

ОБҐРУНТУВАННЯ ВИБОРУ ФОРМИ ВІЯВУ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА ДЛЯ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ВИРОБНИЦТВА

В статті досліджується проблема визначення сутності поняття вартості підприємства як інтегрального критерію ефективності його діяльності та аналізуються різні форми її вияву. На основі одержаних результатів аналізу зроблено висновок про те, що для досягнення поставленої мети найбільш виправдано визначати вартість підприємства на основі дисконтованого грошового потоку.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: ефективність, вартість підприємства, ринкова вартість підприємства, внутрішня вартість підприємства, дисконтований грошовий потік, капіталізація.

Вступ. На сучасному етапі глобалізації та інтернаціоналізації бізнесу важливого значення набуває такий інтегральний показник ефективності діяльності підприємства, як його вартість. У зв'язку з цим закономірно виникає запитання: чому саме показник вартості підприємства є важливим результатом діяльності і чому виникає потреба у його максимізації?

Проблемі оцінки та управління вартістю підприємства присвячено багато праць зарубіжних та вітчизняних економістів, зокрема таких, як М. Міллер, Ф. Модільяні, А. Раппапорт, А. Дамодаран, Т. Коупленд, Б. Стюарт, Б. Дж. Мадден, Дж. Д. Мартін, Дж. Фрідман, Г. М. Десмонд, П. Друкер, І. Івашковська, Д. Степанов, О. Мендрул, Т. Момот та ін. Проте в цих роботах не досліджується, який саме вид вартості найдоцільніше застосовувати в якості критерію оцінки ефективності діяльності підприємства, і, як наслідок, які методи оцінки вартості є найприйнятнішими для потреб менеджменту. Саме ці проблеми і визначають мету та структуру нашого дослідження.

Щоб дати на них відповідь, необхідно, насамперед, розкрити сутність поняття вартості підприємства. Зразу ж зазначимо, що серед економістів немає єдиної думки з цього приводу, особливо якщо врахувати ту обставину, що в теорії і практиці розглядається багато видів вартості підприємства, які мають різне цільове призначення. Так, у світовій практиці використовується поняття «ринкова вартість фірми» (market value of firm), що кількісно

розраховується як добуток ціни простої акції корпорації на кількість акцій в обігу. По суті, отриманий результат є не що інше як ринкова вартість акціонерного капіталу (market value of equity). Крім того, розрізняють вартість діючого підприємства як уже існуючий бізнес без залучення на період оцінки інвестицій (working concern value), інвестиційну вартість (investment value), що є вартістю для персоніфікованого інвестора відповідно до цілей, які ставляться при здійсненні інвестицій у бізнес, і прийнятих критеріїв оцінки. Широко використовується і таке поняття вартості підприємства, як балансова (бухгалтерська) вартість (book value), яка визначається вартістю активів підприємства, зменшених на величину зобов'язань, а також на вартість привілейованих акцій і нематеріальних активів. У разі банкрутства використовують і поняття ліквідаційної вартості (liquidation value), що визначається в процесі продажу окремих активів підприємства або підприємства як цілісного майнового комплексу.

Взагалі, у вітчизняних та міжнародних стандартах використовується такі терміни вартості підприємств або окремих активів, як справедлива (ринкова) вартість (ринкова вартість)¹; ринкова вартість підприємства за існуючого використання (вартість у використанні); вартість діючого підприємства як цілісного майнового комплексу (вартість діючого підприємства); балансова вартість активів (балансова вартість); переоцінена вартість активів (переоцінена сума); інвестиційна вартість (інвестиційна вартість); ліквідаційна вартість (вартість за примусового продажу) та ін. [6, с. 21].

Як бачимо, у науковому обороті і в практиці, у тому числі і в оціночній, використовується велика кількість різновидів вартості². З цього приводу зазначимо, що, по перше, ми не ставимо за мету розглядати різновиди вартості окремих активів, оскільки це не входить у предмет нашого дослідження, а по-друге, головну увагу ми будемо акцентувати на вартості підприємства, що спроможне примножувати багатство його власників і задовольняти інтереси інших зацікавлених сторін.

