

ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА: СУТНІСТЬ ТА КОНЦЕПЦІЯ УПРАВЛІННЯ

В статті наведено результати теоретичного дослідження економічної сутності вартості підприємства та концепції управління нею. Здійснено аналіз трактувань поняття вартості підприємства за змістовними та сутнісними ознаками в науковій та науково-практичній літературі. Визначено основні характеристики вартості підприємства як об'єкта управлінської діяльності. Запропоновано авторське бачення сутності вартості підприємства та особливостей управління нею. Проаналізовано походження теорії управління підприємством орієнтованим на його вартість. Запропоновано подальші напрямки досліджень у цій сфері.

Ключові слова: підприємство, управління, вартість, активи, розвиток.

Постановка проблеми. Розвиток ринкових відносин, процесів приватизації, розподілу та перерозподілу власності, формування груп професійних корпоративних менеджерів, фінансових та диверсифікованих стратегічних інвесторів, зростання зацікавленості іноземних інвестиційних агентів – фактори, що визначають потребу застосування нових інструментів та механізмів в управлінні розвитком підприємств. При цьому, вартість підприємства стає одним з найважливіших індикаторів, який є орієнтиром для прийняття широкого кола управлінських, інвестиційних, фінансових, маркетингових та ін. рішень.

Концепція управління підприємством, орієнтованим на його вартість, має давнє походження та ґрунтується на фундаментальних положеннях теорії фірми, а також агентської теорії, які, у свою чергу, отримали розвиток на етапі високого ступеня розмежування власників та виконавчих органів управління в господарських товариствах на початку ХХ ст. Формування стійкого та розвинутого корпоративного сектору, що спирається на широку участь власників та кредиторів, визначало потребу у появі професійних управлінців, які неупереджено та не надаючи переваги окремим групам власників, здійснювали б управлінські функції, користуючись єдиним критерієм прийняття рішень – створення максимально можливого прибутку для власників та забезпечення своєчасних виплат кредиторам у повному обсязі. При цьому, зміст теорії фірми полягає у тому, що підприємство розглядається як сукупність контрактних взаємин між власниками, менеджментом, персоналом, кредито-

рами, інвесторами, постачальниками, споживачами, посередниками, державою та ін., у результаті реалізації яких відбувається об'єднання факторів виробництва та виробничих ресурсів у спосіб, що відповідає управлінському стилю та методам, що використовуються менеджментом підприємства. У свою чергу, агентська теорія ґрунтується на тому, що кожен з вищенаведених економічних агентів діє виходячи з єдиного критерію – максимум власних вигод. Якщо перенести зазначені положення у практичну площину, то виникає одвічний конфлікт інтересів між власниками та менеджментом підприємства, як внутрішніми суб'єктами, і у той же час, зовнішніми агентами, які мають за мету отримати економічні ресурси, що формуються в межах господарської системи, сформованої за рахунок сукупності вищезгаданих контрактів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Пріоритет у обґрунтуванні вищенаведених теоретичних основ управління підприємством, орієнтованим на його вартість належить І. Фішеру, за результатами дослідження якого у 1930 р. було доведено, що інвестори в пайові цінні папери не надають переваги поточним виплатам у вигляді дивідендів у порівнянні із майбутнім зростанням курсової різниці та навпаки. [1] Головним критерієм незалежно від типу інвестора (диверсифікований чи стратегічний, консервативний чи агресивний) є капіталізація, що має вираз у вартості підприємства. Таким чином, діаметрально протилежні типи інвесторів входять до структури власності одного і того ж підприємства передаючи функціональні обов'язки із управління спеціальним агентам, які пред-





ставлені менеджментом підприємства (звідси логіка агентської теорії). У свою чергу, універсальним критерієм оцінки діяльності менеджменту підприємства, який задовольняє різні групи власників (передусім з різними інтересами), стає вартість корпоративних прав підприємства, тобто вартість об'єктів майнових прав власників.

