

# ПАРАДИГМА ВАРТІСНО ОРІЄНТОВАНОГО ПІДХОДУ В СУЧАСНОМУ КОРПОРАТИВНОМУ МЕНЕДЖМЕНТІ

**Віктор  
Бабіченко,**  
к.е.н., Заступник  
голови Правління  
начальник  
фінансово-  
економічного  
управління  
ПАТ «Укртатнафта»

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

*На будь-якому етапі існування, перед суб'єктом підприємництва може поставити гостре питання про подальшу стратегію його розвитку та критерії, що використовуватимуться для оцінки ефективності діяльності. Практика управління, яка поширена в сучасному бізнес-середовищі, свідчить, що найчастіше управлінці схильються до застосування вартісно орієнтованого підходу. Насамперед, підкреслимо, що вартісно орієнтований підхід одночасно є і певним фундаментальним напрямком розвитку менеджменту на макрорівні, і суттю прагматичною концепцією управління підприємством.*

В свою чергу, бурхливий розвиток корпоративної форми бізнесу визначив появу та розвиток різноманітних концепцій її оцінки. Аналіз практики використання вартісного підходу свідчить, що саме для акціонерних товариств його базові постулати є прийнятними та значимими з погляду очікуваного ефекту. Не в останню чергу, це пояснюється тим фактом, що будь-яку корпорацію можна розглядати з багатьох точок зору різноманітних суб'єктів – і як цілісний майновий комплекс, і як певну множину активів, і, насамкінець, як потенційний об'єкт купівлі-продажу, як емітента цінних паперів, які потенційно можуть приносити доходи. Проте, в будь-якому випадку такий погляд на корпорацію буде супроводжуватися необхідністю визначення її вартості.

Зазначимо, що вартісно орієнтована концепція управління є відносно новим напрямком фінансової науки, що набув широкої популярності лише кілька десятиліть тому. Незважаючи на те, що вартісно орієнтований підхід охоплює максимально можливі аспекти менеджменту, на наш погляд, саме в умовах трансформації економіки саме фінансова складова є однією із найбільш важливих.

Обґрунтуванню теоретичних, методичних та прагматичних засад вартіс-

но орієнтованого управління в корпоративному менеджменті присвячено величезну кількість робіт. Зокрема, слід виділити праці вітчизняних та російських вчених – І. Астраханцевої, І. Іванова, Т. Керанчук, О. Ліхачової, Г. Островської, І. Плікуса, В. Рутгайзера, О. Терещенка, О. Чернозуба – які аналізували вартісний підхід в контексті умов, в яких відбувається управління підприємством в країнах з транзитивними економіками. Разом з тим, динаміка економічних процесів, впровадження нових управлінських технологій у корпоративний фінансовий менеджмент вимагають переоцінки та актуалізації існуючих положень щодо вартісно орієнтованого управління підприємствами.

Саме тому, мета статті – аналіз існуючих підходів у вартісно орієнтованому управлінні корпораціями та їх адаптивності для умов бізнес-середовища в Україні.

В першу чергу підкреслимо, що, незважаючи на те, що оцінка вартості підприємства, насамперед, передбачає визначення вартісних показників, її слід розуміти як складний процес, що акумулює в собі врахування різноманітних факторів як самої корпорації, так і середовища, в якому вона функціонує – в т. ч. соціальних та політичних. Наприклад, погіршення ситуації на

ринку боргових капіталів внаслідок невірної стратегії управління державним боргом може і, як правило, впливає суттєво на ринкову оцінку корпорації, яка має в структурі борговий капітал. Підкреслимо, що питанням впливу зовнішнього середовища на оцінку вартості корпорацій присвячено цілий ряд робіт, автори яких переважно вказують на тісний зв'язок між обраними методами оцінки та отриманим результатом [1-3].

Цілком можна погодитися з думкою стосовно того, що сама по собі оцінка вартості корпорації має значення тільки тоді, коли вона є частиною обґрунтування, прийняття та реалізації певних управлінських рішень з боку різних суб'єктів – від акціонерів до органів державного регулювання [4-5]. Саме в цьому і полягає вагомий інституційний зміст визначення вартості сучасних корпорацій. Відповідно, оцінка вартості корпорації є складовою загальної стратегії її управління, або стратегії управління інвестиційним портфелем (якщо оцінку проводить інвестор).

