

СИСТЕМАТИЗАЦІЯ КОНЦЕПТУАЛЬНИХ ПІДХОДІВ ДО УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА

Анотація. У роботі представлено узагальнюючі положення концептуальних підходів до управління підприємством на основі його вартості, які визначені Т. Коуплендом, Т. Колером, Дж. Муріном, А. Долгоффом, А. Дамодараном, К. Уолшем, С. Мордашевим, І. Єгеревим. Аргументовано, що дані підходи є базовими, на основі яких формуються сучасні управлінські концепції.

Ключові слова. Вартість підприємства, грошові потоки, витрати на капітал, еластичність вартості, виробничий та фінансовий цикли.

Вступ. На сучасному етапі розвитку національної економіки широкого використання набула концепція управління бізнесом, що базується на його вартості. Актуалізація даної управлінської концепції відбувається з ряду причин:

- посилення конкуренції між підприємствами призвело до того, що вони мають задовольняти інтереси усіх зацікавлених осіб. Найбільш адекватним інструментом для вирішення даної проблеми є орієнтація на вартість підприємства, в процесі оцінювання якої враховуються майже всі фактори впливу;

- усі заходи, що спрямовуються на підвищення вартості підприємства, забезпечують досягнення довгострокових стратегічних цілей та активізують реалізацію проектів розвитку, які необхідні для підтримки стійких конкурентних переваг у довгостроковій перспективі;

- світова економічна криза 2008 року виявила недосконалість систем управління, які базуються виключно на фінансових показниках, так як останні не дозволяють своєчасно ідентифікувати симптоми кризи, зробити прогноз можливих наслідків і виявити найефективніші напрями розв'язання проблем.

Суттєвий внесок у розвиток теорії управління вартістю був зроблений західними дослідниками, такими як Е.С. Бредлі, Р. Брейлі, Р.Х. Герц, А. Дамодаран, Т. Коллер, Т. Коупленд, С. Майерс, Д. Мартин, Дж. Муррін, М. Скотт, Ш. Титман, Р.Дж. Тьюлз, Дж.І. Фіннерті, У. Шарп, Р.Дж. Екклз. Проблематика вартісно-орієнтованого управління розвинена науковцями пострадянського простору В. Битюцьких, С. Валдайцевим, І. Єгеревим, І. Івашковською, Ю. Козирем, М. Кудіною, О. Мендрулом, О. Мних, М. Федотовою.

У наукових працях вказаних учених-економістів розкрита проблематика вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємством, розкритий зміст процесу переходу до такого виду управління та визначені ключові фактори його ефективності, сформовані моделі оцінювання вартості підприємства.

Постановка задачі. Однак варто зазначити, що існуючі підходи до управління вартістю передбачають виокремлення факторів формування вартості, але не ви-

ступають як інструмент реалізації стратегії, що орієнтована на максимізацію вартості. Тому метою даної наукової статті є на основі систематизації ключових положень фундаментальних підходів до управління вартістю підприємства визначити ті базові параметри, здійснення впливу на які дозволить підприємству досягти своїх стратегічних цілей.

Результати. Розвиток науки на сучасному етапі носить інтеграційний характер, внаслідок чого процес наукових розробок, як правило, базується на перетині існуючих концепцій, що в свою чергу обумовлює розвиток нових наукових напрямків і теорій. **Актуальність** проблеми управління підприємством є очевидною, так як пошук ефективних його моделей є одним із основних напрямків стабілізації національної економіки.

Як відмічає д-р екон. наук В.С. Катькало [1], у процесі еволюції теорії стратегічного управління постійно змінюється пріоритетний критерій оцінювання результатів:

- 60-ті роки — зростання бізнесу;
- 70-ті роки — показники прибутковості;
- 80-ті роки — коефіцієнт Тобіна (відношення ринкової вартості активів до їх балансової вартості);
- 90-та роки — вартість реальних опціонів;
- теперішній час — економічні ренти.

