

УДК 334.02

*В. В. Гусєв,
аспірант, Національний інститут стратегічних досліджень*

ВАРТІСТЬ БІЗНЕСУ ЯК СИСТЕМНИЙ КРИТЕРІЙ ЯКОСТІ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ КОМПАНІЄЮ

Розглядається актуальний напрям корпоративного менеджменту — управління економічною організацією¹ за критерієм вартості, пропонуються концептуальні підходи до формування системи стратегічного управління, впровадження яких дозволяє здійснювати безперервну реорганізацію, спрямовану на досягнення позитивної динаміки зростання вартості акціонерного капіталу.

Such corporate management urgent direction as business administration focused on the criteria of enterprise value are considered. The conceptual approaches of strategical management system forming, which enable to provide permanent reorganization according to the aims of equity capital value maximization are proposed.

Ключові слова: інвестиційна привабливість бізнесу, корпоративний менеджмент, управління вартістю організації, стратегічне та перспективне управління.

Key words: business investment attractiveness, corporate management, enterprise value based management, strategical and advanced planning.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК З ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Об'єктивні процеси, пов'язані з глобалізацією національних економік на товарних та фінансових ринках, а також, як наслідок, загострення конкурентної боротьби викликають необхідність реформування підходів до управління компаніями та пошуку найбільш ефективних практик корпоративного менеджменту. В цьому контексті у практиці стратегічного менеджменту провідних світових корпорацій поступово починає домінувати концепція вартісно-орієнтованого управління (англ. value based management), що пов'язується із підпорядкуванням всіх процесів, які відбуваються в компанії, єдиній меті — створенню доданої вартості для інвесторів. При цьому інвестори відчують факт створення доданої вартості у разі отримання дивідендів чи зростання

ринкового курсу корпоративних прав.

Вартісний підхід до управління бере свій початок з концепції максимізації вартості (доходів) власників корпоративних прав організації (англ. Shareholders Value Added — SVA), що була вперше викладена у праці "Creating shareholder value: The new standard for business performance" (Створення доходів власників: нові стандарти ведення бізнесу) [1] професора Келлогського університету (США) Альфреда Раппарта. Ідея концепції ґрунтується на положенні про те, що інвестори не зобов'язані вкладати свої кошти в корпоративні права конкретної організації, а можуть їх інвестувати в будь-які інші прибуткові фінансові активи. Це стосується як нових інвесторів, так і тих, які вже володіють корпоративними правами і можуть продати їх на ринку з метою вкладання коштів в інші об'єкти. Отже, економічні організації знаходяться в стані постійної конкуренції як на

ринках збуту готової продукції, так і на ринку капіталів.

За теперішніх умов для українських компаній вартісний підхід до вдосконалення фінансового управління набуває особливої актуальності. Пройшовши етап консолідації активів, більшість вітчизняних компаній, хоча і функціонує в умовах монополізованості основних секторів вітчизняної економіки, а також відсутності ліквідного ринку корпоративних прав, проте знаходяться в стані значної недооцінки своїх активів та неможливості задоволення зростаючих фінансових потреб власними чи банківськими ресурсами. На противагу їм, компанії, корпоративні права яких мають високу ціну на ринку капіталів, мають змогу на вигідних умовах залучати кошти на основі емісії цінних паперів, зменшувати відсоткові ставки за користування позичковими ресурсами, а також поліпшувати структуру капіталу.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, У ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ І НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР

Певна, хоча й не остаточна, практична завершеність системи управління вартістю компаній корпоративного сектору економічно розвинутих країн, наукове обґрунтування якої триває багато років, пов'язана з іменами А. Дамодарана, А. Раппарта, Д.-М. Стерна, Дж.-Б. Стюарта, Т. Колера, Т. Коупленда, Дж. Мурріна, К. Уолша. В російській школі перспективними виглядають дослідження Є.В. Дубровської, І.А. Єгерєва, С. Мордашова. Водночас, не можна залишити без уваги і наростаючий інтерес до проблем капіталізації російської економіки з боку наукових тематик дисертаційних робіт.

Серед вітчизняних науковців, суттєвий внесок в розробку проблем вартісно-орієнтованого управління підприємством зробили О.В. Ареф'єва, В.В. Лаврененко, І.А. Бланк, Кудряшов В.П., О.Г. Мендрул, В.П. Савчук, О.О. Терещенко, Г.О. Швиданенко.

ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Разом з тим на теперішній час теорія управління вартістю організації все ще має розрізнений і часом суперечливий характер. З огляду на усталеність корпоративних та фінансових відносин, яких стосуються дослідження зарубіжних авторів, автоматичне привнесення останніх до сучасного стану національної системи макроекономічного та внутрішньогосподарського управління вартістю вбачається неможливим.

