

господарських відносин / Т. В. Олефіренко // Вісник Академії митної служби України. Серія: Економіка. – 2013. – №2 (50). – С. 148–152.

18. Олюнина Р. А. О необходимости протекционизма сельского хозяйства / Р. А. Олюнина // Экономика сельскохозяйственных и перерабатывающих предприятий. – 2006. – № 12. – С. 11–12.

19. Осика С. Г. Світова організація торгівлі / С. Г. Осика, В. Т. П'ятницький; Київ. нац. торг.-екон. ун-т, Центр дослідж. СОТ, розв. торг. права і практики. – К. : К.І.С., 2005. – 514 с.

20. Продовольча безпека: сутність, стан та особливості забезпечення: Монографія / І. В. Федулова. – К.: Кондор, 2013. – 486 с.

21. Регулювання аграрного сектору економіки України в умовах євроінтеграції: Монографія / за ред. А. Д. Діброви, В. Є. Андрієвського; Національний університет біоресурсів і природокористування України, Інститут розвитку аграрних ринків. – К., 2014. – 572 с.

22. Ресурси та моделі глобального економічного розвитку: Монографія / за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Д. Г. Лук'яненка та А. М. Поручника. – К. : КНЕУ, 2011. – 703 с.

23. Шпак Ю. В. Інноваційні методи у регулюванні розвитку аграрного сектору національної економіки в умовах глобалізації / Ю. В. Шпак // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – 2012. – Вип. 2 (12). – С. 101–112.

** Нестеренко Оксана Дмитрівна – аспірант кафедри світового господарства та міжнародної економічної інтеграції Українського державного університету фінансів та міжнародної торгівлі.*

УДК 330.1

Юлія Цемашко *

БАГАТОФАКТОРНА МОДЕЛЬ ОЦІНЮВАННЯ ФУНДАМЕНТАЛЬНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Стаття присвячена розвитку методичних підходів до оцінювання ефективності управління підприємством за критерієм зростання його вартості. Представлено результати модифікації моделі економічної доданої вартості на основі факторного підходу, який полягає в ідентифікації та формалізації чинників, що формують спред доходності капіталу та утворюють вартість бізнесу.

Ключові слова: вартість підприємства, фундаментальна вартість, економічна додана вартість, багатофакторний аналіз, спред доходності.

Цемашко Ю. С. Многофакторная модель оценки фундаментальной стоимости предприятия.

Статья посвящена развитию методических подходов оценки эффективности управления предприятием по критерию роста его стоимости. Представлены результаты модификации модели экономической добавленной стоимости на основе факторного подхода, который заключается в идентификации и формализации факторов, формирующих спред доходности капитала и образуют стоимость бизнеса.

Ключевые слова: стоимость предприятия, фундаментальная стоимость, экономическая добавленная стоимость, многофакторный анализ, спред доходности.

Tsemashko Y. Multivariate models evaluating the fundamental value of the company.

The article is devoted to the development of methods of evaluating the effectiveness of enterprise management criteria for the growth of its value. Results of modification of the model of economic value added at factor-based approach is to identify and formalize the factors that make the spread return on equity and create business value.

Keywords: enterprise value, fundamental value, economic value added, multivariate analysis, yield spread.

У сучасних умовах господарювання основні орієнтири багатьох інвесторів спрямовані не стільки на підвищення ефективності операційної діяльності підприємства та постійну максимізацію прибутку, скільки на збільшення доходів внаслідок зростання вартості підприємства. Однією з основних та актуальних теорій з управління вартістю компанії є концепція вартісно-орієнтованого управління – VBM (Value Based Management). VBM дозволяє фінансовим менеджерам здійснювати планування, моніторинг та управління діяльністю підприємств, забезпечуючи підвищення вартості компанії.

Ця концепція орієнтована на покращення стратегічних та оперативних рішень на всіх рівнях компанії за рахунок концентрації зусиль її менеджменту на ключових факторах вартості. Проте, в той же час в науковій літературі досліджується досить гостра полеміка щодо вибору управлінського інструментарію реалізації даної концепції. На сьогоднішній день немає єдиного розуміння та визначення природи вартості, а наявність системи різноманітних моделей, підходів, методів щодо її оцінювання не надають повного вирішення проблеми щодо її збільшення. Саме тому необхідно дослідити сучасний інструментарій стосовно оцінювання вартості з точки зору забезпечення ефективного функціонування суб'єктів господарювання.