Подальший розвиток зазначених теоретичних положень було надано у працях Ф. Модильяні та М. Міллера в сформульованій ними у 1958 р. концепції, як отримала відповідну назву – М&М. Ця концепція виходила з того, що вартість підприємства не залежить від структури його пасивів, головним є те, скільки прибутку можуть генерувати активи підприємства у абсолютному та відносному виразі. На практиці, реалізацію концепції управління вартістю у той період можливо продемонструвати висловом одного з ідеологів американського фінансового ринку – Ч. Лінча, який говорив, що його інвестиційний банк, своїми діями, грає на зростання вартості Америки [2].

Зазначені концептуальні засади було розвинуто у 1980-х рр. у працях А. Раппарта, М. Штерна та І. Стюарта. А. Раппартом було запропоновано модель САМР (Capital asset price model, англ. – Модель оцінки капітальних активів), за допомогою якої передбачалося оцінювати вартість залучення капіталу підприємствами. Та відповідно до цього вартість підприємства напряму залежала від вартості майбутніх грошових потоків та вартості активів підприємства у часі. Більш показовим у цьому випадку є підхід, запропонований в концепції EVA (Economic value added, англ. – Економічна додана вартість), сформульованій М. Штерном та І. Стюартом. Концепція EVA передбачала здійснення порівняння грошових потоків на капітал підприємства із реальною вартістю його використання, що у результаті надавало можливість оцінити рівень добробуту, створеного менеджментом для власників. [3; 4; 5; 6; 7; 8].

Загалом, ідеологія концепції управління вартістю підприємства (Value Based Management), у найбільш загальному виді, чітко сформувалась наприкінці 1980-х р.р.,

як інтегрована концепція економічного аналізу управлінських рішень, що базується на фундаментальних результатах теорії корпоративних фінансів і методах стратегічного менеджменту. [1, с. 66]

Метою статті є наведення результатів теоретичного дослідження економічної сутності вартості підприємства та концепції управління нею.

Виклад основного матеріалу дослідження. Якщо звернутися до науково-практичної літератури, можливо виокремити дві основні теорії виникнення концепції управління підприємством, орієнтованим на його вартість. Згідно із першою, на певному етапі розвитку прибуток підприємства перестав виконувати функції індикатора ефективності діяльності менеджменту підприємства. Що у більшій мірі було пов'язано із вузькістю цього показника, який не враховував видатки на реінвестиції, фактор часу, рівень перспективної капіталізації та ін. Вартість підприємства було визначено як універсальний показник, на основі якого можливо було робити висновки про те, чи створюється менеджментом додана вартість для власників, у якому обсязі та яким чином вона капіталізується. Інша теорія походження аналізованої концепції виходить з того, що на певному етапі розвитку корпоративного сектору в економічно-розвинутих країнах, отримали широке поширення ворожі корпоративні дії, спрямовані на недружні злиття та поглинання підприємств. Вони полягали у тому, що недружні агенти здійснювали маніпуляції на рику цінних паперів, чим суттєво знижували ринкову вартість пасивів підприємств-об'єктів поглинання, за рахунок чого і досягався бажаний ефект. [4] Таким чином, управління ринковою вартістю підприємств стало засобом забезпечення їх економічної безпеки та безпеки майнових прав власників і кредиторів. Відмітимо, що наведені теорії походження аналізованої концепції не є взаємовиключними, а лише доповнюють одна іншу.

У подальшому, оцінка та управління вартістю підприємств отримали розвиток у якості управлінської концепції на основі якої формувалися моделі оцінки ефектив-

ності та інструментарій управління підприємствами у сучасних умовах.

Слід також відмітити інший важливий фактор, – це наявність окрім відносин власність-управління, відносин корпоративного характеру, тобто між власниками та відносин фінансового характеру, тобто між власниками та кредиторами. У цьому випадку, ключовим моментом є те, що підприємство понад усе (у цьому випадку не враховується вищезгадана сукупність контрактних взаємин між окремими агентами) є господарською системою заснованою на майні та майнових відносинах. І основним, ключовим значенням є не генерований прибуток, чи додана вартість, а лише вартість майна, конкретних об'єктів, що перебувають на балансі підприємства та що не обліковуються як активи, але є невідчужувані від підприємства. Таким чином, вартість підприємства є поняттям багатоплановим та складним. Виходячи з цього, актуальним є дослідження підходів до трактуван-

ня сутності поняття вартості підприємства з метою встановлення його змісту, ключових характеристик та визначення його сутнісних аспектів, які стануть об'єктом подальших етапів дослідження.