Для здійснення такого аналізу насамперед зазначимо, що підприємство являє собою особливий вид товару, бо лише він спроможний задовольняти виняткову потребу економічних суб'єктів у зростанні їх матеріального благополуччя. Крім того, підприєм-

¹ У дужках наведені терміни з міжнародних стандартів.

² У літературі зустрічаються й інші види вартості, які пропонуються різними авторами, але вони не знайшли офіційного визнання через включення у стандарти.

ства — це не масовий товар, який не може бути запропонований споживачам у великій кількості подібно до продовольчих товарів чи товарів широкого вжитку або багатьох промислових товарів — техніки, обладнання тощо. До того ж, підприємство як товар є неподільним і на відміну від інших товарів, у тому числі й капітальних, які або зразу споживаються, або втрачають з часом свої властивості, не втрачає за правильної стратегії і тактики своєї корисності. На цій обставині є потреба зупинитися детальніше.

Очевидно, що підприємство, як і будь-який інший товар, може мати вартість за умови, що воно володіє уже згаданою властивістю — корисністю. Остання характеризується здатністю підприємства задовольняти потреби існуючого і/або потенційного власника (власників). Крім того, підприємство, як особливий товар, повинно мати обмежений характер пропозиції. Іншим словами, для нього повинна бути притаманною властивість рідкості (обмеженості), як однієї із фундаментальних категорій економіки. Існування цієї категорії зумовлене тією об'єктивною обставиною, що потреба суспільства в благах матеріального і нематеріального характеру є необмеженими. В той же час, як підкреслюють П. Самуельсон і В. Нордгауз, у серцевині аналітичної економіки лежить факт обмеженості ресурсів [7, с. 39].

У зв'язку з цим стає неможливим виробляти безмежну кількість відповідного товару, тим паче, коли йдеться про підприємство. Як бачимо, є всі підстави ще раз наголосити на обмеженості сукупної пропозиції в довгостроковому періоді і принагідно згадати про відомий економічний постулат: ніяке благо, у тому числі і майно, не буде мати вартості подібно до повітря і морської води, якщо на ринку усі його учасники будуть мати необмежений доступ до цього блага з метою його набуття для задоволення своїх потреб.

Щоб підприємство мало вартість необхідно, щоб виконувались такі важливі умови, як наявність у покупців купівельної спроможності та наявність у продавців, як суб'єктів ринку, права розпорядження своєю власністю. Лише поєднання цих умов з розглянутими властивостями — корисності і рідкості — і зумовлює вияв вартості товару, у тому числі і підприємства.

За думкою Дж. Фрідмена та Н. Ордуела вартість може бути розділена на дві широкі категорії: вартість в обміні і вартість у користуванні. Першу з них вони називають об'єктивною, формою вияву якої є ринкова вартість. Вартість у користуванні в їх трактуванні є суб'єктивною і вона набуває форми інвестиційної вартості, ліквідаційної, страхової, орендної та ін. [9, с. 12]

Виходячи з мети нашого дослідження щодо орієнтації на вартість підприємства як критерію ефективності його діяльності, вважаємо, що для практичного використання цього критерію ринкова вартість має обмежені можливості. Це зумовлено тим, що для виявлення суто ринкової вартості підприємства воно повинне бути продане. З цього приводу Т. Н. Десмонд, Р. Е. Келлі пишуть наступне: «Обґрунтована ринкова вартість — це ціна, характерна для даного виду об'єкту власності на конкурентному і відкритому ринку за передбачення, що покупець і продавець діють економічно раціонально і усвідомлено з типовою мотивацією учасників..., володіють необхідною інформацією і не відчують будь-яких зовнішніх примушувань до угоди» [1, с. 103]. Майже аналогічне трактування ринкової вартості наводиться в СТО РОО 20-04-96 (Стандарт Российского общества оценщиков. — М.: РОО, 1996), згідно з яким вартість — це «розрахункова величина, що дорівнює грошовій сумі, за яку передбачається перехід майна із рук в руки на дату оцінки в результаті комерційної угоди між добровільним покупцем і добровільним продавцем після адекватного маркетингу; при цьому передбачається, що кожна зі сторін діяла компетентно, обдумано і непримусово».