¹З метою уникнення повторів та з огляду на вузькість тематики даної статті тут і далі терміни "економічна/комерційна організація", "акціонерне товариство", "корпорація", "компанія", "бізнес" вважаються синонімічними

Вітчизняні ж дослідження проблем менеджменту вартості у своїй більшості не виходять за рамки загальнотеоретичних розробок, залишаючись далекими від прикладного застосування, та характеризуються відсутністю однозначного підходу до вирішення ряду практичних задач, пов'язаних з визначенням економічної сутності вартісно-орієнтованого управління, переліком чинників формування вартості економічної організації та методами їх систематизації, а також комплексним аналізом можливостей поєднання концепцій вартісно-орієнтованого менеджменту та сучасного управлінського інструментарію.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ (ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ)

Пошук підходів до розв'язання вказаних проблем, а також важливість останніх визначає цілі даної статті та обумовлює необхідність вирішення наступних задач:

— розглянути показник вартості бізнесу з позиції його значення для розвитку комерційної організації та проаналізувати існуючі підходи вартісно-орієнтованого управління під кутом зору їх практичного застосування;

— обґрунтувати підхід щодо формалізації системи чинників формування вартості комерційної організації, а також їх систематизації (з виокремленням серед них ключових), спрогнозувати їх вплив на вартість бізнесу;

— розробити концептуальну модель вартісно-орієнтованого управління комерційною організацією.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ОБґРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Актуалізація завдань управління вартістю організації передбачає усвідомлення того, що являє собою об'єкт управління. Так, національний стандарт №1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав" [2] визначає справедливу або ринкову (міжнародні стандарти розділяють ці поняття) вартість як грошову величину, за якої можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу.

Відповідне трактування характеризується певними недоліками, серед яких варто виокремити штучне звуження можливих цільових потреб у визначенні ринкової вартості оцінюваних активів (акціонерних підприємств та організацій), а також

відсутність згадування про саме вірогіднісний характер розрахункової величини вартості (якою має бути найбільш ймовірна ціна об'єкта, що формується на відкритому ринку та за умов існування конкурентного середовища). Поряд з цим варто підкреслити зацікавленість у вартості корпоративних прав суб'єктів господарювання більшої частини учасників ринку, що зумовлює необхідність врахування розбіжностей в інтересах різних власників, менеджменту, а також інституційного оточення організації (працівники, фіскальні інституції, клієнти, постачальники, кредитори).

Відтак, врахувавши вищезазначені зауваження, сутність дефініції "вартісно-орієнтоване управління" пропонується викласти у такій редакції: упорядкована сукупність процесів прийняття ефективних рішень і запровадження відповідних механізмів їх реалізації (управлінських дій), спрямованих на збільшення вартості корпоративних прав акціонерного товариства з урахуванням інтересів широкого кола зацікавлених сторін. Цим підкреслено, по-перше, орієнтацію на забезпечення постійного збільшення вартості компанії, по-друге, забезпечення належного захисту легітимних інтересів власників (англ. shareholders) та інших зацікавлених сторін (англ. stakeholders) у результатах діяльності організації.

Управління капіталізацією компанії обумовлює необхідність пошуку ефективних інструментів, здатних характеризувати вартість даного бізнесу, а також потенціал компанії щодо її максимізації.

В даному контексті варто зазначити, що оскільки поточна ринкова вартість комерційної організації виступає початковим етапом і разом з тим контрольним пунктом в процесі впровадження системи вартісно-орієнтованого управління нею, питанню об'єктивної оцінки вартості бізнесу, а також аналізу факторів її зростання має бути приділена окрема увага. Не вдаючись до детального розкриття сутності оціночних методик, що не є метою даної статті, зробимо лише загальний огляд методичних підходів до оцінки вартості організації. Так, їх умовно можна класифікувати за такими угрупованнями методів: а) методи, що базуються на визначенні вартості окремих активів, котрими володіє оцінювана організація (англ. asset-based approach — витратний або майновий підхід). З одного боку даний підхід оцінювання вартості активів може розглядатися як бар'єр для входження в галузь нових конкурентів, а з іншого дозволяє зрозуміти, які кошти можуть отримати акціонери ліквідувавши організацію через розпродаж активів, що значились на її балансі; б)

методи, засновані на аналізі кон'юнктури фондового ринку (як біржового, так і позабіржового), а точніше операціях, що були здійснені з акціями або частками статутного капіталу акціонерного товариства, аналогічного оцінюваному (англ. market approach — ринковий підхід); в) методи, засновані на аналізі доходів оцінюваної організації (англ. income approach — доходний підхід). Методи окремих груп дають змогу розглядати вартість організації під різними кутами зору, однак з огляду на цілі побудови моделі безперервного розвитку компанії, орієнтованого на максимізацію її майбутньої вартості, методи витратного підходу, характеризуючись показниками поточної вартості основних фондів, мають достатньо обмежений потенціал використання.

