

ЕКОНОМІКА ПІДПРИЄМСТВА ТА ПРОСТОРОВО - КЛАСТЕРНИЙ БІЗНЕС

УДК 658:005.985

УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ БАГАТОВАРІАНТНОСТІ ЇЇ ОЦІНКИ

Давидов О. І., к.е.н.

Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна

Метою роботи є розкриття змісту управління вартістю підприємств в умовах багатоваріантності її оцінки. Досліджено проблему орієнтації менеджменту на максимізацію конкретного виду вартості підприємств в процесі вартісного управління. Визначено ступінь обґрунтованості використання в управлінні цільових критеріїв максимізації ринкової та фундаментальної вартості підприємств. Виконано порівняльний аналіз параметрів оцінки ринкової та фундаментальної вартості підприємств. Встановлено переваги та недоліки ринкової та фундаментальної вартості з точки зору реалізації процедур оцінювання в процесі вартісного управління підприємствами. Запропоновано здійснювати управління вартістю підприємств на основі оцінки їх фундаментальної стейкхолдерської вартості. Виявлено сутність вартісного управління за критерієм максимізації фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємств. Подальші дослідження в даному напрямку пов'язані з розробкою методики оцінки фундаментальної стейкхолдерської вартості, обґрунтуванням відповідного практичного інструментарію вартісного управління підприємствами. Практичне значення роботи полягає у можливості побудови на основі її результатів ефективної системи управління вартістю на мікрорівні сучасної економіки з органічним включенням вартісної оцінки до процесу управління підприємствами.

Ключові слова: вартість підприємств, управління вартістю підприємств, вартісне управління, оцінка вартості, оцінка ринкової вартості, оцінка фундаментальної вартості, параметри оцінки, максимізація фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємств.

UDC 658:005.985

ENTERPRISES VALUE MANAGEMENT IN CONDITIONS OF DIVERSITY OF ITS ASSESSMENT

Davydov O. I., PhD in Econ.Sc.

V. N. Karazin Kharkiv National University

The purpose of the article is to convey the content of enterprises value management in conditions of diversity of its valuation. It was researched the problem of management

orientation to maximizing the definite kind of enterprises value during value management. There was also defined the level of validity of its use in management of target criteria of market and fundamental enterprises value maximization. A comparative analysis of parameters of assessment of market and fundamental enterprises value was done. There were defined advantages and disadvantages of market and fundamental value in view of valuation procedure realization in the process of enterprises value management. It was proposed to manage enterprises value on the basis of assessment of its fundamental stakeholder value. The essence of value management according to the criteria of maximization of fundamental stakeholder enterprises value was detected. The further investigation in this direction is connected with the development of fundamental stakeholder value assessment methods, feasibility of the corresponding practical instruments of enterprises value management. Practical significance of the research lies in possibility to build an efficient system of value management on the micro level of modern economy with organic inclusions of value assessment into the process of enterprises management based on the results of these methods.

Keywords: enterprises value, management of enterprises value, value management, value assessment, market value assessment, fundamental value assessment, parameters of assessment, maximization of fundamental stakeholder enterprises value.

Актуальність проблеми. В сучасних умовах економічних трансформацій посилюється необхідність використання дієвих концепцій управління підприємствами, які здатні забезпечувати їх сталий та ефективний розвиток на довгострокову перспективу. До числа саме таких концепцій відноситься управління вартістю (Value-Based Management, VBM). Дана система управління орієнтована на створення та зростання вартості підприємств, яка характеризує інтегральний ефект функціонування цих суб'єктів господарювання. Запорукою успішної реалізації концепції управління вартістю підприємств є її адекватна оцінка.

Сучасна теорія та практика оцінки передбачає визначення різних видів вартості підприємств. Багатоваріантність оцінки вартості обумовлює необхідність з'ясування змісту управління вартістю підприємств у частині конкретизації виду вартості, що максимізується. Вирішення даної проблеми потребує більш глибокого дослідження сутності вартості підприємства у її різноманітних видових проявах; проведення детального порівняльного аналізу параметрів оцінки основних видів вартості з точки зору їх використання в вартісному управлінні; додаткової аргументації щодо обґрунтування стандарту вартості, яка максимізується в процесі реалізації концепції вартісного управління підприємствами.