У табл. 1. наведено трактування поняття вартості підприємства у науковій та науково-практичній літературі, які було виокремлено на основі аналізу наступних джерел [2; 3; 4; 5; 6; 7; 8; 9; 10; 11; 12; 13; 14]. Авторами пропонувалися різні варіанти трактувань, які мали деякі спільні риси, та у той же час, певні характерні сутнісні відмінності, які не відрізнялись взаємним виключенням, але характеризувалися суттєвими змістовними та функціональним розбіжностями. З метою визначення змістовних особливостей та встановлення існуючих аспектів визначення поняття вартості підприємства було здійснено аналіз трактувань, наведених у табл. 1., результати якого наведено у табл. 2.

Таблиця 1

Трактування поняття вартості підприємства у науковій та науково-практичній літературі

Автор(и)	Поняття вартості підприємства
Грязнова А.Г., Федотова М.А., Ескиндаров М.А. та ін. [12]	Розрахунок та обґрунтування вартості підприємства та певну дату
Модильяні Ф. Міллер М. [2]	Критерій оцінки ефективності управлінської діяльності заснований на вартісному виразі переваг, що створено менеджментом підприємства
Сгерев И.А [3]	Оцінка потенційних грошових потоків, що у майбутньому будуть генеровані виробничо-господарською системою
Сленева Ю.Я., Волков А.Е., Волкова Г.Л. [4]	Інтегральне значення усіх матеріальних та нематеріальних активів, об'єднаних в межах певного юридично оформленого суб'єкта, із використанням яких створюється або потенційно може бути створений прибуток для власника
Десмонд Г.М. [5]	Комплексна характеристика якості та ефективності управлінської діяльності, що заснована на різниці між балансовою вартістю активів та їх ринковою вартістю
Слисеев В.М. [6]	Вартісна оцінка майнових прав власників підприємства та його кредиторів, які надади позику під їх заставу
Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. [7]	Дисконтована вартість грошових потоків, які у перспективі можуть бути отримані його власниками
Домодаран А. [14]	Критерій прийняття інвестиційного рішення заснований на різниці поточної ринкової вартості корпоративних прав та їх реальної вартості, та обумовлений суб'єктивністю процесу оцінки, що у свою чергу визначає наявність недооцінених активів на ринку
Скименко А.Н. [8]	Вартість, що може бути сплачена покупцем у разі здійснення операції купівлі-продажу корпоративних прав.
Ссипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. [9]	Індикативна характеристика майнового стану підприємства
Григорьев В.В., Федотова А.М. [10]	Вартісна оцінка усіх активів, нематеріальних активів та переваг, які отримуються покупцем прав власності на підприємство

Джерело: розроблено авторами



Аналіз трактувань поняття вартості підприємства за змістовними та сутнісними ознаками

Автор(и)	Сутнісні та змістовні ознаки поняття вартості підприємства							
	Інструмент оцінки ефективності та якості управлінської діяльності	Оцінка вартості нематеріальних переваг	Оцінка перспектив генерування грошових потоків	Реальна оцінка вартості активів підприємства	Результат узгодження позицій покупця та продавця на ринку	Комплексна оцінка стану виробничо-господарської системи	Інструмент інвестиційного менеджменту	Вартісна оцінка переваг від участі у капіталі підприємства
Грязнова А.Г., Федотова М.А., Ескиндаров М.А. та ін. [12]				+				
Модильяни Ф. Міллер М. [2]	+	+						
Сгерев И.А. [3]			+					
Сленева Ю.Я., Волков А.Е., Волкова Г.Л. [4]			+	+				
Десмонд Г.М. [5]	+			+		+		
Слисеев В.М. [6]				+				
Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. [7]			+	+				
Домодаран А. [14]				+	+		+	
Єкименко А.Н. [8]					+			
Єсіпов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. [9]				+				
Григор'єв В.В., Федотова А.М. [10]		+		+				+