Найбільшим ступенем аналітичності в процесі стратегічного управління за критерієм вартості характеризується співставлення отриманих розрахунків за використання різних підходів (див. табл. 1). Відповідне порівняння дає змогу зробити оцінку якості управління організацією і визначити пріоритетність вартісно-орієнтованих заходів.

Розгляд питання пошуку фінансово-аналітичних показників, орієнтованих на розкриття стратегічних перспектив збільшення вартості компанії, змушує звернути увагу на той факт, що на сьогоднішній день у практиці управління фінансами та контролінгу провідних корпорацій світу спостерігається поступова відмова від використання традиційних критеріїв ефективності, які ґрунтуються на бухгалтерській звітності.

Непридатність показників прибутку та рентабельності для визначення вартісних параметрів акціонерного товариства пояснюється такими основними чинниками:

— використанням організаціями різних систем бухгалтерського обліку та методів визначення показників, що наводяться у звітності;

— неврахуванням поточних потреб інвестування коштів в оборотні та необоротні активи комерційної організації;

— нехтуванням фактором зміни вартості грошей у часі.

Натомість в практиці фінансового менеджменту провідних світових корпорацій починають домінувати концепції управління, які засновані на створенні та збільшенні їх вартості. Вважаємо за доцільне провести порівняльний аналіз (див. табл. 2) найбільш розповсюджених з них: 1) за економічним прибутком — Economic Profit (EP, концепція Т.Коупленда, Т.Коллера та Дж.Мурріна) [3]; 2) за грошовим потоком — Discounted Cash-flows (DCF, А.Паппапорта та Т.Коупленда) [1]; 3) за до-

Таблиця 1. Характеристика співвідношень значень вартостей компаній, отриманих за використання різних методологічних підходів

№ п/п	Значення вартостей	Висновки
1	$EV_{пор} > EV_D$ $EV_{пор} > EV_E$	Підвищений інвестиційний попит на організацію, недооцінка потенціалу розвитку. Висока ліквідність цінних паперів
2	$EV_{пор} < EV_D$ $EV_{пор} < EV_E$	Знижений інвестиційний попит на організацію, переоцінка потенціалу розвитку, низька ліквідність цінних паперів
3	$EV_D < EV_E$	Наявність ознак погіршення фінансового стану організації та орієнтація на короткострокові перспективи розвитку
4	$EV_D > EV_E$	Наявність ознак поліпшення фінансового стану організації та поява довгострокових перспектив розвитку бізнесу

де: EV_E — вартість компанії, отримана за використання методів витратного підходу; EV_D — вартість компанії, отримана за використання методів доходного підходу; $EV_{пор}$ — вартість компанії, отримана за використання методів порівняльного підходу.

даною вартістю чистого грошового потоку — Cash Value Added (CVA, концепція Т.Г. Левіса) [4]; 4) за економічною та ринковою доданими вартостями — Economic (Market) Value Added (EVA, MVA концепції Д.М. Стерна, Дж.Б. Стюарта й Д. Хана, Х. Хунгенберга) [5].

Водночас автоматичне застосування на практиці тієї чи іншої з наведених концепцій вартісно-орієнтованого управління без їх критичного переосмислення для вітчизняних акціонерних організацій є некоректним. Адаптація даних концепцій українськими корпораціями має бути здійснена з урахуванням специфіки їх діяльності та організаційної структури і зумовлена: 1) станом розвитку національної економіки; 2) рівнем розвитку ринків капіталу; 3) розгалуженістю взаємозв'язків, розміром та фінансовими можливостями компанії; 4) професійною кваліфікацією її менеджменту.

З метою виявлення загальних рис, притаманних кожній із зазначених концепцій, спробуємо представити узагальнену схему структурних

компонент всіх вищезазначених моделей вартісно-орієнтованого управління (див. рис. 1).

Здійснений структурно-порівняльний аналіз сучасних концепцій вартісно-орієнтованого управління компанією надає можливість зробити висновки про: 1) ідентичність вихідного положення концепцій управління вартістю організації (для врахування фактору вартості у часі використовується середньозважена ставка витрат на сукупний капітал — WACC); 2) схожість методичних підходів щодо перспективної оцінки вартості організації (показники вартості в довгостроковому періоді розраховуються на основі грошових потоків); 3) існування певних методологічних відмінностей у виборі абсолютних та відносних критеріїв успішності організації (розрахунку показників створеної за період вартості).