Проте продаж підприємства — це разовий акт і отримана в результаті такого продажу вартість (ціна) уже не може бути використана попереднім і новим власником для цілей стимулювання менеджменту і розв'язання інших прикладних завдань, що впливають з використання вартості підприємства як важливого критерію ефективності функціонування бізнесу. Правда, тут можливе заперечення в тому сенсі, що, мовляв, для визначення вартості підприємства може бути використаний метод аналогій — орієнтація на вартість проданого подібного підприємства. Тут мається на увазі, що усвідомлений покупець не погодиться на купівлю підприємства за ціною, що є більшою від найменшої ціни, пропонованої за інше підприємство, яке виробляє аналогічну продукцію з приблизно таким же рівнем конкурентоспроможності, подібними каналами дистрибуції та іміджем.

Але при цьому потрібно мати на увазі, що такого аналогу може не бути взагалі або ж він (аналог) може мати істотні відмінності в ключових параметрах порівняно з оцінюваним підприємством, що, врешті-решт, спотворить реальну вартість останнього. І що дуже важливо, позиціонування вартості підприємства як критерію ефективності передбачає постійне його використання в прикладних цілях, що змушуватиме постійно шукати для такого під-

приємства відповідний аналог. За таких умов розв'язання цього завдання стає малоймовірним.

На відміну від розглянутих способів вияву вартості в обміні у формі ринкової вартості, більш прийнятним і адекватним реальному економічному стану підприємства є ринкова вартість (market value of firm), що є результатом капіталізації і визначається, як ми уже зазначали, добутком курсу акцій на їх кількість в обігу. Оцінка вартості таким способом має досить вагомі переваги через існування достатньо високого позитивного кореляційного зв'язку між ціною акцій і економічним станом підприємства. Завдяки такій залежності акціонери і потенційні інвестори мають змогу оцінювати ефективність діяльності підприємства, порівнюючи зміну курсу його акцій з динамікою курсу акцій підприємств цієї ж галузі в цілому або ж окремих відомих однопрофільних підприємств. За потреби можна також порівняння здійснювати із динамікою руху курсу акцій по фондовому ринку в цілому. Зрозуміло, що позитивні зрушення в ціні акцій підприємства засвідчуватимуть про його ефективну діяльність і, зокрема, про успішну роботу менеджменту, і навпаки.

Разом з тим цей спосіб визначення ринкової вартості підприємства має і серйозні вади. По-перше, така оцінка можлива лише для корпоративних підприємств і тільки таких, акції яких котируються на фондовому ринку. По-друге, як показує практика ціна акцій на фондовому ринку нерідко не відображає справжнього фінансово-економічного стану підприємства через різні спекулятивні операції, що викликані багатьма причинами, у тому числі і в зв'язку з існуванням агентської проблеми¹. З цього приводу зазначимо, що саме за вказаної причини ринкова вартість підприємства може бути спотвореною: капітал на фондовому ринку нерідко набуває форми фіктивного капіталу, а тому може виникнути велика різниця між ринковою вартістю акціонерного капіталу підприємства і його вартістю як діючого підприємства. Ця різниця в змозі підсилюватися і тією обставиною, що фондовий ринок не завжди своєчасно реагує на внутрішньогосподарські інновації, здійснення яких в умовах конкуренції не розголошується, але які через певний час справляють позитивний вплив на ефективність діяльності підприємства завдяки появі на ринку нових чи більш якісніших товарів.

¹ Сутність агентської проблеми полягає в існуванні конфлікту інтересів власників та менеджерів підприємства, що призводить до опортуністичних дій менеджменту, які можуть полягати в шахрайстві та наданні неправдивої інформації про діяльність підприємства для маніпуляцій на фондовому ринку.