Вартісний підхід до управління підприємством, як і будь-який інший, є певною моделлю дійсності, що оточує. Переваги та порівняльна ефективність моделі (відносно альтернативних моделей) визначається тим, наскільки вона ефективно дозволяє свої користувачам пояснювати, передбачати та управляти подіями і процесами, що відбуваються у певній предметній області. Світова практика довела достатню кількість переваг вартісного підходу до управління порівняно з альтернативними, для того щоб аргументувати доцільність переходу до VBM¹. Основними перевагами VBM порівняно з альтернативними підходами є наступні [2—5]:

- вартість враховує важливіші складові доходів підприємства (прибуток, ризик, зростання курсової вартості акцій) та дозволяє співвимірювати та поєднувати такі альтернативні цільові функції, як доходність і ризик, що дозволяє комплексно оцінювати результативність управління;

- вартість може бути визначена абсолютно для всіх підприємств. Вона доповнює показник ринкової капіталізації відносно до тих підприємств, акції яких з будь-яких причин є неліквідними або недооціненими, а також підвищує його цінність, так як орієнтується не на поточні очікування ринку, а на фундаментальні передумови зростання курсу акцій. За умови відсутності біржових котирувань — оцінка вартості бізнесу — є надійним способом оцінювання підприємства;

- вартість орієнтована на досягнення стратегічних цілей і на реалізацію інноваційних проектів. Максимізація вартості (зростання величини грошових потоків, мінімізація ризиків) передбачає орієнтацію на суспільні потреби та відповідає інтересам власників підприємства та менеджменту, що обумовлює можливості зростання ділової репутації бізнесу. У короткостроковому періоді орієнтація менеджменту на інші критерії може забезпечити більш високі результати. В стратегічному періоді відмова від критерію максимізації вартості як цільової функції управління призведе до втрати конкурентних переваг підприємства під впливом інноваційного процесу;

¹ VBM (Value-Based Management) — управління, що базується на вартості

- формує загальну мету та універсальну мову комунікацій для усіх бізнес-одиниць, функціональних підрозділів та операційних одиниць, що значно підвищує ефективність взаємодії;
- дозволяє побудувати інтегровану систему управління бізнесом, що базується на чіткій ієрархічній структурі ключових факторів вартості;
- потребує високого рівня інформаційної насиченості про діяльність компанії, що значно підвищує якість та ефективність управлінських рішень;
- дозволяє побудувати ефективну систему матеріальної компенсації співробітників, яка базується на частці кожного у формуванні вартості бізнесу.

Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурін, А. Долгофф [6, 7] розглядають вартість як найповнішу міру результативності управління бізнесом з двох позицій: як сукупність матеріальних і нематеріальних активів і з точки зору порівняння економічної рентабельності (розрахованої за чистим прибутком) та витрат на капітал, що функціонує в бізнесі. Вартість компанії визначається її дисконтова ними майбутніми грошовими потоками, а нова вартість підприємства створюється лише у тому випадку, коли компанії отримують таку віддачу на капітал, яка перевищує витрати на його залучення, тобто основним критерієм зростання вартості є така умова:

$$ROIC > WACC ; \quad (1)$$

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC} \times 100 \% ; \quad (2)$$

$$WACC = \sum_{i=1}^n k_i \times w_i, \quad (3)$$

де *ROIC* — рентабельність інвестованого капіталу за чистим прибутком, %;

NOPLAT — чистий прибуток, який розрахований без урахування платежів за користування позиковим капіталом, але з урахуванням податкової економії;

IC — інвестований капітал (сума оборотних коштів, що обертається в основній діяльності, чистих основних засобів і чистих інших активів);

WACC — середньозважені витрати на капітал, %;

w_i — частка *i*-го елемента капіталу у загальній його величині;

k_i — витрати на залучення *i*-го елемента капіталу у %.