Аналіз останніх наукових досліджень. Останнім часом питання управління вартістю підприємств в умовах багатоваріантності її оцінки досліджували такі вітчизняні і зарубіжні вчені-економісти, як Д. Весселс [16], М. Гоедхарт [16], Т. Коупленд [7], Т. Коллер [7;16], М.В. Кудина [8], І.Г. Курочкіна [14], Н.А. Мамонтова [9], Дж. Муррін [7], О.Г. Мендрул [10], Т.В. Теплова [12], В.Є. Хаустова [14] та інші.

У науковій літературі до кінця не розкрита сутність різних видів (стандартів) вартості підприємств, критерій максимізації яких може розглядатися у якості цільової функції вартісного управління; у повній мірі не встановлені параметри оцінки цих видів вартості; не сформовано єдиного підходу до побудови стандарту вартості, оцінка якої найкращим чином характеризувала б цільову спрямованість управління підприємствами на основі вартісного підходу.

Метою роботи є розкриття змісту управління вартістю підприємств в умовах багатоваріантності її оцінки через визначення критерію максимізації конкретної вартості з позицій найбільш органічного включення оцінки даної вартості в процес вартісного управління на мікрорівні сучасної економіки.

Викладення основного матеріалу дослідження. Вартість підприємства є мірою грошового вираження його цінності. Оцінка – це цілеспрямований впорядкований процес визначення вартості підприємства на конкретний момент часу відповідно до обраного виду вартості.

У сучасній теорії та практиці оцінки розглядаються різні види (стандарту) вартості: ринкова; фундаментальна (внутрішня); інвестиційна; страхова; вартість, яка оподатковується; ліквідаційна; вартість заміщення; вартість відтворення; споживча та інші види вартості. Кожен з цих видів вартості характеризує особливий погляд оцінювача на цінність підприємства.

Багатоваріантність оцінки вартості обумовлює складність управління підприємствами на основі вартісної аналітики. За можливими оцінками різних видів вартості менеджменту необхідно вирішити проблему вибору конкретного виду вартості, яку доцільно максимізувати у процесі вартісного управління. Традиційно дана проблема на теоретико-практичному рівні вирішується шляхом побудови цільової функції управління у вигляді максимізації ринкової вартості підприємств. Іноді цільова спрямованість управління вартістю розглядається з позицій максимізації інших видів вартості, перш за все, фундаментальної (внутрішньої) вартості підприємств.

Для визначення ступеня обґрунтованості використання в управлінні цільових критеріїв максимізації ринкової та фундаментальної вартості підприємств необхідно розкрити сутнісну основу цих видів вартості.

Ринкова вартість підприємства є розрахунковою грошовою величиною, за якою на дату оцінки після проведення адекватного маркетингу можливо відчуження даного об'єкту оцінки в результаті укладання угоди купівлі-продажу. При цьому передбачається, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу.

Оцінка ринкової вартості підприємства дозволяє продавцеві або покупцеві визначити найбільш реальну вартість цього специфічного товару при виконанні угоди купівлі-продажу, а також допомагає інвесторам прийняти обґрунтовані інвестиційні рішення.

Відповідно до національних та міжнародних стандартів оцінки визначення ринкової вартості підприємств здійснюється, в основному, за допомогою дохідного, витратного (майнового) і порівняльного (ринкового) підходів.

При оцінці ринкової вартості з точки зору дохідного підходу головним фактором її формування вважається дохід, який очікує отримати інвестор у випадку купівлі підприємства.

Згідно з дохідним підходом величина ринкової вартості підприємства визначається сумою поточної вартості очікуваних майбутніх доходів від володіння даним суб'єктом господарювання.

