

17. *Hristenko L. M.* (2012) Otsynyuvannya vplivu potentsialu pidpriemstva na yogo ekonomichnu stiykist. Upravlinnya proektamy ta rozvytok vyrobnytstva : zb. nauk. prats. Lugansk : SNU im. V.Dalya, # 4 (44), 101–108. <http://www.pmdp.org.ua/images/Journal/44/12hlmyes.doc>. [in Ukrainian]

18. *Tsyamryuk Yu. S.* (2009) Zmist ekonomichnoyi stiykosti pidpriemstva ta metody yiyi analizu. http://suiai.edu.ua/projects/icmiu-iep/download/conference-2009-section-2-1-tsyamryuk_yus-report.doc. [in Ukrainian]

УДК 330.13:65.01

Н.В. Шевчук

к.е.н., доц. кафедри економіки підприємств
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

УПРАВЛІНСЬКІ АСПЕКТИ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

N.V. Shevchuk

PhD (Economics), associate professor
of enterprises economy department
KNEU named after Vadym Hetman

MANAGERIAL ASPECTS OF ESTIMATING THE VALUE OF THE ENTERPRISE

Анотація: У статті обґрунтовано, що з метою здійснення управлінського впливу оцінювання вартості підприємства доцільно здійснювати на основі аналітичних метрик, які базуються на концепціях економічного прибутку, дисконтованих грошових потоків та інформації фондового ринку. Науковий розвиток методів економічного прибутку знаходить відображення у сучасних концепціях доданої вартості, які мають широкий спектр практичного використання. Доведено, що моделі дисконтованих грошових потоків є альтернативним методом концепції економічного прибутку, а метрики, що базуються на даних фондового ринку мають значні обмеження практичного використання.

Abstract. The paper proved that for the purposes of management impact assessment of value, shall be financed on the basis of analytical metrics that are based on the concepts of economic profit discounted cash flows and stock market information. Scientific development of methods of economic profit is reflected in modern concepts of value added, which have a wide range of practical applications. It is proved that the discounted cash flow model is an alternative method of concept of economic profit, and metrics, which are based on stock market data have significant limitations in practice.

Ключові слова: вартість, додана вартість підприємства, модель дисконтованих грошових потоків, економічний прибуток.

Keywords: value, the added value of the company, discounted cash flow model, economic profit.

Постановка проблеми. На сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки широкого використання набула концепція управління бізнесом, що базується на

його вартості. Актуалізація даної управлінської концепції зумовлює необхідність вибору адекватних аналітичних метрик, результати практичного використання яких дозволили б менеджменту приймати ефективні управлінські рішення. Сучасна наукова література пропонує велику кількість методик оцінювання вартості підприємства, однак їх дієвість і цільове спрямування не завжди відповідає реальним потребам бізнесу та дозволяє врахувати фактори безпосереднього впливу на досліджувану проблематику. Тому, якщо говорити про вартість, як основу прийняття управлінських рішень, то виникає потреба у виборі таких підходів, які б у найбільшому ступені інформували менеджмент про особливості та перспективи розвитку бізнесу на основі вартісних критеріїв.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Базисні ідеї оцінювання вартості як критерії ефективності управління підприємством були сформовані в наукових працях Т. Коллера (T. Koller), Т. Коупленда (T. Copeland), Дж. Мурріна (J. Murrin), А. Раппапорта (A. Rapoport), Б. Стюарта (B. Stewart). У подальшому окреслена проблематика у цілісному вигляді розвивалася в роботах Г. Арнольда (G. Arnold), М. Дженсена (M. Jensen), А. Долгоффа (A. Dolgoff), Р. Моріна (R. Morin), К. Островски (K. Ostrowski), М. Скотта (M. Scott), С. Янга (S. Young). Вагомий внесок у розвиток цього наукового напрямку дослідження зробили російські та вітчизняні вчені-економісти І. Івашковська, М. Кудіна, О. Мендрул, О. Мних, Т. Теплова, О. Яковлева.