Важливість та складність проблеми оцінки вартості бізнесу обумовила появу та впровадження різноманітних стандартів як на міжнародному рівні, так і на національному. Стандарти оцінки вартості обов'язкові для застосування у випадку, якщо така оцінка проводиться професійним суб'єктом, що її здійснює. Якщо оцінка здійснюється іншими суб'єктами, впроваджені стандарти можуть використовувати як рекомендовані.

Таким чином, на сучасному етапі можна говорити про формування специфічного ринку послуг оцінки вартості корпорацій та майна. Подібний ринок, з одного боку, дає можливість створити конкурентні умови для розвитку методик та практик оцінки, з іншого – він не виключає можливості впливу суб'єктивного фактору на процес визначення вартості корпорації.

В процесі визначення вартості корпорації, яка є предметом угоди, або для інших цілей, будь-яке підприємство розглядається як товар, що володіє певними особливими якостями.

На рис. 1 зображено найбільш важливі ознаки корпорації, як товару, вартість якого визначається з врахуванням наступного:

- це товар інвестиційного характеру, оскільки будь-яке підприємство приносить економічні вигоди своєму власникові у майбутньому. Для корпорацій така риса органічно поєднується з економічною природою пайових цінних паперів, які нею емітовані, що теж визначають можливість отримання доходів власниками у вигляді дивідендів та курсових різниць у майбутньому;

- хоча будь-яку корпорацію треба розглядати як цілісну систему, існує об'єктивна можливість виділення та продажу її частини. Метою такого продажу може бути перепрофілювання бізнесу, намагання позбутися частини активів і т.п. Окрім того, важливим аспектом «частинного продажу», є наявність у корпорації нематеріальних активів, які високо оцінюють ринком навіть у випадку, якщо сама корпорація знижує свою вартість;

- діяльність корпорації в значній мірі залежить від стану економіки та фінансової системи країни, в кінцевому випадку, макрофінансові фактори є значимими з погляду оцінки корпорації як товару;

- будь-які угоди щодо корпорації як товару передбачають їх обов'язкове правове оформлення.

Визначення вартості корпорації передбачає врахування фактору доступності інформації. Як правило, для більшості суб'єктів, що потенційно можуть проводити оцінку вартості корпорації доступна історична та публічна інформація. Проте, об'єктивно, така інформація про підприємство є неповною, що значно може знизити репрезентативність отриманих оцінок суб'єктом. Більше того, кожне підприємство є своєрідним, унікальним об'єктом, тому навіть наявність повної інформації не може забезпечити від суб'єктивного характеру оцінки.

Для корпорацій об'єктивно характерний високий рівень інформаційної асиметрії, що збільшує ризик прийняття невірних управлінських рішень та негативно впливає на їх очікувану дохідність. Окрім того, до цього часу на світовому рівні в повній мірі не реалізовано єдиних підходів до бухгалтерського обліку та фінансової звітності, що ускладнює процес реалізації інвестиційних та фінансових стратегій на різних національних ринках.