Основними методами дохідного підходу є метод капіталізації доходів та метод дисконтування грошових потоків.

Метод капіталізації доходів базується на ретроспективних даних та застосовується у разі, коли прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід. За допомогою цього методу ринкова вартість підприємства визначається шляхом ділення періодичного доходу від використання об'єкту на ставку капіталізації.

Метод дисконтування грошових потоків використовується у ситуації, коли прогнозовані майбутні та поточні потоки грошових доходів суттєво відрізняються один від одного за величиною, структурою, часом та частотою надходжень.

Прогнозовані грошові потоки підлягають дисконтуванню для отримання їх поточної вартості з використанням ставки дисконту.

Визначення ставки капіталізації та ставки дисконту при застосуванні методів дохідного підходу здійснюється на основі вивчення інформації про доходи від використання подібних об'єктів та їх ринкові ціни або шляхом порівняльного аналізу дохідності альтернативних інвестицій.

Відповідно до витратного (майнового) підходу до оцінки ринкова вартість підприємства визначається поточною вартістю витрат на відтворення або заміщення даного об'єкта оцінки з подальшим коригуванням їх на суму зносу (знецінення).

Основними методами витратного підходу є метод вартості чистих активів та метод ліквідаційної вартості.

Метод вартості чистих активів передбачає корегування активу та пасиву бухгалтерського балансу за ринковими цінами. Ринкова вартість підприємства розраховується на основі такого балансу шляхом вирахування з ринкової вартості активів ринкової вартості зобов'язань.

При застосуванні методу ліквідаційної вартості ринкова вартість підприємства визначається поточною вартістю ймовірного результату його ліквідації.

Відповідно до порівняльного підходу покупець не придбає об'єкт оцінки – підприємство, якщо його вартість перевищує витрати на придбання на ринку об'єкта з такою ж корисністю. У випадку використання такого підходу виконується аналіз цін продажу та пропозиції подібних підприємств з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння та об'єктами оцінки.

Найбільш поширеними методами порівняльного підходу є метод ринку капіталу і метод ринкових угод.

Метод ринку капіталу засновано на ринкових цінах акцій подібних підприємств. При цьому передбачається можливість вкладень інвестором відповідно із принципом заміщення (чи альтернативних інвестицій) або у підприємство, що оцінюється, або у ці подібні підприємства, акції яких котуються на ринку цінних паперів.

При застосуванні методу ринку капіталу припускається рівноцінність ринкової вартості підприємства його ринковій капіталізації або можливій ринковій капіталізації з урахуванням вартості прав контролю.

Ринкова капіталізація підприємства визначається як добуток ринкового курсу однієї акції акціонерного товариства на загальну кількість акцій такого товариства.

Можлива ринкова капіталізація підприємства дорівнює добутку фінансово-економічних показників діяльності підприємства, що оцінюється, на відповідні мультиплікатори, які визначені на основі аналізу цін купівлі-продажу підприємств-аналогів та показників їх діяльності.

Метод ринкових угод передбачає аналіз цін купівлі-продажу підприємств-аналогів або цін купівлі-продажу контрольних пакетів акцій таких підприємств, а також визначення відповідних мультиплікаторів.

Основна відмінність методу ринкових угод від методу ринку капіталу полягає у тому, що при використанні першого методу визначається величина ринкової вартості підприємства у цілому або його контрольного пакету акцій, а застосування другого методу дозволяє оцінити ринкову вартість підприємства на рівні неконтрольного пакету акцій.

Таким чином, використання в оцінці дохідного, витратного та порівняльного методичних підходів дозволяє оцінювачу отримати шукану величину ринкової вартості підприємств.

У той же час, за думкою А. Дамодарана, оцінка не є об'єктивним пошуком істинної цінності. Моделі, які використовуються при оцінці, можливо і відносяться до кількісних. Однак, вхідні дані залишають багато простору для суб'єктивних суджень. Тому підсумкова цінність, яка отримана за допомогою певної моделі, буде відмічена впливом привнесених до процесу оцінки упереджень [4, с. 2].