Спільність рис існуючих концептуальних підходів до вартісно-орієнтованого управління організацією актуалізує питання дослідження загальних ключових драйверів (фак-

торів) вартості як стрижневих компонентів всієї системи результативності бізнесу. Дані "важелі вартості" є функціями від декількох змінних, в якості котрих виступають значення ключових показників діяльності організації. Вид такої функції формує області ефективного застосування ресурсів компанії, надаючи менеджменту необхідну базу для прийняття рішень щодо цілеспрямованого впливу на значення окремих складових (параметрів) виробничо-збутового процесу, розгляду шляхів його ефективного коригування, а також управління пов'язаними з цим ризиками.

В основу підходу, здатного виявити фактори, що найбільш суттєво впливають на вартість бізнесу, покладемо спосіб представлення функції багатьох змінних шляхом розкладення її в ряд Тейлора. Суть даного підходу полягає в наступному: оскільки вартість являє собою величину, залежну від ряду факторів, то, надаючи їм відносно малі прирощення, можна змінити величину вартості. Ступінь прирощення вартості відносно прирощення фактору буде називати її чутливістю до фактору або просто чутливістю. Чутливість ілюструє, на який відсоток відбудеться прирощення або зменшення вартості бізнесу за зміни значення фактору на 1%. Відповідно, чим більший коефіцієнт чутливості, тим суттєвіше зміниться вартість.

Відповідний факторний аналіз, перш за все, має бути використаний для визначення факторів прогнозування, котрі потребують особливої точності, виявлення найбільш перспективних напрямків збільшення вартості компанії, а також оцінки впливу управлінських заходів на вартість організації.

Виведемо придатну для практичного застосування формулу визначення коефіцієнтів чутливості вартості до зміни факторів управління. Припустимо, що для вартості як функції багатьох змінних (факторів) виконуються умови неперервності та існування похідних першого порядку за кожним з факторів. Skorистаймося розкладенням E (англ. equity — вартість власного капіталу) в ряд Тейлора до першого члену (в подальшому знак наближення рівності буде замінений точною рівністю).

$$\Delta E \approx \sum_{\Phi} \frac{\partial E}{\partial \Phi} \Delta \Phi, \Delta \Phi \sum \partial E = \Delta E \sum \partial \Phi, (1)$$

де ΔE — прирощення вартості бізнесу;

Φ — значення фактору Φ ;

∂ — знак диференціала (основної частини прирощення змінної);

$\Delta \Phi$ — прирощення фактору Φ .

Коефіцієнт перед прирощенням фактору показує, якою буде реакція вартості бізнесу на зміну значення даного фактору рівне одиниці. На-

