

(збір, накопичення і систематизація фактів) і теоретична (пояснення, узагальнення і прогнозування тенденцій). У даному випадку можемо характеризувати цю взаємодію як дезорганізований комплекс: наука і техніка не використовують свої можливості повною мірою, а результат їх взаємодії є меншим, ніж сума їх потенціалів;

✓ вирішення науково завдань паралельно з їх реалізацією на практиці: наука відокремлюється від безпосередньої праці; винахідництво стає особливим видом діяльності, який формує попит на інші види діяльності. Ця ситуація відображає взаємодію науки і техніки як нейтрального комплексу, сума потенціалів якого дорівнює 0, що зумовлено, у даному випадку, функціонуванням науки і техніки як паралельних прямих, які не перетинаються, але при цьому залишаються складовими однієї фігури;

✓ "поєднання" науки і техніки – організований комплекс: техніка орієнтується на науку, а наука – на потреби виробництва і суспільства загалом, що призводить до виникнення нового соціально-економічного явища – науково-технічного прогресу (НТП) – та формування науково-технічної сфери. Це й є проявом синергічного ефекту.

Важливим джерелом синергізму в науково-технічній сфері на сучасному етапі розвитку виступають науково-технічні послуги, які являють собою вид діяльності, пов'язаний з дослідженнями і розробками та сприянням процесам одержання, поширення і практичного застосування науково-технічних знань [10, с.19]. Саме ця складова науково-технічної діяльності забезпечує передачу даних з метою задоволення науково-інформаційних потреб людини, а це, у свою чергу, сприяє винахідницькій та інноваційній діяльності. Тобто синергічний ефект, отриманий від науково-технічних послуг, сприяє не лише підвищенню результативності

науково-технічної діяльності і науково-технічної сфери загалом, але й активізації інноваційної діяльності, а отже, розвитку інноваційної сфери.

Висновки. Таким чином, викладене вище дає змогу стверджувати, що розвиток науково-технічної сфери можна розглядати у контексті всезагальної організаційної науки, загальної теорії систем і синергетики. А використання законів останньої робить можливим прискорити науково-технічний розвиток загалом.

Перспективи подальших розробок у цьому напрямку. Проблема, що розглядається у статті, є досить актуальною на сьогодні і потребує подальшого дослідження у таких напрямках: вивчення синергічних ефектів, присутніх у науково-технічній сфері, та формування системи показників їх виміру; визначення чинників, що впливають на підвищення даного роду ефектів; роль синергізму у розвитку науково-технічної сфери та її взаємозв'язку і взаємодії з інноваційною сферою.

1. Богданов А.А. Тектология: (Всеобщая организационная наука): В 2-х кн. / Редкол. Л.И. Абалкин (отв. ред.) и др.; Отд-ние экономики АН СССР. Ин-т экономики АН СССР. – М., 1989. – Кн. 1. 2. Кузнецов Б.Л. Введение в экономическую синергетику. – Набережные Челны, 1999.
3. Осипов В.В. Обратный синергетический эффект как аргумент для отказа от патента в пользу авторского свидетельства. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.tgl.ru/files/upload/Osip.doc>.
4. Подлесных В.И. Теория организации: Учебник для вузов. – СПб., 2003.
5. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – М., 1997.
6. Семихов В.Л. Теория организации: Учеб.-прак. пособие. – М., 2000.
7. Советский энциклопедический словарь / Гл. ред. А.М. Прохоров; редкол.: А.А. Гусев и др. – Изд. 4-е. – М., 1987.
8. Хакен Г. Тайны природы. Синергетика: учение о взаимодействии. – Москва; Ижевск, 2003.
9. Шаповалова Л.А. Государное регулирование рынка научно-технических услуг в Украине: Дис. ... канд. экон. наук. – К., 2006.
10. Янкевич В.Ф., Булкін І.О. Проблеми переходу статистики наукових досліджень і розробок в Україні на міжнародні стандарти // Проблеми науки. – 2000. – № 10.

Надійшла до редколегії 23.12.2008

П. Кухта, канд. екон. наук, асист.

КОНЦЕПЦІЯ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ В ОЦІНЮВАННІ ПЕРСПЕКТИВ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

Визначено найбільш прийнятні методичні підходи до оцінювання вартості капіталу в умовах ринкової економіки України. Запропоновано до використання комплексну аналітичну модель оцінювання вартості капіталу підприємств.

The article outlines the most common methods of capital estimation in Ukraine in the conditions of market economy. The complex analytical model of enterprise capital estimation is developed.