Основи вартісно-орієнтованого менеджменту як управлінської концепції були сформовані в наукових працях Т. Коллера, Т. Коупленда, Дж. Мурріна, А. Раппопорта, Б. Стюарта. У подальшому дана концепція в цілісному вигляді розглядалася в роботах Г. Арнольда, А. Блека, С. Джерела, Р. Моріна, М. Скотта, Д. Янга та інших. Проблематика управління вартістю національних підприємств розглядаються вітчизняними науковцями в межах наступних напрямків: конкурентоспроможності – О.М. Алимовим, реформування власності – О. І. Амошею, структурних змін в економіці – Л. К. Безчасним, формування фондового ринку – В. М. Бордюком, інвестиційного розвитку – М. С. Герасимчуком, корпоративного управління – В. І. Голіковим, управління виробничим потенціалом – М. І. Івановим, розвитку промислових комплексів – М. Г. Чумаченком, теорії вартості – А. А. Чухном, управління вартістю в умовах трансформації економіки – О. Г. Мендрулом.

Існуючі підходи до управління вартістю передбачають виокремлення факторів формування вартості, але не виступають як інструмент реалізації стратегії, що орієнтована на збільшення вартості. Тому метою даної наукової статті є на основі багатофакторного оцінювання фундаментальної вартості підприємств оцінити та розвинути сучасний методичний інструментарій вартісно-орієнтованого менеджменту задля забезпечення ефективності їх функціонування.

Одним з найбільш поширених поглядів на компанію в сучасних умовах стає вартісно-орієнтований підхід. Однак відхід від розкриття внутрішньої фундаментально-вартісної природи компанії і концентрація уваги лише на зовнішній формі її прояву, яка знаходить вираз у її ринкової вартості, призвів до того, що все більший авторитет стали завойовувати інші концепції, орієнтовані на соціальні, правові, управлінські та інші проблеми.

У даній статті фундаментальна вартість підприємства розглядається як інтегрована оцінка ефективності діяльності підприємства та перспектив його розвитку. Основним фактором, що формує фундаментальну вартість підприємства є його конкурентоспроможність, а факторами збільшення фундаментальної вартості – його інвестиційна та інноваційна активність і фінансова стійкість. В сучасній економічній літературі фундаментальну вартість визначають як сутнісну характеристику підприємства, яка відображає його потенційну здатність як суб'єкту економічних відносин створювати багатство, тобто забезпечувати формування та прирощення вартості [3].

Економічні дослідження дозволяють говорити, що фундаментальна вартість підприємства – це інтегроване багатофакторне явище, що має свій прояв на стратегічному рівні через рентабельність реалізації, оборотність активів, мультиплікатор фінансового важеля, норму реінвестування прибутку та темпу росту; на операційному рівні – через безліч факторів, що спрямовані на покращення стратегічних показників.

Перехід на більш глибокий рівень наукового дослідження факторів, що формують вартість підприємства, зумовлює більш чіткого визначення категорій. Так, під фактором вартості ми будемо розуміти таку змінну величину, яка впливає на результатну складову формування вартості підприємства, а їх виявлення має базуватися на наступних принципах:

- мають бути пов'язані з процесами формування фундаментальної вартості та з відповідним рівнем деталізації доведені до всіх рівнів організації;

- мають відображати як фінансові так і не фінансові результати діяльності підприємства;
- мають враховувати як результати поточної діяльності, так і перспективи розвитку підприємства.

Вартість утворюючі фактори умовно можна розподілити на два рівні – стратегічний та фінансовий, які в повній мірі здатні відобразити ступінь використання можливостей підприємства щодо формування позитивної величини фундаментальної вартості. В сучасній економічній літературі [1, 2, 9, 12] на фінансовому рівні фактори фундаментальної вартості розглядаються в контексті моделей її оцінювання на основі економічного прибутку та дисконтованих грошових потоків. Економічний прибуток розглядається як внутрішня оцінка результату функціонування підприємства. Модель дисконтованих грошових потоків, яка багатьма науковцями визначається як найбільш прогресивний метод оцінювання вартості, на нашу думку, є лише альтернативним, так як обидві моделі базуються на одному методологічному принципі – поточній оцінці перспектив розвитку підприємства на основі дисконтування [13].