Одним із фундаментальних підходів до управління підприємством на основі вартості є підхід А. Дамодарана [8], відповідно до якого методологія дисконтованих грошових потоків дозволяє виділити чотири способи створення вартості:

- потрібно збільшити грошові потоки, які генерують активи, на основі збільшення після податкових доходів, або за рахунок зменшення потреби в інвестуванні в основний та оборотний капітал;
- потрібно збільшити темп зростання грошових потоків за рахунок підвищення частки реінвестування прибутку або підвищити віддачу інвестованого капіталу (якість інвестицій);
- потрібно збільшувати тривалість періоду високого темпу зростання;
- взяти відповідні заходи щодо зниження витрат на капітал за рахунок зменшення операційних ризиків інвестованого капіталу, зміни пропорцій боргового фінансування або зміни умов залучення капіталу.

А. Дамодаран пропонує використовувати наступну формулу розрахунку вільних грошових потоків на акціонерний капітал:

$$FCFE = NI - (1-\delta) \times (CE - D) - (1-\delta) \times \Delta NCWC, \quad (4)$$

де $FCFE$ — вільний грошовий потік для акціонерного капіталу;

NI — чистий прибуток;

CE — капітальні витрати;

D — амортизаційні відрахування;

$\Delta NCWC$ — зміна не грошової частки оборотного капіталу;

δ — співвідношення величини зобов'язань до суми зобов'язань та акціонерного капіталу.

На думку А. Дамодарана, дріблення акцій і дивідендів не призводить до змін вартості компанії, так як не впливає на зміну грошових потоків, темпу зростання та рівень ризику. Бухгалтерські рішення, які здійснюють вплив на звіти про прибутки, також не впливають на зміни грошових потоків і, відповідно, на вартість підприємства. Рішення щодо розміщення цінних паперів на базі існуючих активів також не впливають на формування вартості, якщо тільки в результаті їх реалізації не змінюється структура капіталу.

К. Уолш [9] досліджував вартісні аспекти управління підприємством на основі збалансованості між прибутком, активами та зростанням. Рівняння збалансованого зростання, яке виведено К. Уолшем, виглядає таким чином:

$$E = \frac{R}{G \times T}, \quad (5)$$

де E — числове значення дробі;

R — відношення нерозподіленого прибутку до виручки;

G — темп зростання виручки;

T — відношення оборотних активів до виручки.

Якщо значення $E=1$, то потік грошових коштів є нейтральним, якщо $E>1$ — позитивним, $E<1$ — від'ємним. Відповідно до даного підходу для заданого темпу зростання потоки грошових коштів від основної діяльності мають бути у рівноважному стані. Ця модель дозволяє зосередитися менеджменту на фундаментальних факторах, від впливу яких залежить загальний економічний стан підприємства.

Аналітичним підходом до управління підприємством на основі його вартості є концепція аналізу чутливості факторів, що формують вартість, яка запропонована С. Мордашевим [10]. Складовими факторів вартості є виручка від реалізації, собівартість продукції, ставка податку на прибуток, додаткові постійні інвестиційні вкладення зверх амортизації, які використовуються на підтримку заданого рівня продажу та собівартості, швидкість зростання грошового потоку, витрати на залучення капіталу. Для розв'язання проблеми визначення ефективних важелів впливу на вартість необхідно оцінити чутливість зміни вартості до зміни її складових. Для цього автор пропонує розглядати еластичність вартості до визначених змінних величин. Так, наприклад, чутливість зміни вартості підприємства до зміни грошових потоків буде розраховуватися наступним чином:

$$EL_{FCF} = \frac{\Delta V}{V} \div \frac{\Delta FCF}{FCF}, \quad (6)$$

де FCF — вільний грошовий потік, який доступний акціонерам;

V — вартість підприємства.

По аналогії з формулою (5) можна визначити чутливість зміни вартості підприємства до інших параметрів.