Постановка завдання. У наукових роботах описано безліч теоретичних концепцій щодо оцінювання вартості підприємства. Однак проблеми їх практичного використання висвітлені не повною мірою і потребують апробації із подальшим удосконаленням у напрямі потреб реального бізнесу. Тому метою даної статті є визначення тих аналітичних підходів до оцінювання вартості підприємства, які в найбільшому ступені будуть задовольняти потреби менеджменту з точки зору забезпечення прийняття ефективних управлінських рішень.

Виклад основного матеріалу. Розвиток наукових досліджень проблематики управління вартістю підприємств та її оцінювання неможливий без її структуризації, визначення певної субординації різних типів вартості, що передбачає дослідження цілей їх розмежування, спільних характеристик, виявлення специфіки кожного типу при оцінці різними суб'єктами, особливостей інформаційного забезпечення тощо. Питання оцінки вартості дуже широко висвітлена як у зарубіжній науковій літературі, так і в наукових працях дослідників країн пострадянського простору. Тому методичне підґрунтя даного процесу є в достатній мірі розпрацьованим та адаптованим до практичного використання. Тлумачення потреби в оцінці підприємства в науковій літературі [1—3] отримало відповідне обґрунтування. Потребу в оцінці підприємства слід визначати через отримання в результаті процесу оцінювання об'єкта відповідних задовольнень конкретного користувача інформації (власника, інвестора, кредитора тощо). Мета оцінки вартості підприємства безпосередньо визначає вибір методів, які є адекватними різним ситуаціям, що виникають в оціночній діяльності та залежать, по-перше, від мети, заради якої проводиться оцінка (оцінка завжди носить цільовий характер, ураховує сформовану ситуацію і потреби замо-

ника), по-друге, від використовуваного стандарту вартості, що й визначає вибір методів оцінки.

Оцінювання вартості підприємства, з позицій її інтерпретації як критерію ефективності функціонування бізнесу та подальшого управлінського впливу на ті фактори, що її формують та забезпечують прирощення, зумовлюють необхідність у дотриманні наступних вимог до вибору аналітичних моделей: вони мають формувати та розвивати нову філософію економічного оцінювання вартості та концентруватися на здатності забезпечувати формування доданої вартості, що дозволяє визначати сучасний вектор розвитку стратегічної аналітики на підприємстві; при виборі моделі необхідно враховувати рівень відповідності фінансових даних системі інформації та показників, яких потребує існуючий рівень розвитку бізнес-моделей, що спираються на інтелектуальні ресурси, а не на матеріальний і фінансовий капітал.

Результати критичного аналізу описаних у сучасних наукових публікаціях аналітичних метрик, які можна використовувати в процесах управління вартістю підприємства, дозволяє говорити про їх умовний розподіл на такі групи: що базуються на економічному прибутку, на грошових потоках і на даних фондового ринку.

Оцінювання вартості підприємства на основі *концепції економічного прибутку*, розробленої А. Маршаллом (*A. Marshall*) у XIX столітті, визначається як різниця між прибутком, отриманим підприємцем, і відсотками на капітал, який був залучений для фінансування господарської діяльності. А. Маршал називав цей прибуток «управлінським», на відміну від бухгалтерського прибутку, який розраховується як різниця між доходами і явними витратами [4]. Крім того, підприємство може вважатися прибутковим, якщо доходи від його функціонування не тільки покривають виробничі та операційні витрати та відсотки на позиковий капітал, але і забезпечують власникам дохід на інвестований капітал у вигляді нормального прибутку. У цьому сенсі економічний прибуток розглядається як добуток спреду доходності капіталу (різниця між рентабельністю інвестованого капіталу (*Return on Invested Capital*) і витратами на капітал (*Cost of Capital*) і його інвестованою величиною.

Еволюціонуючи, концепція економічного прибутку набуває нових особливостей, які враховують потреби та тенденції розвитку сучасного бізнесу та набуває широкого практичного використання для оцінювання стратегічних ініціатив та перспектив розвитку підприємства. Науковий розвиток методів економічного прибутку знаходить відображення у концепціях доданої вартості.