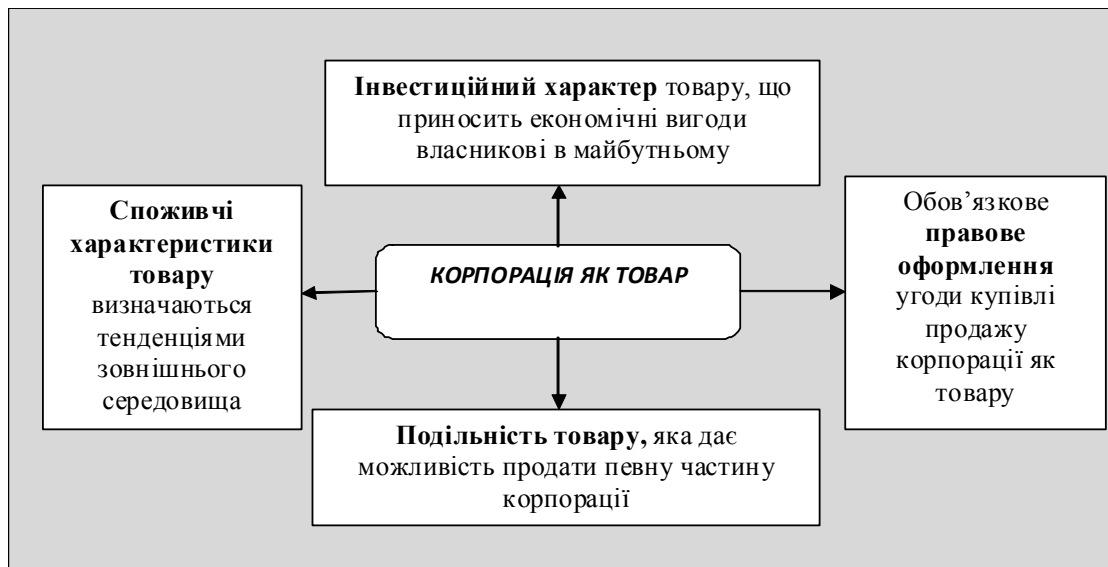


Рис. 4.1. Особливості корпорації (бізнесу) як товару в процесі оцінки її вартості  
Джерело: систематизовано автором за [2, 4]

В процесі оцінки вартості корпорації та використання отриманих показників у фінансовому менеджменті, необхідно розуміти, що поняття «вартість» підприємства змінюється в залежності від умов оцінки, регламентації процесу оцінки та суб'єктів, що її проводять. Також часто використовується поняття «вартість бізнесу». Оцінка вартості підприємства, його майна належить до найскладніших питань фінансів підприємств. Особливо відзначаються оцінка вартості підприємства як цілісного майнового комплексу та оцінка корпоративних прав суб'єкта господарювання, якщо дані права не котируються на біржі.

В загальному, розглядаючи прояви змісту дефініції «вартість корпорації», на наш погляд, насамперед, необхідно звернути уваги на існування трьох специфічних форм, які виділяються в науковій літературі [1, 4]:

- ринкова вартість корпорації;
- нормативна вартість корпорації;
- ефективна вартість корпорації.

Доволі часто аргументовано подається думка про те, що саме ринкова вартість корпорації є найбільш прийнятним показником в процесі реалізації вартісно орієнтованого підходу у фінансовому менеджменті. Не заперечуючи цього положення в цілому, зауважимо, що на достовірність результатів оцінки впливає ряд факторів, які необхідно

враховувати при використанні таких результатів в управлінні:

- *характеристики конкретного ринку, на якому відбувається угода та оцінка корпорації;*
- *рівень інформаційної асиметрії прибутковий середовищу, в якому відбувається оцінка;*
- *вплив систематичних (ринкових) факторів на формування результатів оцінки вартості корпорації;*
- *можливість ірраціональних рішень з боку одного або кількох учасників ринкової угоди;*
- *характеристика конкретного об'єкту купівлі-продажу на ринку, яка унеможливорює його вільну оферту на ринку<sup>1</sup>.*

Також слід зважати, що не усі угоди, що укладаються на ринку можуть використовуватися для оцінки ринкової вартості корпорації через: по-перше, існування зобов'язань однієї із сторін укласти угоду щодо купівлі-продажу; по-друге, можливого спонукання у однієї із сторін з боку інших осіб щодо укладання угоди; засоби платежу за ринкової угодою можуть бути виражені в іншій, ніж грошова, формі.

Підкреслимо, що всі вказані фактори в тій чи іншій мірі характерні і для України. Зокрема, об'єктивно оцінка будь-якої корпорації відбуватиметься в умовах функціонування надзвичайно об'ємного «тіньового» сектору економі-

<sup>1</sup> Наприклад, якщо об'єктом купівлі-продажу на ринку є приватне акціонерне товариство, сформоване в процесі реалізації угоди вартість є частково ринковою, оскільки для цієї організаційно-правової форми передбачають певні обмеження на вільний обіг акцій.