Таблиця 2. Переваги та недоліки бізнесом вартісно-орієнтованого управління

Переваги	Недоліки
Коротка суть концепції (DCF, автори А. Рапппорт, Т. Коупленд): концепція характеризує структурно-логічні взаємозв'язки між окремими компонентами вартості та ґрунтується на розрахунку величини теперішньої вартості майбутнього грошового потоку, який може генерувати об'єкт оцінки в розрізі окремих періодів.	Існування проблем точності прогнозування грошових потоків, а також можливостей маніпулювання прогнозними показниками. Висока витратність прогнозування та контролю грошового потоку, а також невідповідність критеріям економічності, комунікативності, прозорості та мотивації, які висуваються до показників управлінської вартістю.
Практична спрямованість та інтеграція моделі акціонерної вартості в концепцію конкурентних стратегій за М. Портером. Можливість врахування при розрахунку вартості бізнесу стратегічних альтернатив управління компанією та потенціалу її подальшого розвитку.	Існування проблем точності прогнозування грошових потоків, а також можливостей маніпулювання прогнозними показниками. Висока витратність прогнозування та контролю грошового потоку, а також невідповідність критеріям економічності, комунікативності, прозорості та мотивації, які висуваються до показників управлінської вартістю.
Коротка суть концепції (EP, автори Т. Коупленд, Т. Коллер і Дж. Муррін): концепція ґрунтується на тезі про еквівалентність вартості компанії величин інвестованого в неї капіталу та надбавки у розмірі приведеної вартості, що створюється в кожному наступному році	Не здійснюється коригування на дані зовнішнього обліку при визначенні економічного прибутку, що приводить до перекучування результатів оцінки, існує небезпека орієнтації менеджерів на одержання короткострокового прибутку, оскільки стратегічні витрати, що ведуть у довгостроковому плані до додаткових грошових потоків (витрати на НДДКР, підготовку кадрів, маркетинг) зменшують економічний прибуток.
Комбіноване використання та постійне узгодження економічного прибутку та дисконтованого грошового потоку в короткостроковому періоді, а також відповідність критеріям вирівнювання та контролю вартості — у довгостроковій перспективі; наявність системи диференційованих показників для стимулювання менеджерів. Виступає зручним інструментом вимірювання результатів діяльності компанії в кожному окремому році.	Не здійснюється коригування на дані зовнішнього обліку при визначенні економічного прибутку, що приводить до перекучування результатів оцінки, існує небезпека орієнтації менеджерів на одержання короткострокового прибутку, оскільки стратегічні витрати, що ведуть у довгостроковому плані до додаткових грошових потоків (витрати на НДДКР, підготовку кадрів, маркетинг) зменшують економічний прибуток.
Коротка суть концепції (EVA, MVA, автори Д.М. Штерн і Дж.Б. Стюарт): концепція ґрунтується на зіставленні прибутку підприємства за певний період з витратами на капітал, інвестований у відповідному періоді. Методичний підхід полягає в оцінці вартості, яка створена понад очікування капіталодавців.	Існує можливість маніпулювання при коригуванні (конверсії) даних фінансової звітності, що може привести до ускладненн при зіставленні значень EVA різних підприємств. Можливі ускладнення при розрахунках EVA для окремих продуктових ліній (виробництва, видів продукції) щодо розподілу непрямих витрат, а також розрахунку суми інвестованого капіталу в частині активів, що використовуються для виробництва (реалізації) різних видів продукції.
Дозволяє включати в результат оцінки ті активи, вартість яких не відображає бухгалтерський облік (нові технології, патенти, ліцензії, ноу-хау); Спрощує процедури план-факт порівняння; Відповідає критеріям економічності (менший обсяг прогнозних розрахунків, а отже й менша ймовірність помилкової оцінки), комплексності (можливість інтеграції в систему трансфертного ціноутворення та оцінки ефективності центрів відповідальності), гнучкості (можливість оцінки економічної ефективності як оперативних заходів, так і стратегічних проєктів).	Існує можливість маніпулювання при коригуванні (конверсії) даних фінансової звітності, що може привести до ускладненн при зіставленні значень EVA різних підприємств. Можливі ускладнення при розрахунках EVA для окремих продуктових ліній (виробництва, видів продукції) щодо розподілу непрямих витрат, а також розрахунку суми інвестованого капіталу в частині активів, що використовуються для виробництва (реалізації) різних видів продукції.
Коротка суть концепції (автори Т.Г. Левіс): концепція ґрунтується на розрахунку показника доларової вартості грошового потоку (CVA), що ілюструє різницю між фактичним (плановим) обсягом операційного грошового потоку та очікуваним капіталодавцями (за якого можливе надання капіталу).	Здійснення розрахунку на певну дату на базі даних останнього періоду без урахування майбутнього розвитку та невідображення в активній частині балансу інвестицій; спрощене визначення терміну використання неамортизованих активів; паузальна оцінка усереднених за різними галузями витрат на залучення капіталу
Застосування CFROI, як основного структурного елементу даної методології, сприяє зменшенню бухгалтерських перекручувань і можливостей маніпулювання вибором методів оцінки балансування, виключаючи впливу інфляції; метод відзначається високою кореляцією між оціночними даними та дійсною ринковою оцінкою	Здійснення розрахунку на певну дату на базі даних останнього періоду без урахування майбутнього розвитку та невідображення в активній частині балансу інвестицій; спрощене визначення терміну використання неамортизованих активів; паузальна оцінка усереднених за різними галузями витрат на залучення капіталу

жаль, основним недоліком названих коефіцієнтів є неможливість їх співставлення один з одним внаслідок того, що фактори, котрим вони відповідають, мають неоднакову розмірність.

Щоб позбавитись недоліку, зумовленого відмінностями у розмірностях, перетворимо формулу (1), увівши відносні величини, та отримаємо вираз:

$$\frac{\Delta E}{E} \cong \sum_{\Phi} \frac{\partial E}{\partial \Phi} \frac{\Phi}{E} \frac{\Delta \Phi}{\Phi}, \quad (2)$$

де E — очікувана вартість бізнесу E ;

Φ — очікуване значення фактору Φ .