Сьогодні з усіх існуючих показників, призначених для оцінювання процесу формування фундаментальної вартості підприємства, найбільш розповсюдженою є економічна додана вартість EVA (Economic Value Added). Причина полягає в тому, що даний показник поєднує простоту розрахунку та можливість визначення вартості підприємства, а також дозволяє оцінювати ефективність як в цілому, так і в окремих підрозділах. EVA є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина цього показника свідчить про зростання фундаментальної вартості підприємства, тоді як негативна – про її руйнування [14].

Визначення економічної доданої вартості являє собою метод фінансової оцінки та характеристики підприємства, який відображає вплив доходності вкладень капіталу саме в це в порівнянні з альтернативними інвестиціями, і безпосередньо пов'язує прибутковість капіталу і витрати на нього з вартістю компанії. Ця технологія є основною ланкою у фундаментально-вартісній концепції до управління компанією, паралельно з такими методами як дисконтовані грошові потоки (Discounted Cash Flows – DCF), чиста приведена (Net Present Value – NPV) і технологія бюджетування капіталовкладень. Фундаментальна вартість формується в процесі реалізації стратегії підприємства, яка спирається на її порівняльні та конкурентні переваги [8, 16].

В основу розрахунку економічної доданої вартості покладено порівняння економічної рентабельності та витрат на капітал (спред доходності капіталу), які в свою чергу можуть бути розкладені на фінансові фактори, які здійснюють безпосередній вплив на формування фундаментальної вартості підприємства. Факторний аналіз прибутковості капіталу та середньозваженої його вартості досить широко описаний у сучасній фінансовій літературі [1, 9, 12] та дозволяє чітко ідентифікувати ті фактори, що здійснюють безпосередній вплив на визначені параметри, а саме: рівень раціональності структура капіталу, ліквідності та платоспроможності, фінансової стійкості та забезпеченості запасів власними оборотними коштами, ділової активності та прибутковості господарської. Однак з точки зору практичної реалізації менеджменту підприємств більш корисним буде не стільки виявлення проблемних факторів, скільки визначення їх цільових значень з точки зору забезпечення позитивної динаміки потоків доданої вартості у майбутньому.

Економічна додана вартість – це по суті оцінка змін у вартості підприємства. Основним фактором створення вартості в моделі економічної доданої вартості є частка надлишкового доходу, який спрямовується на реінвестування, а також різниця між рівнем прибутковості капіталу та його вартістю. Досить цікавою, з точки зору формування доданої вартості, є спроба модифікації методики її визначення на основі факторного підходу.

Факторний аналіз вартості Ю. Бріггема [1] підтверджує, що для її нарощування необхідним є зростання віддачі від вкладення капіталу більшими темпами, ніж зростають витрати на капітал. Встановлення взаємозв'язку даного висновку з економічною логікою формування та функціонування капіталу підприємства дозволяють отримати наступну технологію оцінювання в рамках даної наукової роботи (формула 1): особливості процесу формування капіталу (структура капіталу, вартість власних та позикових його джерел) здійснюють безпосередній вплив на величину доданої вартості через показник середньозваженої вартості капіталу; в процесі функціонування капітал генерує прибуток, який визначає рівень його доходності, що складає основу величини новоствореної доданої вартості [13].

$$EVA = ЧП - K \times WACC = K \times \left(\frac{ЧП}{K} - WACC \right) = K \times (R_{акт} - WACC) \quad (1)$$

де EVA – величина економічної доданої вартості;

$ЧП$ – величина чистого прибутку (з урахуванням відповідних корегувань);

K – величина капіталу (з урахуванням відповідних корегувань);

$WACC$ – середньозважена вартість капіталу;

$R_{акт}$ – рентабельність активів;

$(R_{акт} - WACC)$ – спред доходності (продуктивності) капіталу.