Джерело: розроблено авторами

З табл. 2. видно, що серед сутнісних аспектів, при трактуванні поняття вартості підприємства, авторами надається перевага реальній оцінці вартості активів підприємства [4; 5; 6; 7; 9; 10; 12; 14], при цьому, значну увагу автори також приділяють оцінці перспектив генерування грошових потоків на вкладений капітал [3; 4; 7]. Відмітимо вдалість трактування, наведеного у праці Сленевої Ю.Я., Волкова А.Е. та Волкової Г.Л. [4], в якій було поєднано обидва ці сутнісні аспекти. На наш погляд, реальна вартість активів – є передусім метою оцінки, але самі активи можуть по різному бути використані їх володарем та розпоря-

дником, у цьому випадку, використання одних і тих же активів може призвести до різних економічних результатів. У свою чергу, оцінки майбутніх, перспективних результатів можливо зробити на основі ретроспективного аналізу використання існуючих активів.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Таким чином, не принижуючи потреби в оцінці реальної вартості активів, на її основі можливо отримати лише балансову вартість того, чи іншого об'єкту (складові активів підприємства), проте це не надає можливість отримати інформацію про перспективну прибутко-



вість їх використання в межах конкретної виробничо-господарської системи.

Результати аналізу трактувань поняття вартості підприємства за змістовними та сутнісними ознаками надає можливість стверджувати, що економічна сутність означеної категорії розкривається через поєднання таких характеристик як реальна ринкова ціна активів підприємства та потенціалу означеної господарської системи генерувати грошові потоки для засновників та кредиторів.

Література

1. Ибрагимов Р. Г. Управление по стоимости как система менеджмента / Р. Г. Ибрагимов // Менеджмент в России и за рубежом. - 2004. - № 6. - С. 64-72.

2. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер ; пер. с англ. - [2-е изд.]. - М. : Дело, 2001. - 272 с.

3. Егерев И. А. Стоимость бизнеса. Искусство управления / И. А. Егерев. - М. : Дело, 2003. - 480 с.

4. Еленева Ю. Я. Факторный анализ стоимости предприятия с учетом оценки влияния нематериальных активов / Ю. Я. Еленева, А. Э. Волков, Г. Л. Волкова // Известия вузов: Машиностроение. - 2006. - № 3. - С. 73-77.

5. Десмонд Г.М. Руководство по оценке бизнеса / Г.М. Десмонд. - М.: РОО Академия оценки, 1996. - 264 с.

6. Елисеев В.М. Гудвилл: проблема оценки и отражения в отчетности / В.М. Елисеев // Вопросы оценки. - 2004. - № 1. - С. 31-37.

7. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление. - 3-е изд., перераб. и доп. : пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. - М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005. - 576 с.

8. Екименко А.Н. Факторы роста стоимости компании / А.Н. Екименко // Государственное управление. Март 2008. - Вып. № 14. [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.e-journal.spa.msu.ru/images/File/2008/14/Ekimenko.pdf>.

9. Есипов В.Е. Оценка бизнеса / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова. - СПб.: Питер, 2006. - 464 с.

10. Григорьев В.В. Оценка предприятия: теория и практика / В.В. Григорьев, М.А. Федотова. - М.: Инфра-М, 1997. - 320 с.

11. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса: учебное пособие / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова. - М.: Финансы и статистика, 2001. - 514 с.

12. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / [А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров и др.]. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. - 544 с.

13. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и инноваций / С. В. Валдайцев. - М. : Филинъ, 1997. - 336 с.

14. Дамодаран А. Инвестиционная оценка / А. Дамодаран. - М. : Альпина бизнес букс, 2004. - 1324 с.

References

1. Ibragimov R. G. Upravleniye po stoimosti kak sistema menedzhmenta / R. G. Ibragimov // Menedzhment v Rossii i za rubezhom. - 2004. - № 6. - S. 64-72.

2. Modil'yani F. Skol'ko stoit firma? Teorema MM / F. Modil'yani, M. Miller ; per. s angl. - [2-ye izd.]. - M. : De-lo, 2001. - 272 s.