Варто зазначити, що спекулятивні операції на фондовому ринку можуть не лише завищувати вартість підприємства, а й занижувати її. Тому для одержання об'єктивної інформації про вартість підприємства потрібно застосовувати, поряд з розглянутими, й інші методологічні підходи, що базуються на ринкових принципах. Найбільш прийнятним з них, на наш погляд, є дохідний підхід до визначення вартості підприємства шляхом дисконтування майбутніх грошових потоків. Як зазначає Д. Степанов, основний принцип даного підходу полягає у тому, що нова вартість створюється лише тоді, коли компанія отримує таку віддачу від інвестованого капіталу, яка перевищує затрати на його залучення [8]. Суть такого методологічного підходу до визначення вартості полягає в тому, що власник підприємства (бізнесу) може його продати за ціною, яка не є нижчою за поточну вартість прогнозованих майбутніх доходів. У свою чергу, для покупця (потенційного інвестора) прийнятною може бути така ціна за це підприємство, яка не є більшою за поточну вартість майбутніх доходів, що ним можуть бути генеровані. Отже, слід очікувати, що ймовірніше всього ціна підприємства дорівнюватиме саме теперішній вартості його майбутніх грошових потоків. Враховуючи поведінку потенційних покупців і продавців бізнесу, викликану об'єктивними закономірностями функціонування ринкової економіки, є підстави вважати, що викладений методологічний підхід до визначення вартості підприємства через дисконтування майбутніх грошових потоків є достатньо обґрунтованим. До цього варто додати, що за такого підходу потенційний інвестор купує не просто підприємство, яке має відповідні матеріальні і нематеріальні ресурси, певне становище на ринку, взяті зобов'язання, а, насамперед, майбутні грошові потоки, приведені до теперішнього часу, які б дали йому змогу окупити здійсненні інвестиції і отримати бажаний прибуток.

Важливо також зазначити, що за дослідженнями зарубіжних вчених існує дуже тісний зв'язок між ринковою вартістю компанії та її дисконтованими грошовими потоками [4, с. 94].

На основі викладеного, щодо важливості використання вартості підприємств для оцінки ефективності їх діяльності, є підстави здійснити наступні узагальнення і висновки:

- зростання вартості вигідно власникам підприємства, оскільки це примножує їх багатство. Після здійснення усіх виплат підприємство отримує чистий грошовий потік, який може бути за рішенням його власників розподілений між акціонерами на дивіденди або спрямований на реінвестування — подальше зростання

вартості підприємства, або ж може бути використаний і третій підхід, що поєднує в собі два попередніх у різних комбінаціях. Проте за всіх обставин зростання вартості підприємства збагачує його власників;

- цей показник орієнтований не на короткостроковий, а довгостроковий ефекти з врахуванням при цьому перспективних змін. А це важливо, бо як зазначає П. Друкер, майбутнє економічне становище великої кількості людей з врахуванням зростанням тривалості життя все сильніше залежить від інвестування доходів, які вони отримають як власники у майбутньому. Тому, за словами П. Друкера, необхідно по-новому визначати «ефективність» підприємства, навчившись зрівноважувати найближчі завдання з довготривалими цілями виживання і процвітання підприємства до того часу, поки нинішні інвестори досягнуть пенсійного віку [2, с. 210];

- показник вартості підприємства є інтегральним показником, оскільки при його визначенні враховуються усі важливі фінансово-економічні параметри (інвестиції, чистий прибуток, амортизація, вартість кредитних ресурсів, кредиторська і дебіторська заборгованість, зміна запасів тощо), які врешті-решт знаходять своє відображення в розмірах грошових потоків, скоригованих на фактор часу. Іншими словами, зміни, що відбуваються в названих та інших показниках фінансово-економічного характеру рано чи пізно справлять певний вплив на динаміку ринкової вартості підприємства. Тобто такий показник дає змогу судити про підприємство з погляду на те, яким воно стане у майбутньому в системі сучасних оціночних координат;

- збільшення грошових потоків максимізує вартість підприємства, а це, в свою чергу, відповідає інтересам не лише власників, а й усіх зацікавлених сторін, причетних до його функціонування. Скажімо, неможливо збільшити вартість акціонерного капіталу, якщо підприємство не буде укладати взаємовигідні угоди з постачальниками і споживачами і своєчасно та якісно їх виконувати, або коли воно не забезпечує виплату адекватної заробітної плати своїм працівникам тощо. Отже, акціонери (власники) намагаючись підвищити вартість компанії водночас забезпечують інтереси інших зацікавлених сторін;

- за умови, що підприємства не ставлять перед собою мети максимізації своєї вартості, і в разі, що таких підприємств є більшість у галузі, існує небезпека появи такої економічної ситуації, коли інвестори цих підприємств будуть отримувати меншу віддачу на вкладені кошти (менші дивіденди, низьке або зовсім від-