Постановка проблеми. В умовах ринкової економіки України все більшого прикладного значення набувають методики оцінювання вартості капіталу підприємств. Проте коректна й обґрунтована оцінка вартості капіталу вважається управлінцями досить-таки складним питанням, оскільки вимагає застосування складного математичного апарату та відповідної адаптації різних методик до вітчизняної господарської практики. Через цю причину аналітики здебільшого намагаються всіляко ухилитися від ґрунтового оцінювання вартості капіталу. За теперішніх умов особливої актуальності набуває оцінка перспектив подальшого розвитку інвестиційної діяльності національних підприємств у контексті необхідності обґрунтування їхньої економічної вартості як суб'єктів на ринку капіталів.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідження з цієї специфічної теми були започатковані зарубіжними вченими. Класичний метод капіталізації доходу, що використовується для оцінки вартості інвестиційних активів, базується на положенні, вперше сформульованому Дж. Вільямсом, і полягає у визначенні вартості підприємства як сумарної теперішньої вартості дивідендів. Подальшого розвитку методики оцінювання вартості

капіталу підприємств набули в роботах У. Шарпа [14], Дж. Лінтнера та Ж. Моссена, які сформулювали так звану модель ціноутворення на ринку капіталів (САРМ). М. Гордон узагальнив відому модель оцінювання вартості власного капіталу підприємств з рівномірним прогнозованим зростанням дивідендів [12]; заслуговують також на увагу теоретичні побудови Ф. Модільяні й М. Міллера [7], а також розроблена С. Россом теорія арбітражного ціноутворення [13], проте останні через складність передбачуваного математичного апарату не набули достатнього розповсюдження. Певний внесок у теоретичне обґрунтування та науково-методичний інструментарій оцінювання вартості підприємств зробили Т. Коупленд, Т. Коллер і Дж. Муррін [3].

У вирішенні проблем вдосконалення оцінки вартості капіталу підприємств та підвищення ефективності його використання зробили внесок українські вчені Д. Черваньов [10], О. Мертенс [5; 6] інші вітчизняні вчені [2; 8], а також російський вчений С. Валдайцев [1]. Проте дану проблему досліджено недостатньо, багато прикладних питань залишається невирішеними, що негативно впливає на ефективність інвестиційних рішень, які приймаються на підприємстві.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Вітчизняні підприємства не мають конкретної методики аналізу та оцінювання вартості капіталу, що не дозволяє їм ефективно управляти інвестиційними ресурсами та знижує потенційну прибутковість їх господарської діяльності. Залишаються також маловивченими фактори, під впливом яких формується вартість капіталу на підприємстві. Однією з головних проблем у формуванні системи ефективного управління інвестиційною діяльністю підприємств є відсутність методичного забезпечення комплексного оцінювання ринкової вартості підприємства загалом та інвестиційних проектів зокрема.

Формулювання завдань та цілей статті. Нашою метою є визначення найбільш органічних підходів до оцінювання вартості капіталу в умовах ринкової економіки України, що буде підґрунтям для побудови комплексної аналітичної моделі оцінювання вартості капіталу та ринкової ціни підприємства загалом.

Виклад основного матеріалу. Визначення вартості капіталу є ключовим елементом сучасної теорії та практики управління інвестиційною діяльністю підприємства. Основними галузями застосування концепції вартості капіталу є оцінювання економічної ефективності інвестицій, оптимізація структури джерел фінансування проектів, обґрунтування ціни підприємства як суб'єкта на ринку капіталів тощо. Під вартістю капіталу розуміють мінімальну норму дохідності, яку очікують отримати інвестори від альтернативних можливостей вкладення капіталу за незмінної величини ризику. Вона також характеризує ту норму дохідності інвестованого капіталу, яку необхідно забезпечити підприємству, щоб не зменшити свою ринкову вартість.

Необхідно розрізнити два поняття – вартість капіталу та вартість (ціну) підприємства загалом як суб'єкта на ринку капіталів. Ціна підприємства може характеризуватися різними показниками, проте це завжди абсолютні величини. Обидва зазначені поняття кількісно взаємопов'язані, наприклад, якщо підприємство бере участь в інвестиційному проекті, дохідність якого менша за вартість капіталу, ціна підприємства по закінченні реалізації цього проекту зменшиться, і навпаки.

Таким чином, в управлінні інвестиційною діяльністю підприємств проблемі визначення вартості капіталу та аналізу його структури фахівці надають першочергового значення. Інвестиційному аналізу передують розрахунок середньозваженої вартості капіталу (*WACC*) – яка є середнім з вартостей окремих його компонентів, зважених за їхньою часткою в загальній структурі капіталу. Для того, щоб визначити загальну вартість капіталу підприємства, необхідно спочатку оцінити величину кожної його складової. Визначення вартості запозиченого капіталу як джерела засобів підприємства здійснюється за відповідними складовими запозичених засобів.

Так, вартість довготермінового банківського кредиту із урахуванням кратності сплати відсотків слід визначати за допомогою узагальнюючого показника, що ґрунтується на ефективній річній відсотковій ставці (*EAR*):

$$k_{BK}^{EAR} = \left(1 + \frac{k_{BC}}{m} / (1 - F_{BK}) \right)^m - 1, \quad (1)$$

$$p_3 = \frac{D_{3(1кє)}(1 + k_{BK})^{0,75} + D_{3(2кє)}(1 + k_{BK})^{0,5} + D_{3(3кє)}(1 + k_{BK})^{0,25} + D_{3(4кє)}(1 + k_{BK})^0}{k_{BK} - g} \quad (2)$$

У межах моделі зростання дивідендів при розрахунку вартості додатково залученого акціонерного капіталу доцільно використовувати таку формулу:

$$k_{BK, \text{знову залученого}} = \frac{D_3}{p_3(1 - F_{3A})} + g, \quad (8)$$

де F_{3A} – відносна вартість емісії, у частках одиниці.

