством і його стейкхолдерами; концепції бізнес-моделювання з урахуванням задоволення інтересів стейкхолдерів; концепції фінансового аналізу з урахуванням змін архітектури капіталу та посиленням його інтелектуальної та соціальної складової.

### Література

1. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам. Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Г. Арнольд. — М.: Баланс Бизнес Букс, 2007. — 748 с.
2. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М.: Олимп-Бизнес, 2012. — 978 с.

3. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты [Монография] / Д. Л. Волков. — СПб.: Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. — 320 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 1344 с.
5. Егерев И. А. Стоимость бизнеса: Искусство управления [Текст]: учеб. пособие / И. А. Егерев. — М.: Дело, 2003. — 465 с.
6. Ивашковская И. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И. Ивашковская. — М.: Инфра-М, 2009. — 430 с.
7. Ивашковская И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход / И. В. Ивашковская — М.: ИНФРА-М, 2013. — 319 с.
8. Клейнер Г. Стратегия предприятия / Г. Клейнер. — М.: Дело, 2008. — 568 с.
9. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление [Текст]: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин.—3-е изд., перер. и доп.—М.: Олимп-Бизнес, 2005.—576 с.
10. Кудина М. В. Теория стоимости компании. Монография / М.Кудина. — М.: ИД «ФОРУМ», ИНФРА-М, 2010. — 368 с.
11. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств. Монографія / О. Г. Мендрул. — К.: КНЕУ, 2002. — 272 с.
12. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства / О. Г. Мендрул. — К.: КНЕУ, 2011. — 538 с.
13. Мних О. Б. Маркетингова концепція формування вартості машинобудівного підприємства: теорія і практика: [монографія] / Мних О. Б. — Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2009. — 428 с.
14. Мордашов С. Рычаги управления стоимостью компании / С.Мордашов // Рынок ценных бумаг. — 2001. — № 15. — С. 15—18.
15. Тис Д. Динамические способности фирмы и стратегическое управление / Д.Тис, Г. Пизано, Э. Шуен // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 8. Менеджмент. — 2003. — № 4. — С. 133—183.
16. Уолш К. Ключевые показатели бизнеса. Ключевые показатели менеджмента. Полное руководство по работе с критическими числами, управляющими вашим бизнесом / К. Уолш. — М.: Companion Group, 2012. — 416 с.
17. Фролова Л. В. Формирование бизнес-модели предприятия. Учебник / Л. В. Фролова, Е. С. Кравченко. — К.: Центр учебной литературы, 2012. — 384 с.
18. Фролова Л. Эффективная бизнес-модель как инструмент управления капитализацией предприятия / Л. Фролова, Е. Кравченко // Капитализация предприятий: теория и практика [Монография] / под ред. д.э.н., проф. И. П. Булеева, д.э.н., проф. Н. Е. Брюховецкой; НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти; ДонУЭП. — Донецк, 2011. — 328 с. — Раздел 5. — С. 149—165
19. Яковлева Е. А. Управление стоимостью предприятия в инновационном процессе: Монография / Е.А.Яковлева. — СПб.: Изд-во СПбГПУ, 2008
20. Barton S. L., Hill N. C., Stindaram S. An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure // Financial Management. — 1989. — Vol. 18. — No. 1. — P. 36—44.
21. Cornell B., Shapiro A. S. Corporate Stakeholders and Corporate Finance // Financial Management. — 1987. — Vol. 16. — No. 1. — P. 5—14.
22. Holder M. E., Langrehr F. W., Hexter L. J. Dividend Policy Determinants: an Investigation of the Influences of Stakeholder Theory // Financial Management. — 1998. — Vol. 27. — No. 3. — P. 73—82.
23. Venkatraman N., Subramanian M. Theorizing the Future of Strategy: Questions for Shaping Strategy Research in the Knowledge Economy // Handbook of Strategy and Management / ed. by A. Pettigrew, H. Thomas, R. Whittington. L.: Sage Publications, 2002.
24. Winter S. G. Understanding Dynamic Capabilities // Strategic Management Journal. — 2003. — Vol. 24. — No. 10. — P. 991—995.

Стаття надійшла до редакції 22.04.2013 р.