3. Yegerev I. A. Stoimost' biznesa. Iskusstvo upravleniya / I. A. Yegerev. - M.: Delo, 2003. - 480 s.

4. Yeleneva YU. YA. Faktornyy analiz stoimosti predpriyatiya s uchetom otsenki vliyaniya nematerial'nykh aktivov / YU. YA. Yeleneva, A. E. Volkov, G. L. Volkova // Izvestiya vuzov: Mashinostroyeniye. - 2006. - № 3. - S. 73-77.

5. Desmond G.M. Rukovodstvo po otsenke biznesa / G.M. Desmond. - M.: ROO Akademiya otsenki, 1996. - 264 s.

6. Yeliseyev V.M. Gudvill: problema otsenki i otrazheniya v otchetnosti / V.M. Yeliseyev // Voprosy otsenki. - 2004. - № 1. - S. 31-37.

7. Kouplend T. Stoimost' kompaniy: otsenka i upravleniye. - 3-ye izd., pererab. i dop. : per. s angl. / T. Kouplend, T. Koller,





Dzh. Murrin. – М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005. – 576 с.

8. Yekimenko A.N. Faktory rosta stoimosti kompanii / A.N. Yekimenko // Gosudarstvennoye upravleniye. Mart 2008. – Vyp. № 14. [Yelektronniy resurs]. – Rezhim dotupu:

<http://www.e-journal.spa.msu.ru/images/File/2008/14/Ekimenko.pdf>.

9. Yesipov V.Ye. Otsenka biznesa / V.Ye. Yesipov, G.A. Makhovikova, V.V. Terekhova. – SPb.: Piter, 2006. – 464 s.

10. Grigor'yev V.V. Otsenka predpriyatiya: teoriya i praktika / V.V. Grigor'yev, M.A. Fedotova. – М.: Infra-M, 1997. – 320 s.

11. Gryaznova A.G. Otsenka biznesa: uchebnoye posobiye / A.G. Gryaznova, M.A. Fe-dotova. – М.: Finansy i statistika, 2001. – 514 s.

12. Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa) / [A.G. Gryaznova, M.A. Fedotova, M.A. Eskindarov i dr.]. — М.: INTERREKLAMA, 2003. — 544 s.

13. Valdaytsev S. V. Otsenka biznesa i innovatsiy / S. V. Valdaytsev. – М. : Fi-lin", 1997. – 336 s.

14. Damodaran A. Investitsionnaya otsenka / A. Damodaran. — М. : Al'pina biznes buks, 2004. — 1324 s.

Стрельцов А., Черкасов В.

Стоимость предприятия: сущность и концепция управления

В статье приведены результаты теоретического исследования экономической сущности стоимости предприятия и концепции управления ею. Осуществлен анализ трактовок понятия стоимости предприятия по содержательным и сущностным признакам в научной и научно-практической литературе. Определены основные характеристики стоимости предприятия как объекта управленческой деятельности. Предложено авторское виденье сущности стоимости предприятия и особенностей управления ею. Проанализировано происхождение теории управления предприятием ориентированным на его стоимость. Предложены последующие направления исследований в этой сфере

Ключевые слова: предприятие, управление, стоимость, активы, развитие.

Strelcov A., Cherkasov V.

Cost of enterprise: essence and conception of management

In the article the results of theoretical research of economic essence of cost of enterprise and management conception are resulted. The analysis of interpretations of concept of cost of enterprise is carried out on rich in content and essence signs in scientific and science-practic literature. Basic descriptions of cost of enterprise are certain as an object of administrative activity. Author vision of essence of cost of enterprise and management features is offered by it. The origin of theory of management an enterprise is analysed oriented to its cost. Subsequent directions of researches are offered in this sphere

Keywords: enterprise, management, cost, assets, development.

Рецензент: Рамазанов С. К. – доктор економічних наук, доктор технічних наук, професор, завідувач кафедри «Економічна кібернетика» Східноукраїнського національного університету імені Володимира Даля, м. Луганськ, Україна.

Reviewer: Ramazanov S. – Professor, PhD of Economic, PhD of Technical, Head of Economic cybernetics Department Volodymyr Dahl East Ukrainian National University, Luhansk, Ukraine.

e-mail: skramazanov@i.ua

*Стаття подана
11.12.2013 р.*