де k_{BC} – відсоткова ставка за банківський кредит, коеф.; F – відносний рівень витрат із залучення капіталу, коеф.; m – кількість нарахувань відсотків за рік, разів.

Вартість простої облігаційної позики (k_{OP}) як джерела засобів підприємства доцільно визначити з такого рівняння:

$$V_p = \sum_{t=1}^{m-n} \frac{(V_N \cdot c) / m}{(1 + k_{OP} / m)^t} + \frac{V_N}{(1 + k_{OP} / m)^{n-m}}, \quad (2)$$

де V_p – чисті грошові надходження від реалізації однієї простої облігації підприємства, грн; V_N – номінальна вартість облігації; c – ставка відсотка, коеф.; n – кількість років, що залишилися до погашення облігації.

Вартість конвертованої облігації, що обмінюються в n -ий період часу на певну кількість акцій (j), визначається з такого рівняння:

$$V_p = \sum_{t=1}^n \frac{V_N \cdot c}{(1 + k_{OP})^t} + \frac{\sum_{a=1}^j P}{(1 + k_{OP})^n}, \quad (3)$$

де P – ринкова ціна простої акції в n -ий період часу.

Якщо облігації емітовані на умовах можливого їх дострокового викупу, то він зазвичай здійснюється за ціною номінальної вартості облігації плюс сума відсотків за рік.

Вартість фінансового лізингу визначається на основі ставки лізингових платежів, що передбачає поступове повернення основної суми боргу (на основі норми річної амортизації засобів, залучених на умовах фінансового лізингу) та вартості безпосереднього обслуговування лізингового боргу.

Вартість товарного (комерційного) кредиту у формі короткотермінової відстрочки платежу:

$$k_{CTK} = (3_{\text{ц}} \cdot 360) / TB, \quad (4)$$

де $3_{\text{ц}}$ – розмір цінової знижки при здійсненні готівкового платежу за продукцію; TB – термін надання відстрочки платежу за продукцію, днів.

За умов вітчизняного ринку, визначення вартості власного капіталу як джерела засобів підприємства може здійснюватися на основі декількох моделей, залежно від того, якою вихідною інформацією будуть володіти експерти-аналітики.

Згідно з моделлю дивідендних виплат вартість власного капіталу (k_{BK}) визначають з такого рівняння:

$$p_3 = \sum_{t=1}^n \frac{(D_3)_t}{(1 + k_{BK})^t}, \quad (5)$$

де D_3 – прогнозне значення щорічного дивіденду з простих акцій, грн; p_3 – ринкова ціна однієї простої акції, грн.

За умови постійного і рівномірного прогнозованого зростання дивідендів (g) іноді доцільно застосовувати "модель Гордона"¹ [12], за ім'ям М. Гордона, який багаторазово зробив її розвитку і популяризації:

$$p_3 = D_3 / (k_{BK} - g), \quad \text{звідси } k_{BK} = (D_3 / p_3) + g, \quad (6)$$

де D_3 – дивіденд на найближчий майбутній період, грн.

Наведена вище формула трансформується на випадок виплати дивідендів кожні півроку або щоквартально:

$$k_{BK} - g = \frac{D_{3(1кє)}(1 + k_{BK})^{0,75} + D_{3(2кє)}(1 + k_{BK})^{0,5} + D_{3(3кє)}(1 + k_{BK})^{0,25} + D_{3(4кє)}(1 + k_{BK})^0}{p_3} \quad (7)$$

Визначення темпів зростання дивідендів ґрунтується на добутку *ROE* та коефіцієнта реінвестування прибутків у розвиток підприємства. Звідси випливає, що вартість власного капіталу є мінімальною дохідністю, яку необхідно отримати, для виправдання дій щодо

¹ Має обмеження у випадку перевищення коефіцієнту вартості капіталу величини темпів зростання дивідендів підприємства.

реінвестування прибутків у виробництво, замість виплати їх акціонерам у формі дивідендів.

Наведену формулу поточної вартості простої акції слід також використовувати при розробці дивідендної політики підприємства (з додатковим урахуванням річної кратності платежів). Необхідно лише відмітити, що використовуючи формулу дисконтованої вартості майбутніх дивідендних виплат за акціями підприємства, з практичної точки зору нескінченний потік платежів доцільно замінити на скінчений, оскільки впливом підсумків із порядковими номерами, що перевищують 40, можна знехтувати внаслідок їхньої віддаленості та малої величини.

Згідно з моделлю *САРМ* вартість власного капіталу розраховується за формулою

$$k_{BK} = Z + (\bar{k}_m - Z) \cdot \beta + e, \quad (9)$$

де Z – номінальна ставка річної дохідності безризикованих (державних) цінних паперів (в Україні може бути використано ставку за валютними депозитами Ощадбанку)¹; \bar{k}_m – очікуваний показник річної дохідності в середньому на фондовому ринку; β – показник систематичного ризику активів підприємства; e – показник похибки, що відображає несистематичний ризик залежно від особистих характеристик підприємства.