Показник ринкової доданої вартості (*Market Value Added — MVA*) в сучасній економічній літературі має неоднозначну інтерпретацію. З одного боку, він розглядається як приріст власного капіталу підприємства. У цьому випадку *MVA* розраховується як різниця між ринковою ціною капіталу і вартістю інвестованого акціонерного капіталу. Сумарна вартість розглядається як ринкова вартість власного капіталу, що дорівнює ринковій капіталізації, яка визначається добутком ринкового курсу акції на кількість акцій в обігу [5; 6]. Однак, ринкова оцінка не завжди адекватно оцінює внутрішні процеси, що відбуваються на підпри-

емстві. Значний вплив на ринкову вартість здійснюють зовнішні фактори, макроекономічна ситуація, переваги і очікування інвесторів. Сьогодні більшість експертів дотримуються більш широкого тлумачення поняття ринкової доданої вартості як критерію зростання вартості підприємства, розглядаючи в якості останньої ринкову капіталізацію і ринкову вартість зобов'язань підприємства. Основним недоліком практичного використання показника *MVA* є те, що, на його формування впливає багато факторів, частина з яких не підконтрольна менеджменту підприємства. Крім того, якщо результати роботи підприємства будуть оцінюватися тільки за даним показником, і мотиваційні схеми також будуть прив'язані до нього, то це може призвести до неефективних управлінських рішень. Наприклад, керуючі будуть приймати рішення, які матимуть короткостроковий вплив на курсову вартість акцій, але руйнувати фундаментальну в довгостроковій перспективі [7]. Але, як відомо, однією з основних цілей системи управління, заснованої на вартісному підході, є координація та мотивація прийняття рішень, що обумовлюють створення довгострокових конкурентних переваг, так як вартість підприємства визначається сумою майбутніх грошових потоків. У відповідь на дані недоліки виник ряд скоригованих показників ринкової доданої вартості та альтернативних показників вартості.

Досить популярним як у теорії, так і практиці використання є показник економічної доданої вартості (*Economic Value Added* — *EVA*). Крім простоти розрахунку даний показник дозволяє оцінювати ефективність управлінських процесів на підприємстві як у цілому, так і в окремих підрозділах. *EVA* є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина цього показника свідчить про збільшення вартості підприємства, тоді як негативна — про її руйнування [7].

Досить популярним з точки зору практичного використання є показник акціонерної доданої вартості (*Shareholder Value Added* — *SVA*) [6]. У роботах А. Раппорта *SVA* визначається як відношення між вартістю акціонерного капіталу після деякої операції та вартістю того ж капіталу до цієї операції. Інший підхід пропонує розглядати *SVA* як різницю між розрахунковою вартістю акціонерного капіталу та балансовою вартістю акціонерного капіталу. Незважаючи на істотні відмінності цих двох підходів між ними є спільне — для визначення *SVA* необхідно знати ринкову вартість акціонерного капіталу. Основним недоліком *SVA* є трудомісткість розрахунків і труднощі, що пов'язані з прогнозуванням грошових потоків. Тим не менш, цей метод досить часто використовується для дослідження темпів приросту ринкової вартості підприємства в інтересах власників капіталу. Основна відмінність цього показника від ринкової доданої вартості полягає в акценті на задоволенні інтересів саме цієї категорії інвесторів.

У практиці використання останнім часом усе більше фахівців віддають перевагу показнику доданої грошової вартості (*Cash Value Added* — *CVA*), оскільки в якості віддачі від інвестованого капіталу використовуються грошові потоки (*Cash flow*). У сучасній науковій літературі популяризується показник доданої вартості для стейкхолдерів (*stakeholder value added* — *STVA*). Даний показник є досить вагомою інновацією з точки зору врахування стратегічної складової оці-

нки вартості підприємства. У наукових працях д.е.н. І. Івашковської [8; 9] розвивається новий напрямок розвитку фінансової аналітики на основі фундаменту вартості для стейкхолдерів, суть якого полягає у необхідності відобразити мотиви, наміри та дії, спрямовані на досягнення очікуваних результатів стратегії. Авторська позиція стосується базових положень нової парадигми аналізу підприємства, яка базується на пріоритеті не фінансових форм капіталу. Архітектура капіталу, яка представлена як співвідношення усіх його форм, фіксує сукупність усіх структурних характеристик: власність на кожному формі капіталу; мотивацію фінансових і не фінансових стейкхолдерів і способи досягнення стратегічних намірів, що формують бізнес-модель; структуру факторів ризику та їх розподіл між стейкхолдерами. Цільовою моделлю підприємства автор визначає гармонізацію інтересів усіх стейкхолдерів, відповідно, висунуте положення щодо доцільності забезпечення зростання вартості для всіх зацікавлених осіб бізнесу.