Він характеризує зв'язок між змінами факторів і вартістю капіталу, котрий у загальному випадку не є лінійним. Проте за малих змін факторів допустимо обмежитися тільки лінійним наближенням, завдяки котрому можливо є доволі проста економічна інтерпретація чутливості: на який відсоток відбудеться приріст або зменшення вартості бізнесу за збільшення фактора на 1%.

Для підвищення практичної цінності розрахунків в схему управління вартістю на основі аналізу її чутливості до факторів додатково можуть бути введені критерії мінливості та керованості. Для характеристики ступеня мінливості фактору може бути застосовано використуване в теорії статистики поняття дисперсії. Керованість віддзеркалює

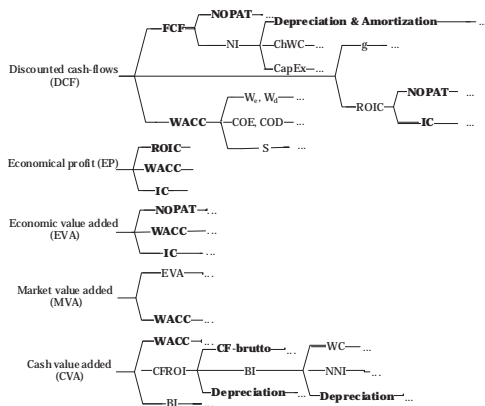


Рис. 1. Узагальнена схема структурних елементів концепції вартісно-орієнтованого управління²

²FCF — чистий грошовий потік (англ. free cash flow); WACC — середньозважена вартість капіталу (англ. weighted average cost of capital); NOPAT — прибуток перед сплатою відсотків та після оподаткування (англ. net operating profit after tax); NI — чисті інвестиції (англ. net investment); Depreciation & Amortization — амортизація матеріальної та нематеріальної частини необоротних активів відповідно; ChWC — зміни обігового капіталу (англ. — changes in working capital); CapEx — капітальні інвестиції (англ. capital expenses); g — очікувані темпи зростання компанії; ROIC — рентабельність інвестованого капіталу (англ. return on invested capital); W_e , W_d — частка власного та позикового капіталів відповідно в загальній сумі джерел формування активів; COE, COD — ціна залучення власного та позикового капіталу відповідно; S — коефіцієнт, що характеризує ставку податку на прибуток; IC — інвестований капітал (англ. invested capital); CFROI — рентабельність інвестицій на базі cash-flow (англ. cash-flow return on investments); BI — валовий обсяг інвестицій; NNI — вартість необоротних активів без гудвілу (англ. non-negotiable instruments).

Таблиця 3. Фактори та субфактори управління вартістю бізнесу

Основні складові вартості	Фактори вартості	Суб-фактори вартості
Грошовий потік (FCF)	Прибуток перед сплатою відсотків та після оподаткування (NOPAT)	Величина виручки від реалізації (Revenue) Величина собівартості (COGs) Ставка податку на прибуток (Tax)
	Амортизація (D&A)	Величина поточних активів Величина поточних зоб'язань
	Валові інвестиції (Gross investments)	Величина постійних витрат Величина змінних витрат База оподаткування: прибуток (збиток) від звичайної діяльності перед оподаткуванням та сплатою відсотків (EBIT)
Ставка дисконтування	Потреба у чистому обіговому капіталі (ChWC)	Величина поточних активів Величина поточних зоб'язань
	Об'єм капітальних інвестицій (CapEx)	Модернізація існуючих основних фондів Прийняття нових основних засобів
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	Вартість залучення власного капіталу (COE) Вартість залучення довгострокових позик (COD) Вартість залучення короткострокових позик (COD)
	Структура інвестованого капіталу	Лінійна вага власного капіталу (W_e) Лінійна вага позикового капіталу (W_d)
Термінальна вартість	Рентабельність інвестованого капіталу (ROIC)	Фактори макро- і мікрооточення підприємства Етап життєвого циклу підприємства Конкурентоспроможність підприємства
	Величина інвестованого капіталу (IC)	Прибуток перед сплатою відсотків та після оподаткування (NOPAT) Величина основних засобів (FA) Амортизація основних засобів (Depreciation) Величина обігового капіталу (WC)
	Темпи зростання бізнесу (g)	
Вартість боргу	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	
	Величина інвестованого капіталу (IC)	
Вартість боргу	Величина чистої заборгованості (Net Debt)	Залучення нових займів і кредитів Погашення існуючих займів і кредитів

здатність менеджерів впливати на величину відношення $\Delta \Phi / \Phi$ і характеризується кількістю зусиль, витрачених для досягнення необхідних змін, а також їх максимальною величиною.