Основою моделі *САРМ* є допущення про рівновагу на ринку капіталів, – вважається, що ринок намагається досягнути такого стану, в якому всі інвестори максимізують корисність – вимагають вищого прибутку за значного ризику. Критики моделі *САРМ* зазначають – один із основних її недоліків полягає в тому, що вона є однофакторною, а також має багато теоретичних припущень відносно переваг інвесторів, більшість з яких не є реалістичними, проте, як показали подальші вивчення і розвиток цієї моделі, вона досить добре зарекомендувала себе і працює в реальних умовах розвинутого ринку.

Практичне використання моделі *САРМ* у вітчизняній практиці ускладнено нерозвиненістю фондового ринку, труднощами в здобутті інформації про дохідність акцій підприємств та середньої ринкової дохідності, тому іноді доцільно можна скористатися альтернативними способами визначення премій за ризик інвестування, наприклад, див.: [1, с. 181–183; 2, с. 432; 8, с. 12; 10, с. 427].

Р. Хамада об'єднав модель *САРМ* із моделлю Модільяні–Міллера із урахуванням податків, стверджуючи, що β -коефіцієнт залежить від співвідношення позикового та власного капіталу на підприємстві, яке одночасно характеризує і його фінансову стійкість, і пов'язаний з цим фінансовий ризик [2, с. 433]. Т. Конін, М. Тамаркін поширили висновки Хамади й на ризикову заборгованість [11].

Згідно арбітражної теорії ціноутворення С. Росса [13], вартість інвестиційних активів може знаходитися під впливом не лише дохідності ринкового портфеля, а, можливо, – декількох. Причому очікувана дохідність будь-якого цінного паперу являє собою лінійну комбінацію значень факторів, в якій коефіцієнти пропорційні величині коваріації між фактором і дохідністю розгляданого активу. Фактична реалізація багатофакторної теорії арбітражного ціноутворення пов'язана із залученням надзвичайно складного апарату математичної статистики, тому до теперішнього часу дана теорія має достатньо теоретизований характер. Інші альтернативні моделі – теорія ціноутворення опціонів Ф. Блека і М. Скоулза, а також теорія преференцій станів в умовах невизначеності Дж. Хіршліфера достатнього розвитку в сучасній практиці не отримали.

Згідно з моделлю прибутку на акцію оцінка вартості власного капіталу базується на показнику прибутку на акцію, а не на величині дивідендів:

$$k_{BK} = \text{ЧП} / p_3, \quad (10)$$

де ЧП – величина річного чистого прибутку (після сплати податків та відсотків за довготерміновий борг) у розрахунку на одну акцію.

Багато інвесторів вважає, що саме показник прибутку на акцію відображає реальний дохід, що отримують акціонери (незалежно від того, реінвестується він, щоб принести вигоду в майбутньому, чи сплачується у вигляді дивідендів). Обернене відношення в цій моделі дає нам відомий коефіцієнт *price-earnings ratio (P/E)*, який є простим та ефективним засобом для визначення неправильно оцінених акцій.

Для державних підприємств вартістю власного капіталу може слугувати відношення щорічного чистого прибутку підприємства, що залишився в його розпорядженні, до суми його накопичених власних засобів (за балансом на кінець року). Амортизаційні відрахування для більшості підприємств є одним із найбільших джерел капіталу; вони можуть бути реінвестовані або повернені до кредиторів та акціонерів. Вартість фондів, утворених із цього джерела, приблизно дорівнює середньозваженій вартості капіталу до моменту додаткової емісії простих акцій підприємства.

Дійсність така, що жодна з моделей не може абсолютно точно передбачити істинну вартість власного капіталу і, звичайно, всі моделі є оціночними. Тому найбільш доцільним, на нашу думку, є визначивши вартість власного капіталу за декількома моделями, до подальших розрахунків брати або максимальне з отриманих значень, або ж усереднене.

Вартість джерела засобів "привілейовані акції з обмеженим періодом обертання" ($k_{ПА}$) можна розрахувати з більшою точністю, ніж простих акцій:

$$k_{ПА}^{EAR} = \left(1 + \frac{D_{ПА}}{p_{ПА}}\right)^m - 1, \quad (11)$$

де $D_{ПА}$ – розмір щорічного фіксованого дивіденду на акцію, грн; $p_{ПА}$ – поточна ринкова ціна привілейованої акції, грн.

Якщо підприємство здійснює емісію привілейованих акцій на умовах, що надають інвестору можливість викупити їх у певний момент заздалегідь обумовленою ціною, то їх вартість визначається з такого рівняння:

$$p_{ПА} = \sum_{t=1}^n \frac{D_{ПА}}{(1 + k_{ПА})^t} + \frac{R_{ПА}}{(1 + k_{ПА})^n}, \quad (12)$$

де $R_{ПА}$ – викупна ціна привілейованої акції в n -й період часу, грн.