Концепція дисконтованого грошового потоку базується на простій ідеї: інвестиції додають вартість, якщо віддача від них перевищує віддачу від інших інвестицій з таким же ступенем ризику [10]. Іншими словами, при даному рівні прибутків підприємство з більш високою рентабельністю інвестицій може вкладати в бізнес менше капіталу, створюючи більший грошовий потік і, відповідно, більшу величину вартості. Тобто, вартість підприємства виступає як втілення дисконтованого грошового потоку [4]. Дисконтований грошовий потік зводить до одного числового значення всі результати діяльності підприємства протягом всього часу його функціонування і використовується в стратегічному аналізі, тоді як, економічна прибуток є лише короткостроковим фінансовим показником [11]. Модель дисконтованих грошових потоків, яка багатьма науковцями розглядається як найбільш прогресивний метод оцінювання вартості підприємства, на нашу думку, є лише альтернативним методом, так як обидві моделі базуються на одному методологічному принципі — поточній оцінці перспектив розвитку підприємства на основі дисконтування.

Щодо використання в управлінській практиці аналітичних метрик, що базуються на даних фондового ринку, то вони мають суттєві обмеження. Так, для отримання достовірних результатів, насамперед, потрібен активно функціонуючий ринок підприємств — лише в цьому разі можливий вибір достатньо репрезентативних аналогів порівняння отриманих результатів. Крім того, ринок повинен бути прозорим, що передбачає передусім доступність інформації про діяльність суб'єктів господарювання. Поки не виконуються ці дві умови, оцінка на основі даних фондового ринку не може виступати об'єктивною основою для прийняття управлінських рішень на основі відповідних ринкових мультиплікаторів.

Висновок. Узагальнюючи основні характеристики та обмеження розглянутих моделей оцінювання вартості підприємства можна говорити про те, що в процесі обґрунтування управлінських рішень доцільним є комбінування показників. Однак, слід усвідомлювати, що ефективність управлінських рішень за вартісними критеріями може бути досягнута лише за умови підпорядкування єдиній меті, на основі якої вибудовується і оцінка ефективності, і система мотивації.

Тому, вибір критерію у кожному конкретному випадку має здійснюватися виходячи із оперативності, рівня співставленості вигід і витрат, що пов'язані з отриманням інформації, необхідної для здійснення розрахунків.

Література

1. Григорьев В.В. Оценка предприятия: теория и практика / В.В. Григорьев, М.А. Федотова. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 320 с.
2. Есипов В. Оценка бизнеса / В.Есипов, Г. Маховикова, В. Терехова — СПб.: Питер, 2006. — 464 с.
3. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2009. — 736 с.
4. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Олимп-Бизнес, 2005. — 576 с.
5. Андреев В.В. Проблема сопоставления и выбора VBM-критерия при постановке ценностно-ориентированного менеджмента на предприятии / В.В. Андреев // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. — №4 (56). — 2008. — С. 162-169.
6. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты: [Монография] / Д.Л. Волков. — СПб.: Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. — 320 с.
7. Кудина М.В. Теория стоимости компании: [Монография] / М. Кудина. — М.: ИД «ФОРУМ», ИНФРА-М, 2010. — 368 с.
8. Ивашковская И. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров: [Монография] / И. Ивашковская. — М.: Инфра-М, 2009. — 430 с.
9. Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход: [Монография] / И.В. Ивашковская. — М.: ИНФРА-М, 2013. — 319 с.
10. Мендрул О.Г. Еволюція та сучасний стан ресурсних концепцій управління підприємством. [Текст] / О.Г. Мендрул, Т.О. Крючковська // Новітні тенденції розвитку управління підприємствами: монографія. / О.С. Федонін, Г.О. Швиданенко та ін. — К.: КНЕУ, 2011. — С. 130—136.
11. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран. — М.: Альпина Паблишер, 2010. — 1344 с.