Вартісна концепція управління підприємством на основі впливу параметрів виробничого та фінансового циклів на вартість запропоновані в наукових працях І. Єгерєва [11]. Для характеристик безперервного потоку господарських операцій автор використовує поняття циклу. Виробничий цикл характеризується тривалістю обороту запасів сировини та матеріалів, незавершеного виробництва та готової продукції. Фінансовий цикл — тривалістю обороту авансів, кредиторської та дебіторської заборгованості.

$$\begin{aligned} T_{\text{ВЦ}} &= T_3 + T_{\text{НЗП}} + T_{\text{ГП}} & (7) \\ T_A = 0 &\Rightarrow T_{\text{ФЦ}} = T_{\text{ВЦ}} + T_{\text{ДЗ}} - T_{\text{КЗ}} \\ T_A > 0 &\Rightarrow T_{\text{ФЦ}} = T_A + T_{\text{ВЦ}} + T_{\text{ДЗ}} \end{aligned}$$

де $T_{\text{ВЦ}}$ — тривалість виробничого циклу;
 $T_{\text{ВЗ}}$ — тривалість обороту виробничих запасів;
 $T_{\text{НЗВ}}$ — тривалість обороту незавершеного виробництва;
 $T_{\text{ГП}}$ — тривалість обороту готової продукції;
 T_A — тривалість обороту авансів;
 $T_{\text{ФЦ}}$ — тривалість фінансового циклу;
 $T_{\text{ДЗ}}$ — тривалість обороту дебіторської заборгованості;
 $T_{\text{КЗ}}$ — тривалість обороту кредиторської заборгованості;

Зростання вартості підприємства обумовлює збільшення величини дебіторської заборгованості за умови відсутності зростання тривалості фінансового циклу. Це означає скорочення терміну комерційного кредитування покупців за умови зростання обсягів продажу за гроші або дебіторської заборгованості. З іншого боку, зростання комерційного кредитування з боку постачальників з тенденцією зниження цін на закупку сировини за умови відсутності скорочення обсягів випуску позитивно відобразиться на вартості підприємства [12]. Проаналізувавши вплив циклів на вартість бізнесу І. Єгерєв також дослідив проблему управління вартістю циклів компанії. У рамках вирішення цієї проблеми науковець приділив увагу розв'язанню проблеми прирощення вартості циклів. Модель управління вартістю циклів через аналіз чутливості на основі якого забезпечується зв'язок зміни факторів з вартістю бізнесу описана наступним чином:

$$\frac{\Delta \tilde{E}}{E} \cong \sum_n K_{\Phi}^n \times \frac{\Delta \tilde{\Phi}_n}{\Phi_n}, \quad (8)$$

де \tilde{E} — вартість бізнесу (випадкова величина);
 E — очікувана вартість бізнесу;
 $\Delta \tilde{E}$ — прирощення вартості бізнесу;
 $\tilde{\Phi}_n$ — значення фактору n (випадкова величина);
 Φ_n — очікуване значення фактору n ;
 $\Delta \tilde{\Phi}_n$ — прирощення фактору n ;
 K_{Φ}^n — коефіцієнт чутливості вартості бізнесу до фактору n .

Висновки. Досліджені підходи на думку автора 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-ром екон. наук