Для розрахунку вартості додатково емітованих привілейованих акцій використовують таку формулу:

$$k_{ПА,знову\ випущених} = \frac{D_{ПА}}{p_{ПА}(1 - F_{ПА})}. \quad (13)$$

Вартість привілейованих акцій, які можуть бути конвертовані в певний момент часу, слід розраховувати за аналогією вартості конвертованих облігацій підприємства.

Звернемо увагу на особливості розрахунку та застосування *WACC* підприємства. При розрахунку *WACC* вартість запозичених джерел завжди корегується на податковий ефект, оскільки відсотки за борг відносяться до витрат на виробництво продукції; до структури капіталу не включаються джерела короткотермінових засобів, окрім випадків, коли цього вимагають нормативні акти країни.

¹ Вона складається з реальної дохідності й премії за інфляцію (реальна ставка за довготерміновими казначейськими облігаціями історично коливається в межах 2–4 %).

Отже, економічний зміст $WACC$ полягає в тому, що підприємство може приймати будь-які рішення інвестиційного характеру, рівень рентабельності яких не нижче поточного значення показника $WACC$. З розрахованою $WACC$ порівнюється показник IRR проекту, при цьому якщо IRR перевищує $WACC$, то проект може бути прийнятий до реалізації, оскільки задовольняє інтереси інвесторів та кредиторів, і навпаки. Показник $WACC$ є основою для визначення ціни підприємства ($ЦП$) загалом як суб'єкта на ринку капіталу. Один із можливих підходів до визначення останньої передбачає, що $ЦП$ може бути знайдена за такою формулою:

$$ЦП = \sum_{t=1}^{t=p} \frac{ЧГН_t}{(1+WACC)^t}, \quad (14)$$

де $ЧГН_t$ – чисті грошові надходження в періоді t , грн; p – передбачувана тривалість усіх інвестиційних програм підприємства, років.

Якщо чисті грошові надходження підприємства прогнозуються за роками в однакових обсягах, то розрахунок ціни підприємства суттєво спрощується і становить собою просто відношення чистих грошових надходжень підприємства (за будь-який рік) до середньозваженої вартості його капіталу. У вітчизняній практиці непоодинокі випадки, коли підприємство, маючи стабільні обсяги виробництва основної продукції, а також перспективи розширення ринку збуту, оцінюється, наприклад, під час приватизації на порядок нижче за ринкову вартість нерухомості, що йому належить.

За результатами аналізу сучасного методичного забезпечення оцінювання вартості капіталу підприємств, його узагальненні та адаптації до особливостей вітчизняної практики провадження інвестиційної діяльності, автором було розроблено комплексну аналітичну модель оцінювання вартості капіталу як джерела інвестиційних ресурсів підприємства, яка побудована на базі електронних таблиць Excel (повне викладення моделі займає 15 сторінок ф. А4, див. [4, с. 210–224]). Запропонована модель дозволяє також оцінити перспективи інвестиційного розвитку підприємства, з'ясувати, знаходиться воно в депресії чи на стадії зростання; при формуванні інвестиційної політики підприємства наочно простежувати зміни результуючих складових моделей, дозволяє визначити мінімально прийнятну та найбільш реальну ціну підприємства загалом як суб'єкта на ринку капіталів, дослідити структуру джерел засобів підприємства. В оригінальному вигляді модель супроводжується відповідними коментарями до розрахунків і шкалою прийнятних значень у примітках до електронних клітин. У разі необхідності вона може бути легко адаптована до поточних умов господарської діяльності підприємств різних організаційно-правової форм та масштабів.

Застосування розробленої автором моделі оцінювання вартості капіталу як джерела інвестиційних ресурсів підприємства, дозволило, зокрема, провести оцінку перспектив розвитку інвестиційної діяльності ВАТ "Укртелеком" у контексті визначення його економічної вартості як суб'єкта на ринку капіталів, що набуває особливої актуальності внаслідок очікуваної приватизації підприємства.

ВАТ "Укртелеком" – це Українське державне підприємство електрозв'язку, що надає практично всі види сучасних телекомунікаційних послуг, у т. ч.: телефонний і супутниковий зв'язок, радіозв'язок; будівництво і технічне обслуговування телемереж, документального зв'язку та зв'язку з рухомими об'єктами; проектування, фінансування, будівництво, ремонт та реконструкцію об'єктів зв'язку; монтаж і обслуговування інформаційних і комп'ютерних мереж та комутаційного устаткування; проведення науково-дослідних, науково-конструкторських

робіт у галузі електрозв'язку, розробка й впровадження нових технологій тощо. Укртелеком є акціонером низки спільних підприємств та акціонерних товариств, що функціонують на телекомунікаційному ринку України, а також бере активну участь в міжнародних проектах ITUR, TEL, TAE, BSFOCS.

Низький рівень розвитку засобів зв'язку, недостатня якість послуг свідчать про необхідність залучення значних інвестиційних ресурсів на розвиток, технічне переоснащення та модернізацію мереж електрозв'язку. Для досягнення Україною середньоевропейського якісного та кількісного рівня розвитку систем телекомунікацій за оцінками фахівців потрібно інвестицій не менше, ніж 10 мільярдів в доларовому еквіваленті, причому значна їх частка повинна бути в конвертованій валюті, оскільки Україна має слаборозвинуте власне виробництво телекомунікаційного обладнання.