Reference

1. Grigor'ev, V.V. (1997) *Ocenka predpriyatiya: teoriya i praktika*. — Moscow: INFRA-M (in Russ)
2. Esipov V. (2006) *Ocenka biznesa*. — Saint-Petersburg: Piter (in Russ)
3. Gryaznova A.G., Fedotova M.A. (2009) *Ocenka biznesa: Uchebnik*. — Moscow: Finansy' i statistika (in Russ)
4. Kouplend T., Koler T., Murin Dzh. (2005) *Stoimost' kompanii: ocenka i upravlenie (Trans from Eng)*. — Moscow: Olimp-Biznes (in Russ)
5. Andreev V.V. (2008) Problema sopostavleniya i vy'bora VBM-kriteriya pri postanovke cennostno-orientirovannogo menedzhmenta na predpriyatii. *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo universiteta e'konomiki i finansov*. 4 (56), 162-169 (in Ukr)
6. Volkov D. L. (2008) *Teoriya cennostno-orientirovannogo menedzhmenta: finansovy'j i buxgalterskij aspekty'*: [Monografiya]. — Saint-Petersburg: Vy'sshaya shkola menedzhmenta SPbGU (in Russ)

7. Kudina M.V. 92010) *Teoriya stoimosti kompanii*: [Monografiya]. — Moscow: ID «FORUM», INFRA-M (in Russ)
8. Ivashkovskaya I. (2009) *Modelirovanie stoimosti kompanii. Strategicheskaya otvetstvennost' soveta direktorov*: [Monografiya]. — Moscow: Infra-M (in Russ)
9. Ivashkovskaya I.V. (2013) *Finansovy'e izmereniya korporativny'x strategij. Stejkholderskij podxod*: [Monografiya]. — Moscow: INFRA-M (in Russ)
10. Mendrul O.G., Kryuchkov's'ka T.O. (2011) *Evolyuciya ta suchasnij stan resursnix koncepcij upravlinnya pidpriemstvom*. [Tekst] *Novitni tendencii rozvitku upravlinnya pidpriemstvami: monografiya*. — Kiev: KNEU (in Ukr)
11. Damodaran A. (2010) *Investicionnaya ocenka. Instrumenty' i texnika ocenki lyuby'x aktivov*. — Moscow: Al'pina Publisher (in Russ)

УДК 658.8 : 339.1-051

Данніков О.В.,
к.е.н., доц.,
доцент кафедри маркетингу
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ОЦІНКА ФАКТОРІВ СИТУАЦІЙНОГО ВПЛИВУ НА ПРОЦЕС ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЙ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА

Dannikov Oleg
Ph.D., Assoc.
Associate Professor of Marketing
SHEE «Kyiv National Economic University of Vadym Hetman»

EVALUATION OF SITUATIONAL FACTORS IMPACT ON THE PROCESS OF ENTERPRISE DEVELOPMENT STRATEGIES

Анотація. Метою дослідження є розробка методології вивчення факторів ситуаційного впливу в процесі розробки маркетингової стратегії на вітчизняному ринку. На думку автора, стратегічний аналіз ринку повинен базуватись на визначенні пріоритетів у діяльності стратегічних бізнес-підрозділів підприємства з проекцією на ринок продажу з урахуванням впливу турбулентності зовнішнього середовища. Це передбачає розробку антикризових стратегічних рішень залежно від розвитку подій, для збалансування продуктового портфелю підприємства та нівелювання ризиків. Опрацювання резервної стратегії та альтернативних сценаріїв розвитку на випадок настання непередбачених ситуацій. Під «сценарієм розвитку» в даному випадку розуміється ймовірність зміни ситуації в майбутньому під впливом турбулентності зовнішнього середовища та опис бажаного варіанту розвитку розглянутих подій.

Abstract. The study is to develop a methodology study the impact of situational factors in the development of marketing strategy in the domestic market. According to the authors, strategic market analysis should be based on the determination of priorities of the strategic business units of the enterprise market sales projection for the effect of the turbulent environment. This includes the development of anti-crisis strategic decisions based on developments to balance product portfolio of the company and avoid