ки на рівні 35-40 % від ВВП<sup>2</sup>. Зрозуміло, що перебування вагової частини економіки в цінні суттєво впливає на діяльність абсолютної більшості корпорацій та є потенційним чинником для зниження адекватності результатів оцінки. Аналогічного висновку можна дійти і в результаті аналізу даних по біржовому ринку акцій, які є важливою складовою інформації при визначенні ринкової вартості корпорації.

Звернемо увагу на наступний аспект – в Україні сформована модель корпоративного управління з домінуванням мажоритарних власників, які в сукупності володіють 60-90 % акціонерного капіталу. Для значної частини таких акціонерів існує цілий ряд вигод від так званих «доходів від контролю» та ігнорування класичних видів доходів від корпоративного бізнесу – дивідендів та курсового приросту.

Нормативна вартість розраховується на основі використання законодавчо затверджених методик. Найчастіше, такий підхід використовується в процесі прийняття управлінських рішень щодо корпорацій, які належать до державного сектору економіки. Важливою перевагою нормативної вартості корпорації є стандартизація правил оцінки та її проведення відповідно до єдиних нормативів. Втім, нормативна вартість корпорації має використовуватися з певними застереженнями через обмежену сферу використання, а також через ймовірну невідповідність затверджених нормативів оцінки умовам динамічного середовища діяльності корпорації.

В Україні нормативна вартість акціонерних товариств найбільш поширена під час приватизації підприємств державного сектору економіки. Слід визнати, що вартість, визначена таким чином, ставала об'єктом гострої критики з боку багатьох фахівців (оскільки, на їх думку, була суттєво занижена порівняно з реальним значенням).

Насамкінець, ефективна вартість – це вартість активів, яка дорівнює більшій із двох величин: інвестиційної вартості активів для існуючого власника або вартості їх реалізації.

Практика оцінки вартості підприємств повинна спиратися на визначені принципи:

— принцип заміщення, що полягає в тому, що вартість підприємства визначається вартістю іншого аналогічного підприємства, здатного замінити дане підприємство; принцип майбутніх переваг, коли передбачення майбутньої прибутковості підприємства визначає його сьогоднішню ціну;

— принцип більшої продуктивності (зв'язаний з попереднім принципом), що зводиться до того, що при оцінці вартості підприємства необхідно враховувати фактичні показники продуктивності праці, фондовіддачі і їх динаміку;

— принцип мінливості - припускає облік соціальних, економічних, політичних, екологічних, географічних і інших факторів, що впливають на рівень ціни підприємства.

Використання зазначених принципів оцінки підприємства дозволяє більш обґрунтовано і вірогідно визначити його вартість.

В загальному, в економічній літературі виділяють інші три групи принципів на яких відбувається оцінка вартості корпорації (рис. 2). Особливо важливими, на наш погляд, є принципи, що засновані на уявленнях власників корпорації, адже саме вони формують як цілі оцінки, так і обґрунтовують вибір методів оцінки. Окрім того, слід розуміти, що існування у корпорації кількох власників з різним обсягом прав може суттєво вплинути як на цілі фінансового управління, так і на погляди таких власників на процес визначення вартості корпорації.

Також під час проведення оцінки вартості корпорації оцінюються певні особливості її структури управління. Поширеним прикладом є наявність т.з. «премії за контроль» у публічній корпорації – зростання ринкової вартості пакету акцій корпорації за умови своєрідного розподілу статутного капіталу. Так, якщо два крупних акціонери корпорації мають у своїй власності по 49 % акцій, вартість інших 2 % буде для них значно вищою порівняно з ринковою вартістю такої кількості цінних паперів для інших інвесторів. Аналогічним чином може впливати на ринкову вартість корпорацій структура акціонерів – наприклад, існування державного пакету акцій.