Структура капіталу безпосередньо впливає на вартість функціонуючого капіталу підприємств, яка є одним із вимірювачів рівня фундаментальної вартості бізнесу. Для розрахунку середньозваженої вартості капіталу (формула 2).

$$WACC = w_{BK} \times k_{BK} + w_{Пл.ПК} \times k_{Пл.ПК} \quad (2)$$

де w_{BK} – частка власного капіталу у загальній його величині;

k_{BK} – вартість власного капіталу, у %;

$w_{Пл.ПК}$ – частка платного позикового капіталу у загальній його величині, %

$k_{Пл.ПК}$ – вартість позикового капіталу, %.

Рівень прибутковості активів залежить від прибутковості реалізації (R_{sale}) та продуктивності функціонування активів (W_a) (формула 3):

$$R_a = R_{sale} \times W_a \quad (3)$$

В свою чергу продуктивність функціонування активів може бути розкладена на певну кількість факторів, які здійснюють безпосередній вплив на оцінку загального рівня ефективності їх використання. Як приклад формування факторної моделі аналізу продуктивності активів може бути представлено як показано у формулі 4:

$$W_a = K_{об.акт} \times k_{пот.лікв} \times w_{Пот.зоб}^{Поз.кан} \times k_{стр.кан} \times k_{авт} \quad (4)$$

де $K_{об.акт}$ – коефіцієнт оборотності оборотних активів;

$k_{пот.лікв}$ – коефіцієнт поточної ліквідності;

$w_{Пот.зоб}^{Поз.кан}$ – частка поточних зобов'язань в структурі позикового капіталу;

$k_{стр.кан}$ – коефіцієнт структури капіталу;

$k_{авт}$ – коефіцієнт автономії.

Узагальнена логіка факторного аналізу спреду доходності капіталу представлена на рис. 1.



Рис. 1. Економічна логіка факторного аналізу спреду доходності капіталу як основи формування економічної доданої вартості [Розробка автора]

Формалізація та оцінювання факторів вартості на стратегічному рівні є значно складнішою процедурою, так як виникає необхідність врахування якісних характеристик в кількісних показниках. Очевидним є те, що на процеси формування вартості на стратегічному рівні безпосередній вплив здійснює конкурентоспроможність підприємства та його здатність забезпечувати стійкість конкурентних переваг у довгостроковій перспективі. Критичний аналіз методичних підходів до оцінювання конкурентоспроможності підприємства дозволяє говорити про те, що з точки зору інтерпретації результатів оцінки можна говорити про рівень відповідності параметрів досліджуваного об'єкту до параметрів основних конкурентів. Тобто, якщо дану логіку застосувати до аналізу факторів вартості на стратегічному рівні можна говорити про визначення «потенціалу формування на основі факторів конкурентоспроможності підприємства».

Проведені дослідження дозволяють говорити про двоїстий характер підприємства як об'єкту управління його вартістю: з одного боку підприємство як організаційна форма капіталу створюється з метою реалізації його основної функції – самозбільшення вартості, і в даному аспекті виступає суб'єктом економічних відносин, призначення якого організувати процес виробництва реальних вартостей; з іншого боку підприємство є економічним, інвестиційним благом і стає об'єктом вкладення капіталу інших учасників ринку. Забезпечення ефективності функціонування підприємством на основі його вартості зумовлює доцільність зміни пріоритетності концепції ринкової вартості, яка розкриває форму прояву вартості економічного блага, що формується під впливом ціноутворюючих факторів, на фундаментальну вартість, яка характеризує підприємство як економічне, інвестиційне благо, що має потенційну здатність задовольняти різні економічні інтереси.

Дослідження теоретико-методичних аспектів оцінки вартості підприємства дозволило зробити висновок, що методологія еволюціонує в залежності від потреб користувачів та призначення результатів оцінювання. З метою визначення ефективності діяльності підприємства процес оцінки доцільно здійснювати на основі концепції доданої вартості, що базуються на методології економічного прибутку та дисконтованих грошових потоків. Економічний прибуток може розглядатися як показник ефективності діяльності підприємства, тобто внутрішня оцінка результату його функціонування. З точки зору практичної реалізації методологія економічного прибутку може бути реалізована на основі концепції економічної доданої вартості.