Вираз перед відносною зміною фактору є ніщо інше, як коефіцієнт чутливості вартості капіталу до приросту цього фактору:

$$K_{\Phi_i} = \frac{\partial E}{\partial \Phi_i} \frac{\Phi_i}{E}, \quad (3)$$

де K_{Φ_i} — коефіцієнт чутливості вартості бізнесу до зміни i -го фактору вартості;

∂E — величина зміни вартості бізнесу;

$\partial \Phi_i$ — величина зміни i -го фактору вартості;

Φ_i — поточне значення i -го фактору вартості;

E — поточна вартість бізнесу.

В результаті отриманий вираз для коефіцієнту, до основних переваг котрого можна віднести можливість співставлення впливу на вартість різноманітних за своєю сутністю факторів. Виокремленні таким чином фактори впорядковуються за убубанням

модулю значень їх коефіцієнтів чутливості, помножених на відповідні даному фактору мінливості та керованості. Можливий варіант ранжування виявлених факторів лише за модулем коефіцієнтів чутливості.

На основі отриманих даних спробуємо побудувати дерево факторів вартості, де, окрім ступеню впливу кожного окремого фактору на кінцеву величину ринкової вартості бізнесу, що визначається через коефіцієнт еластичності, в практичних розрахунках мають також бути систематизовані ключові вартісні важелі (особлива увага має приділятися субфакторам, що є формуючими для вищеперерахованих складових вартості бізнесу) та проранжовано наявні важелі за швидкістю впливу з виокремленням серед них швидко і повільно змінюваних (див. табл. 3).

За результатами проведеного аналізу, виокремлюються ті напрями, на котрих менеджменту варто зосередити свої зусилля задля максимізації вартості бізнесу, виходячи з аналізу факторів внутрішнього і зовнішнього середовищ і з врахуванням змін, що відбуваються. Розвиток в рамках виділених напрямів дозволяє організації забезпечити власні ключові конкурентні переваги відносно інших корпорацій. Фактори вартості складають також основу для формування місії організації, а також визначення стратегічних цілей, що мають своє практичне вираження в ключових показниках для кожного структурного підрозділу.

Наступні кроки управління компанією за вартісним критерієм варто пов'язати з плануванням та координацією діяльності акціонерного товариства на базі вибору та ефек-

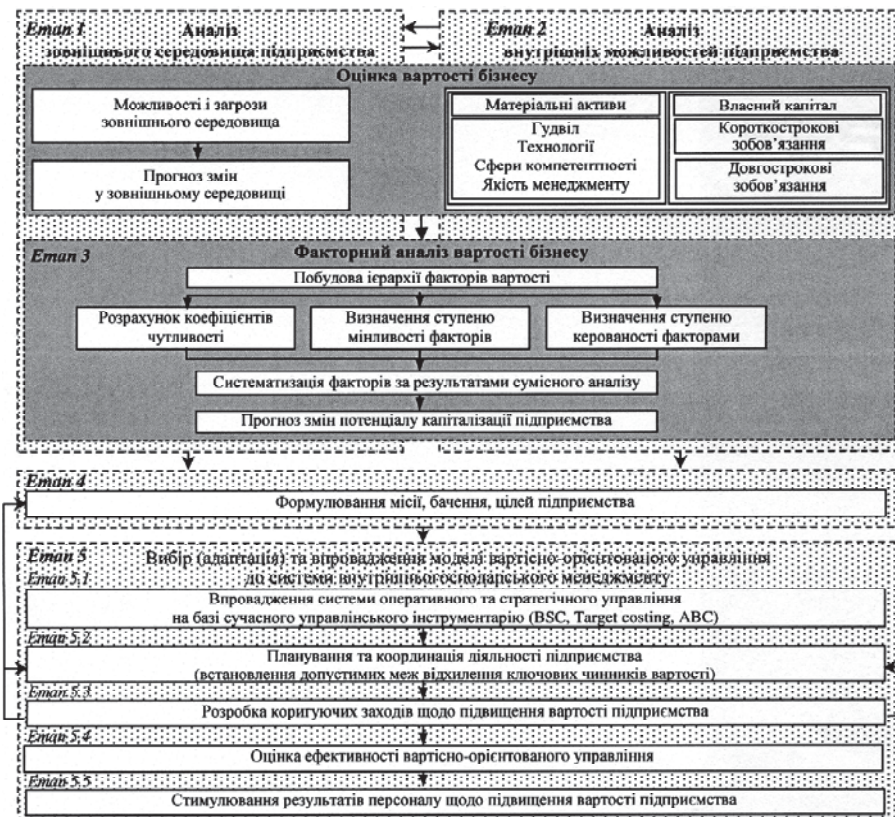


Рис. 2. Методологічна модель вартісно-орієнтованого управління компанією

тивного впровадження у практику оперативного і стратегічного менеджменту сучасних контролінгових інструментів управління показниками (факторами) вартості. До таких інструментів, в першу чергу, можуть бути віднесені: система збалансованих показників (англ. BSC, Balance scorecard system), системи планування ресурсів підприємства (англ. ERP-systems, Enterprise resource planning systems), методи реінжинірингу бізнес-процесів (англ. BPR, Business process reengineering), системи управління витратами (ABC-costing, Target costing) і т.д.