<sup>2</sup> За оцінками Міністерства економічного розвитку та торгівлі

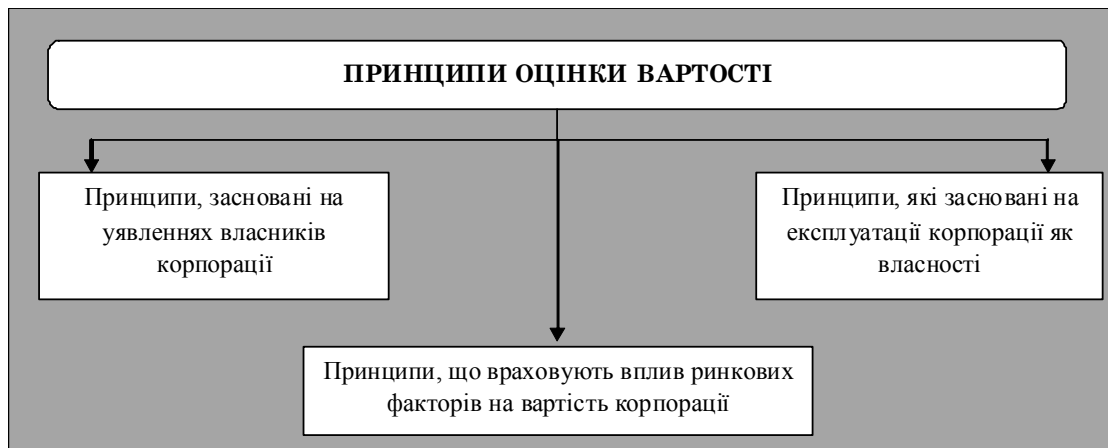


Рис. 2. Принципи проведення процесу оцінки вартості корпорації

Джерело: систематизовано автором

В підсумку, процес визначення вартості корпорації необхідно розглядати як важливу та необхідну складову загальної стратегії управління корпоративними фінансами з високим рівнем стандартизації правил та процедур. В той же час, такий підхід до вартості корпорації ставить питання про ефективність загальної стратегії управління корпоративними фінансами з погляду різних суб'єктів. В контексті вартісно орієнтованого підходу за рівнем адекватності домінує ринкова вартість корпорації.

В той же час, процес її визначення пов'язаний з факторами економічного середовища, в якому відбувається така оцінка. В Україні об'єктивно відсутні передумови для розрахунку справедливої ринкової вартості корпорації, що об'єктивно знижує ефект від реалізації вартісно орієнтованого підходу в корпоративному менеджменті. Окрім того, частина акціонерів не зацікавлена у реалізації вартісного підходу, оскільки отримує вигоди від існуючої моделі фінансового менеджменту.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Вопросы стоимости [Текст]: Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании / под ред. Эндрю Блэка; [пер. с англ. Н.А. Мельник]. - М.: Олимп-Бизнес, 2009. - 367 с.

2. Иванов И.В. Финансовый менеджмент: стоимостной подход [Текст]: учеб. пособие / И.В. Иванов, В.В. Баранов. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - 504 с.

3. Керанчук Т.Л. Концепція вартісно-орієнтованого управління підприємством та можливості її адаптації в Україні [Текст] / Т.Л. Керанчук // Фінанси України. - 2011. - № 7. - С. 104-113.

4. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса [Текст]: учеб. пособие / В.М. Рутгайзер; Финансовая академия при правительстве Российской Федерации. - 2-е изд. - М.: Маросейка, 2008. - 432 с.

5. Чернозуб О. Жизнь после кризиса [Текст]: Стоимостной подход к управлению частной компанией / Олег Чернозуб; [ред. В. Ионов]. - М.: Альпина Паблишерз, 2009. - 246 с.

6. Островська Г. Управління вартістю: сучасні інструменти оцінки корпоративної ефективності [Текст] / Г. Островська // Світ фінансів. - 2008. - № 3. - С. 106-117.

7. Плікус І.Й. Концепція вартісно-орієнтованого управління та можливості її використання при обґрунтуванні доцільності санації підприємств [Текст] / І.Й. Плікус // Фінанси України. - 2011. - № 1. - С. 108-121.

8. Терещенко О.О. Вартісно-орієнтований контролінг - інноваційний ресурс управління корпоративними фінансами [Текст] / О.О. Терещенко, Д.Г. Савчук // Фінанси України. - 2011. - № 12. - С. 77-88.