Довгий час в Україні інфраструктура інвестування була другорядною відносно основного виробництва. Тому успіх розвитку галузі зв'язківці забезпечують власними силами, використовуючи власні кошти та шляхом залучення ще донедавна нетрадиційних для України джерел фінансування. За існуючих умов середньорічні загальні інвестиційні потреби державних підприємств електрозв'язку складають не менше 500–550 млн дол., а власні кошти дозволяють покрити лише 20 % необхідних інвестиційних ресурсів. Отже, проблема забезпечення даної програми фінансовими ресурсами стоїть дуже гостро.

Телекомунікації – одна з небагатьох галузей економіки України, що в умовах економічної кризи в Україні в останні роки характеризувалась сталими показниками розвитку, залишалась успішною і високорентабельною (один тільки сектор послуг місцевого телефонного зв'язку потребує збільшення кількості телефонів щонайменше вдвічі.), показники діяльності підприємства суттєво зростає як у фізичному, так і в грошовому обчисленні. І лише в 2005–2007 рр. зниження обсягів чистого прибутку підприємства та рентабельності продажу послуг обумовлювалося збільшенням сукупних витрат на здійснення операційної та інших видів діяльності.

Здійснивши реорганізацію ЗАТ "Утел" у дочірнє підприємство Укртелекому з подальшим перетворенням на філію, було консолідовано активи підприємства, внаслідок чого ВАТ "Укртелеком" значно підвищило свою інвестиційну привабливість та розширило власні можливості, припинивши неконструктивну конкуренцію. Здійснення інвестиційної програми Укртелекому, що передбачає комплексні заходи для покращання якості існуючих послуг та надання нових, у частині витрат на придбання обладнання та проведення окремих видів робіт вимагає від підприємства значних обсягів капіталовкладень і пошуку джерел для забезпечення цих витрат.

Приватизацію ВАТ "Укртелеком" намагались здійснити згідно з законодавством України про приватизацію та спеціально розробленим Законом України "Про особливості приватизації відкритого акціонерного товариства "Укртелеком" від 13.07.2000 р. Метою приватизації Укртелекому визначали прискорення розвитку мереж електрозв'язку в Україні, їх технічне переоснащення і модернізацію шляхом залучення в процесі приватизації вітчизняних та іноземних інвестицій; задоволення потреб споживачів у послугах електрозв'язку, доведення якості цих послуг до міжнародних стандартів, збільшення надходжень коштів до Державного бюджету України; підвищення конкурентоспроможності Укртелекому на ринку послуг електрозв'язку.

Для проведення детального аналізу і визначення очікуваної норми дохідності капіталу підприємства, на

основі розробленої автором комплексної аналітичної моделі було оцінено вартість окремих його компонентів (розрахунки проводилися за даними звітності та балансу підприємства за 2000–2005 рр.), у подальшому зважених за їх часткою в загальній структурі капіталу. Для обґрунтування темпів зростання дивідендів та приросту загальних результатів господарської діяльності підприємства за роками ми скористалися розрахунком показника *ROE* та запланованої частки реінвестування прибутків підприємства. Так, ВАТ "Укртелеком" затвердив на майбутнє нормативи розподілу прибутків, відповідно до яких спрямовуватиме на виплату дивідендів 40 % чистого прибутку, а утримуватиме на підприємстві – 60 % (у фонд розвитку виробництва – 30 %)¹. Таким чином, потенційні щорічні темпи зростання доходів підприємства прогноуються від 2,89 до 5,78 %.

Оцінки показника *P/E* свідчать про сприятливість умов господарської діяльності ВАТ "Укртелеком", коеф. зріс з 12 у 2003 до 24 у 2005 р. Рівень витрат на під-

тримку економічного потенціалу підприємства становить за роками аналізу від 5,7 до 7,0 %. Отже, невисока вартість сформованого на підприємстві інвестиційного капіталу не може завадити можливості реалізації проєктів з помірною дохідністю.

Виходячи із значного діапазону коливань середньозважених відсоткових ставок за довготерміновими кредитами, що залучаються Укртелекомом із року в рік, а також прогнозів щодо темпів зростання дивідендів за акціями підприємства, мінімальна економічна вартість підприємства як суб'єкта на ринку капіталів визначається в межах допустимих значень. Здійснивши оцінювання мінімальної економічної вартості ВАТ "Укртелеком" за роками аналізу 2003–2006, ми отримали такі значення (табл. 1). Таким чином, можна зробити висновок, що мінімальна економічна вартість ВАТ "Укртелеком" як суб'єкта на ринку капіталів знаходиться в межах від 5 до 7 млрд дол. США.