В даному контексті важливим елементом управління виступає процес порівняння величин поточних показників з плановими, виявлення відхилень, а також визначення характеру таких відхилень. Зокрема, на основі експертних досліджень встановлено, що відхилення до 5% є несуттєвими і таким, що не вимагає від відповідальних осіб прийняття управлінського рішення щодо його усунення. Відхилення понад 5% вважається суттєвим та таким, що потребує вжиття заходів щодо його коригування. Таке коригування має забезпечити сталий зворотній зв'язок між цілями організації та процесом їх досягнення.

Результати вартісно-орієнтованих заходів мають знайти своє відображення в довгостроковому прирості вартості корпоративних прав компанії, а також передбачати створення системи мотивації персоналу, в якій мають бути узгоджені осо-

бистісні та стратегічні цілі розвитку організації.

Отримані таким чином результати доцільно врахувати при розробці методологічної моделі вартісно-орієнтованого управління акціонерним товариством в умовах національної економіки, що, на нашу думку, має реалізовуватись за етапами (див. рис. 2): 1) аналіз зовнішнього середовища; 2) аналіз внутрішніх можливостей та оцінка вартості бізнесу; 3) факторний аналіз вартості бізнесу; 4) формулювання місії, розробка бачення та визначення системи цілей; 5) впровадження системи управління, орієнтованого на вартість.

ВИСНОВКИ З ДОСЛІДЖЕННЯ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДК У ДАНОМУ НАУКОВОМУ НАПРЯМІ

У статті досліджується науково-прикладна проблема формування вартісно-орієнтованого організаційно-економічного механізму корпоративного управління. Результати проведених досліджень дали можливість автору зробити висновки і пропозиції теоретичного, методологічного і практичного характеру.

1. Актуалізовано необхідність спрямування системи корпоративного менеджменту на стратегічне управління вартістю акціонерного товариства в інтересах його власників. В загальнонаціональному масштабі важливість корпоративного управління зумовлена його впливом на розгор-

тання інвестиційних процесів з використанням механізмів фондового ринку для забезпечення економічного і соціального розвитку країни.

2. Проаналізовано сучасне теоретичне підґрунтя вартісно-орієнтованого управління та зроблені висновки про доцільність синергії концептуальних і методологічних розробок наукових шкіл з вивчення вартості, що обумовлює не протиставлення, а доповнення одна одною шляхом інтегрування факторів вартісно-утворюючих процесів в єдиний показник ринкової вартості акціонерного товариства.

3. Запропоноване власне визначення економічної сутності вартісно-орієнтованого управління та методами математичного аналізу обґрунтовано методичний підхід до систематизації комплексу чинників формування вартості економічної організації.

4. Запропоновано методологічну модель вартісно-орієнтованого корпоративного управління як інструмента забезпечення реалізації стратегії економічного розвитку акціонерного товариства, впровадження якої дозволяє здійснювати безперервну реорганізацію, спрямовану на досягнення позитивної динаміки зростання вартості акціонерного товариства, що обумовлює його довготривале функціонування.

Перспективи подальших розвідок пов'язуємо із дослідженням питань проєкції вартісно-орієнтованих методологічних принципів управління акціонерними товариствами на мезорівень національної економіки та розробкою на цій основі проблем капіталізації територіальних утворень як цільового критерію стратегічного управління регіональними активами.

Література:

1. Rappaport, Alfred. Creating shareholder value: The new standard for business performance. — New York: Free Press, 1986.
2. Національний стандарт № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав", затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. № 1440.
3. Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin. Valuation: measuring and managing the value of companies. — 3rd ed. New York: John Wiley & Sons, 2000.
4. Дитгер Х., Харальд Х. Пик. Стоимостно-ориентированные концепции контроллинга: Пер. с нем./ Под ред. Л.Г. Головача, М.Л. Лукашевича и др. — М.: Финансы и статистика, 2005.
5. Joel M. Stern, John S. Shiely, Irwin Ross. The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organization, Wiley, 2001.

Стаття надійшла до редакції 01.04.2009 р.