Узагальнюючи результати дослідження можна зазначити, що розвиток наукових досліджень проблематики оцінювання вартості підприємства неможливий без її структуризації, визначення певної субординації різних типів вартості, що передбачає дослідження цілей розмежування, спільних характеристик, виявлення специфіки кожного типу при оцінюванні різними суб'єктами, особливостей інформаційного забезпечення, потреб користувачів результатів оцінки, тощо. Якщо говорити про вартість підприємства як критерій ефективності його діяльності, то варто розглядати фундаментальну (внутрішню) його величину, яка визначається потенційною здатністю компанії задовольняти інтереси усіх зацікавлених осіб бізнесу. Відповідно модель оцінювання такої вартості має враховувати максимальну кількість факторів, які мають пріоритетний вплив на процеси її формування та збільшення та на які може впливати менеджмент підприємства. Запропонований методичний підхід до оцінювання потенціалу формування вартості підприємства дозволяє: по-перше, формалізувати якісні та кількісні результати оцінки та розрахувати узагальнюючий показник, який визначає реальні можливості подальшого цілеспрямованого впливу менеджерів; врахувати особливості та тенденції розвитку зовнішнього середовища та його можливостей щодо процесів нарощення вартості підприємства; сформувати стратегічні орієнтири розвитку підприємства та забезпечити позитивну динаміку змін його вартості на основі ідентифікації критичних значень факторів стратегічного та фінансового рівня.

Список використаних джерел:

1. Бриггем Ю. Финансовый менеджмент. Полный курс / Ю. Бриггем, Л. Гапенски. – СПб. : Экономическая школа, 1997. – Т. 1. – 497 с.; Т.2. – 669 с.
2. Корж Р. В. Фінансові аспекти формування вартості підприємства // Ефективна економіка. – 2012. – № 6 [Електронний ресурс] / Р. В. Корж, Н. В. Шевчук. – Режим доступу до журн.: <http://www.economy.nayka.com.ua>
3. Кудина М. В. Теория стоимости компании: монография / М. В. Кудина. – М. : ИД «ФОРУМ», ИНФРА-М, 2010. – 368 с.

4. Лісніченко О. О. Фундаментально-вартісні аспекти результативності розвитку харчових підприємств України / О. О. Лісніченко // Бізнес-інформ. – 2013. – № 4. – С. 165–172.
5. Лісніченко О. О. Економічна природа вартості підприємства / О. О. Лісніченко // Формування ринкової економіки. Спецвипуск «Економіка підприємства: теорія та практика» : зб. наук. пр. – К. : КНЕУ, 2012. – С. 312–317.
6. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств: монографія / О. Г. Мендрул. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.
7. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства: навч. посібник / О. Г. Мендрул – К. : КНЕУ, 2011. – 538 с.
8. 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.
9. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий: монография / Т. В. Теплова – М. : Вершина, 2006. – 272 с.
10. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента [Текст] / К. Уолш. – М. : Дело, 2000. – 843 с.
11. Фролова Л. В. Формирование \square ізнеюмоделі підприємтя [тескт] Учебник / Л. В. Фролова, Е. С. Кравченко. – К. : Центр учебной литературы, 2012. – 384 с.
12. Швиданенко Г. О. Управління капіталом підприємства / Г. О. Швиданенко, Н. В. Шевчук. – К. : КНЕУ, 2007. – 440 с.
13. Шевчук Н. В. Багатофакторна модель оцінювання фундаментальної вартості національних підприємств чорної металургії / Н. В. Шевчук // Стратегія підприємства: зміна парадигми управління та інноваційні рішення для бізнесу: колективна монографія [за ред. проф. А. П. Наливайка]. – К. : КНЕУ, 2015. – С. 282 – 296.
14. Шевчук Н. В. Вартість як критерій ефективності управління підприємством / Н. В. Шевчук // Економічний часопис – XXI. Науковий журнал. – 2014. – № 5 – 6. – С. 68 – 71.
15. Яковлева Е. А. Управление стоимостью предприятия в инновационном процессе: Монография / Е. А. Яковлева. – СПб. : Изд-во СПбГПУ, 2008.

** Цемашко Юлія Сергіївна – магістр кафедри економіки підприємств Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана.*