І. Івашковською [5, 13]. Розвиток, уточнення та доповнення теоретико-методологічного базису управління підприємством на основі його вартості набули в наукових дослідженнях д-ра екон. наук М. Кудіної [14], д-ра екон. наук О. Яковлевої [15], д-ра екон. наук О. Мендрула [16, 17], д-ра екон. наук О. Мних [4]. Варто зазначити, що підходи до управління вартістю, які описані в наукових працях визначених авторів базуються на тих фундаментальних положеннях, які були віднесені автором статті до базових. Однак сучасні науковці значно розширили межі застосування базових фундаментальних підходів. Так, д-р екон. наук І. Івашковська досліджує проблематику прирощення вартості для фінансових і нефінансових стейкхолдерів з урахуванням особливостей розвитку інноваційної економіки. Розроблена система інтегрованого управління вартістю реалізується в концепції гармонійної компанії та її характеристиках, які включають: формування нового типу структури капіталу, архітектуру капіталу у розрізі таких його видів як фінансовий, інтелектуальний і соціальний; узгодження багатовекторних інтересів фінансових та нефінансових 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-ра екон. наук М. Кудіною обґрунтовано фундаментально-вартісну концепцію компанії, яка відображає формування її вартості в реальному секторі економіки, і механізми її зростання в умовах глобалізації та нестабільних ринкових процесів. Д-ра екон. наук О. Мних розвинула теоретико-методологічні положення формування вартості підприємства та обґрунтувала методичні підходи щодо стратегічного управління вартістю відповідно до вимог соціально відповідального бізнесу і ринкових ситуацій.

Таким чином, вартість підприємства є багатоаспектним явищем. І хоча один критерій — вартість бізнесу — не є досконалим з точки зору інформативності щодо якості та ефективності управління підприємством, на даний момент не існує іншого, який був би в змозі відобразити у єдиному показнику множинність різних факторів, від яких залежить поточний стан і майбутнє бізнесу. Тому серед альтернативних підходів до управління підприємством вартісний, як було доведено, має значні переваги. Саме цей підхід орієнтує бізнес на прирощення вартості підприємств і відображає наскільки ефективно приймалися управлінські рішення та забезпечувалося досягнення стратегічних цілей.

Література

1. Катькало В.С. Теория стратегического управления: этапы развития и основные парадигмы [Текст] / В.С. Катькало // Вестн. С.-Петерб. ун-та. — 2002. — №16. — С. 15.
2. Дойль П. Маркетинг, ориентированный на стоимость [Текст]: пер. с англ. / П. Дойль; под ред. Ю.Н. Каптуревского. — СПб.: Питер, 2001. — 480 с.
3. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления [Текст]: учеб. пособие / И.А. Егерев. — М.: Дело, 2003. — 465 с.
4. 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.
5. Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход / И.В. Ивашковская — М.: ИНФРА-М, 2008. — 257 с.
6. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление [Текст]: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурун. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Олимп-Бизнес, 2005. — 576 с.

7. Коупленд Т. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / Том Коупленд, Аарон Долгофф; [пер. Э.В.Кондуковой]. — М.: Эксмо, 2009. — 384 с.

8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 1344 с.

9. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента [Текст] / К. Уолш. — М.: Дело, 2000. — 843 с.

10. Мордашов С. Рычаги управления стоимостью компании [Текст] / С.Мордашов // Рынок ценных бумаг. — 2001. — № 15. — С. 15—18.

11. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления [Текст]: учеб. пособие / И.А. Егерев. — М.: Дело, 2003. — 465 с.

12. Козырь Ю.В. Оценка и управление стоимостью имущества промышленного предприятия / Ю.В. Козырь // Аудит и финансовый анализ. — 2004. — № 1 [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.auditfin.com/fin/2004/1/fin_2004_12_rus_05_01_Kozyr/fin_2004_12_rus_05_01_Kozyr.asp

13. Ивашковская И. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И. Ивашковская. — М.: Инфра-М, 2009. — 430 с.

14. Кудина М.В. Теория стоимости компании. Научное издание / М.Кудина. — М.: ИД «ФОРУМ», ИНФРА-М, 2010. — 368 с.

15. Яковлева Е.А. Управление стоимостью предприятия в инновационном процессе: Монография / Е.А. Яковлева. — СПб.: Изд-во СПбГПУ, 2008. — 272 с.

16. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств. Монографія / О.Г. Мендрул. — К.: КНЕУ, 2002. — 272 с.

17. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства / О. Г. Мендрул. — К.: КНЕУ, 2011. — 538 с.