Таблиця 1. Вартість ВАТ "Укртелеком" за результатами застосування комплексної моделі оцінювання вартості капіталу і ціни підприємства

Дата	Вартість підприємства за¹			Довідково		Економічна вартість підприємства за оціночною моделлю автора	
	балансовим методом, млрд дол. США	ринковою оцінкою вартості акцій, млрд дол. США³	методом прибутковості (за оцінками посадовців), млрд дол. США	<i>ROE</i> , коеф.	<i>P/E</i> , коеф.	мінімально, млрд дол. США	за реінвестування у виробництво до 60 % прибутку, млрд дол. США
1997 р.			2,776				
1998 р.			2,292				
Червень 2000 р.	1,204		2,192				
2002 р.			1,4				
На 1.01.2004 р.		1,234		0,116	12	3,703	8,415
Червень 2004 р.		1,5–1,8	2,333				
Серпень 2004 р.		1,6–1,7	1,105–1,199				
На 1.01.2005 р.		2,520		0,139	18	5,420³	12,554³
Травень 2005 р.		2,6–2,8	5,4				
На 1.01.2006 р.		2,596	8,0 (та 14,0⁴)	0,096	24	5,326–6,513⁴	11,891–15,073⁴
Травень 2006 р.		3,8–4,3					
Травень 2007 р.		4,096					

Примітки:

¹ Складено та/або розраховано автором за даними Інтернет ресурсів.

² Після підвищення інвестиційної привабливості.

³ Розрахунки здійснено виходячи з курсу гривні відносно долара на конкретні дати оцінки (тут 5,35 грн за 1 дол. США).

⁴ Друге значення відображає оцінку виходячи з максимальної ринкової вартості акцій підприємства в 2006 р.

Проте, зважаючи на постійне зростання ринку телекомунікацій у світі та в Україні, оцінювання економічної вартості ВАТ "Укртелеком" необхідно обов'язково здійснювати з урахуванням прогнозованого приросту результатів господарської діяльності підприємства на майбутні роки². Як результат запланованого підприємством на майбутнє реінвестування прибутків [9] отримуємо ціну підприємства, що складає близько 12,6 млрд дол. США (за результатами 2005 р.). А зважаючи на постійні нарікання щодо обґрунтованості результатів господарської діяльності підприємства напередодні його приватизації і виходячи з рівня чистих прибутків 2004 р. та максимальних оцінок ринкової ціни акцій, економічна вартість ВАТ "Укртелеком" складає від 15,1 до 16,6 млрд дол. США.

Інвестиційну привабливість підприємства можна підвищити шляхом структурної реорганізації Укртеле-

кому, розвитку нових послуг, таких як мобільний зв'язок третього покоління, IP-телефонія, провайдерські послуги, змінивши його кредитну історію шляхом здешевлення кредитів, упорядкувавши й оптимізувавши систему платежів і взаєморозрахунків між усіма підприємствами галузі, а також споживачами послуг. Крім того, Укртелеком може виступати як оператор кабельного телебачення і оператор цифрового мовлення. Наприклад, з метою забезпечення більшої привабливості Укртелекому в грудні 2005 р. компанії було надано ліцензію на мобільний зв'язок третього покоління і радіочастота для мобільного зв'язку. Це рішення підвищить капіталізацію Укртелекому на 400 млн дол. [9].

Економістами підраховано, що інвестиції в галузь електров'язку дуже перспективні – один долар, вкладений у телекомунікації, дає 3–5 дол. приросту національного доходу. Проте Україна інвестує в зв'язок дуже мало, приблизно в 8–10 разів менше, ніж інші країни, що розвивають свої мережі.

Висновки. Проведений аналіз показав, що у вітчизняній економічній науці не приділяється належна увага дослідженню методичних проблем розрахунку вартості

¹ Для довідки: у світовій практиці останні 15–20 років зазвичай спрямовують на виплату дивідендів 52 % чистого прибутку, відповідно на реінвестування – 48 %.

² Впливом підсумків із порядковими номерами, що перевищують 40, можна знехтувати внаслідок їхньої віддаленості.

капіталу в сучасних умовах господарювання. Поряд із традиційними для розвинутої ринкової економіки методами оцінки необхідний пошук нових підходів, які можуть бути використані в умовах нестабільного зовнішнього середовища підприємства. Поза увагою в оцінюванні вартості капіталу залишаються методи, які дають змогу враховувати ризики інвестування, а існуючі математичні вдосконалення моделей ускладнені у сприйнятті фахівцями на підприємствах.

Перспективи подальших розробок у цьому напрямку. Запропонована автором комплексна аналітична модель оцінювання вартості капіталу підприємств ґрунтується на систематизації сучасного методичного інструментарію оцінювання вартості капіталу з урахуванням особливостей і практики його застосування у вітчизняних умовах, і дозволяє оцінювати вартість як окремих складових капіталу підприємства, так і його зважену середню величину, визначати ціну підприємства та простежувати зміни результуючих складових моделі за коригування його інвестиційної політики. Зручність застосування і практичну цінність розробленої моделі підтверджено експериментально на прикладі

вітчизняних підприємств різних видів економічної діяльності та організаційно-правових форм.

1. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: Учеб. – М., 2004. 2. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика: Учеб. пособие. / Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Столяк С.А. – М., 2002. 3. Стоимость компании: оценка и управление: Пер. с англ. / Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. – М., 1999. 4. Кухта П.В. Управление инвестиционной деятельностью предприятий Украины: Дис. ... канд. экон. наук. – К., 2007. 5. Мертенс А.В. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории. – К., 1997. 6. Мертенс А.В. Стоимость компании в теории и на практике // Финансовый директор. – 2002. – № 5. 7. Сколько стоит фирма? Теорема MM: Пер. с англ. / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М., 2001. 8. Толстых Т.Н., Уланова Е.М. Оценка риска инвестирования с учетом специфики предприятия и региональных особенностей // Финансы. – 2001. – № 10. 9. "Укртелеком" потягне на півтори "Криворіжсталі"? // Газета "Експрес". – [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.expres.ua> 10. Черваньов Д.М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств. – К., 2003. 11. Conine T., Tamarkin M. Divisional Cost of Capital Estimation: Adjusting for Leverage // Financial Management. – 1985. – Spring. 12. Gordon M.J. Optimal Investment and Financing Policy // Journal of Finance. – 1963. – May. 13. Ross S. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing // Journal of Economic Theory. – 1976. – Vol. 13. 14. Sharpe W.F. Capital Asset Prices: A Theory of Financial Equilibrium under Conditions of Risk // Journal of Finance. – 1964. – Vol. 3.

Надійшла до редколегії 09.12.2008

T. Білорус, канд. екон. наук

ІННОВАЦІЙНІ ТЕХНОЛОГІЇ В УПРАВЛІННІ КАДРОВИМ ПОТЕНЦІАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

В статті основну увагу сконцентровано на аналізі світових тенденцій розвитку системи управління персоналом, зокрема, на новітніх технологіях та інструментах роботи з персоналом, що впливають на ефективність його використання.

The article focuses on the analysis of world tendencies in human resources management system development, namely, on high technology and staff development devices that influence the effectiveness of its application.

Постановка проблеми. Міжнародна конкуренція, глобалізація ринків, масштабне проникнення іноземних підприємств на український ринок переводять проблему управління підприємствами до числа пріоритетних управлінських завдань, успішне вирішення яких забезпечить виживання та сталий розвиток підприємства у новому середовищі. Переворот у науковій управлінській практиці останніх кількох років характеризується різкою активізацією нових і не надто нових технологій та філософій менеджменту, що значно вплинули на способи роботи підприємства. Впоратися із завданням стратегічного розвитку у жорсткому конкурентному середовищі підприємства можуть лише в разі наявного потужного управлінського потенціалу, на формування, розвиток та реалізацію якого впливає досить багато різноманітних факторів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема формування та розвитку управлінського потенціалу підприємства у науковій літературі висвітлюється в працях іноземних та вітчизняних економістів, а саме Акоффа Р., Дитлса Р., Дмитренко Г.А., Злоєва П., Красова В., Пушкара Р.М., Тарнавської Н.П.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. В більшості наукових робіт [1-5] на жаль висвітлений лише аспект оцінювання окремих характеристик управлінського персоналу та питання підвищення кваліфікації менеджерів. Однак ринкові умови функціонування підприємства та діяльності менеджерів вимагають врахування сучасних інноваційних технологій, що впливають на процеси формування, реалізації та розвитку управлінського потенціалу.

Формулювання завдань та цілей статті. Мета статті – ознайомитися з сутністю інноваційних технологій в управлінні керівним складом працівників та висвітлити особливості їх використання на вітчизняних підприємствах.

Виклад основного матеріалу. В сучасних умовах вибір кадрових рішень досить різноманітний та здатен

відповідати потребам працедавців, що швидко змінюються. На організаційному рівні можливість адаптуватися до змін цих потреб суттєва для підприємства, що прагне бути успішним на ринку. Зазвичай основний бізнес має тенденцію до розвитку, що в свою чергу призводить до виникнення нових завдань, нових працівників, нових підрозділів тощо. Але спочатку керівництву необхідно проаналізувати: чи доцільно це робити власними силами?

Використання нетрадиційних методів привернення персоналу (лізинг, аутсорсинг, аутстафінг) в тій або іншій формі дає підприємству необхідну гнучкість. Звичайно про вище зазначені методи роботи з персоналом згадують тоді, коли постає проблема невідповідності наявних трудових ресурсів і потреб підприємства в них. Вирішенням цієї проблеми є розробка програми зміни кількісних та якісних параметрів трудових ресурсів підприємства. Така програма може передбачати задоволення потреб у персоналі шляхом додаткового навчання, прийому на роботу спеціалістів певного профілю, передача завдань на виконання іншим підприємства, або ж інші заходи.

Вибір конкретного заходу залежить від специфіки потреби в персоналі, а критерієм відбору є його економічна доцільність. Існує три основні причини, які змушують керівників організацій звернутися до кадрових агентств з підбору тимчасових працівників або до привернення на певний термін спеціалістів: тимчасова потреба організації у висококваліфікованих спеціалістах; поява в організації вакантних місць на короткий термін; сезонність роботи у деяких організаціях.

Одній ситуації може відповідати декілька форм привернення персоналу (лізинг персоналу, аутсорсинг, аутстафінг). При цьому важливу роль відіграють наступні параметри: категорія персоналу та перелік вимог, що висуваються до кандидата; місце спеціаліста в організаційній структурі організації (поле діяльності і