сутнє зростання вартості акцій) порівняно з інвесторами інших галузей. У результаті такі підприємства з часом відчують дефіцит у припливі капіталу, причому можливий навіть його відтік, що негативно вплине на їх конкурентоспроможність. Якщо таке явище прийме міжкраїнний характер, то в умовах глобалізації ринку капіталу ймовірно стає загроза відпливу капіталу в інші країни з усіма витікаючими звідси негативними наслідками;

- оцінка вартості підприємства на основі дисконтування грошових потоків є важливою і для розуміння (виміру) ступеня довіри ринку до даного бізнесу. Якщо ринкова капіталізація, що сформована на фондовому ринку, значно перевищуватиме або значно буде нижчою від вартості за дисконтованими грошовими потоками, то це свідчатиме про можливу переоцінку або недооцінку ринком вартості даного бізнесу¹. За усіх обставин така інформація є цінною для менеджменту з огляду прийняття стратегічних рішень, насамперед щодо недопущення зростання фіктивного капіталу.

І нарешті, не варто забувати, що в ринковій економіці вартість — це краща із можливих міра результатів діяльності суб'єктів господарювання, яка хоча і має відомі вади, але переваги її над іншими вимірниками — незаперечні. В результаті все більше підприємств ставлять за мету подальше зростання їх вартості як індикатора ефективності і успішності бізнесу. Тому з врахуванням цільової функції бізнесу і на основі викладеного в цій статті матеріалу є підстави стверджувати, що підприємство (компанія) — це засіб забезпечення благополуччя, а вартість його — є джерелом багатства власників цього підприємства. Отже, максимізація вартості підприємства водночас є умовою максимізації багатства його власників.

Література

1. *Гленн М. Десмонд и Ричард Э. Кэлли.* Руководство по оценке бизнеса. — М.: РОО, 1995. — 378 с.
2. *Друкер П.* Задачи менеджмента в XXI веке. — М.: ИД «Вильямс», 2002. — 620 с.
3. *Ивашковая И. В.* Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. — № 4. — 2004 — 157 с.

¹ Ми ототожнюємо поняття вартості підприємства і вартості бізнесу, виходячи з того, що підприємство є організаційною формою існування бізнесу.

4. Коупленд Т., Коллер Т., Мури́н Дж. Стоимость компаний: оценка и управление: 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. — 576 с.

5. Мартін Джон Д., Петті Вільям Дж. ВМ-управління, що базується на вартості: Корпоративна відповідь революції акціонерів: Пер. з англ. — Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2006. — 272 с.

6. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств. — К.: КНЕУ, 2002. — 272 с.

7. Самуельсон П. А., Нордгауз В. Д. Мікроекономіка: пер з англ. — К.: Основи, 1998. — 676 с.

8. Степанов Д. Value based management і показателі стоимости. (електронний ресурс). Режим доступу на 19.08.03 : <http://d-stepanov.narod.ru/publications.html>. — заголовок з екрана.

9. Фридман Дж. П., Ордуэл Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. — М.: Дело, 1995. — 453 с.

Стаття надійшла до редакції 28.04.2008

УДК 658. 386

Р. Л. Капченко, канд. екон. наук, докторант,
Кіровоградський національний технологічний університет

Погляди науковців (XX—XXI ст.) на проблеми формування робітничих кадрів для матеріально-виробничої сфери

На основі узагальнення й систематизації еволюції наукових поглядів здійснено теоретико-методологічне дослідження сутнісно-змістовної характеристики соціально-економічного аспекту праці й робочої сили. Розкрито особливості формування робітничих кадрів, трудових ресурсів, людського фактору та підкреслено їх роль у соціально-економічній трансформації історичних моделей і концепцій. Визначено теоретико-методологічні засади розвитку соціально-економічних структур, виходячи з досвіду соціальних змін. Обґрунтовано необхідність глибоких і системних наукових досліджень щодо проблем формування робітничих кадрів для матеріально-виробничої сфери, спрямованих на підвищення ефективності роботи органів державної влади при проведенні політичних, економічних, соціальних та інших реформ.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: еволюція наукових поглядів, проблеми формування робітничих кадрів, матеріально-виробнича сфера.

І. Вступ.

Постановка проблеми. Сучасний стан розвитку економіки України характеризується зростанням ролі людського фактора. Невирішеність багатьох проблем формування робітничих кадрів