В українських економічних реаліях відбувається суттєве посилення суб'єктивного характеру оцінки ринкової вартості підприємств у зв'язку із наявністю значних ускладнень при здійсненні основних процедур вищезазначених методичних підходів.

Проблемний характер використання дохідного підходу для оцінки ринкової вартості вітчизняних підприємств обумовлено труднощами прогнозування очікуваних доходів від їх діяльності у середньо- та довгостроковій перспективі, обґрунтування тривалості прогнозного періоду, визначення ставки капіталізації та постпрогносної вартості підприємств в умовах політичної та економічної нестабільності, підвищеної ризикованості діяльності суб'єктів господарювання в

Україні, відсутності достовірних даних щодо поточних і тим більш майбутніх доходів вітчизняних підприємств, наявності значної кількості збиткових підприємств в українській економіці, існування низького дохідного потенціалу у багатьох підприємств, постійних змін облікової ставки Національного банку України (вона часто приймається за безризикову ставку доходу).

Застосування порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості підприємств в Україні характеризується обмеженими можливостями у зв'язку з недостатнім рівнем розвитку фондового ринку та ринку підприємств, значними складнощами отримання об'єктивної інформації для порівняння.

На здійснення основних процедур витратного підходу негативний вплив чинять недоліки в системі бухгалтерського обліку та звітності вітчизняних суб'єктів господарювання.

Оцінка ринкової вартості пов'язана з обґрунтуванням найбільш ймовірної ціни підприємства у випадку здійснення угоди з його купівлі-продажу на ринку, тобто дана ціна фактично перетворюється на об'єкт управління.

Однак, за справедливою думкою Т. Л. Керанчука, ціна фірми (підприємства) не може бути самостійним об'єктом управління за наступними причинами:

1) ціна компанії є похідною від її вартості та при сучасному стані ефективності ринку й асиметричності інформації в Україні є суб'єктивною величиною, яка не завжди співпадає з реальною оцінкою компанії у зв'язку з виникненням різниці у кількісних оцінках ціни та вартості компанії через недоступність всім учасникам ринку повної інформації у протилежність володінню інсайдерською інформацією деякими категоріями учасників (наприклад, топ-менеджментом компанії);

2) ціна підприємства є залежною величиною від характеру прояву слабо керованих чинників ринкового середовища;

3) ціна підприємства, швидше, є історичним фактом (належить до певного місця й певного моменту), може залежати й від інших чинників (фінансових можливостей, конкретних інтересів продавців та покупців) і тому зафіксованому рівню ціни не можна довіряти;

4) визначення ціни компанії стає проблематичним по відношенню до компаній, які функціонують в інших організаційно-правових формах, ніж акціонерна [6, с.104–105].

Відповідно до зазначених обставин оцінка ринкової вартості має низький ступінь інтеграції до процесу управління підприємствами на основі вартісного підходу.

Розрахункова величина ринкової вартості характеризує ринкову оцінку очікуваних вигід від купівлі-продажу підприємства для його власників-продавців або потенціальних покупців (інвесторів).

Таким чином, в оцінці ринкової вартості не відображаються вигоди усіх інших зацікавлених у результативній діяльності підприємства осіб (окрім власників, інвесторів), тобто робітників, менеджерів, партнерів підприємства (покупців продукції та постачальників сировини та матеріалів), держави. Всі ці зацікавлені особи є стейкхолдерами підприємства.

Стейкхолдери суттєво впливають на формування вартості підприємства та, в свою чергу, зацікавлені в отриманні відповідної віддачі у вигляді певної вигоди від цілеспрямованої діяльності з нарощування вартості даного підприємства. Тому вартісно-орієнтована діяльність сучасного підприємства має нести соціально відповідальний характер, тобто здійснюватися з урахуванням очікувань усіх зацікавлених осіб. Відповідно, оцінка вартості підприємства повинна відображати вигоди не тільки власників та інвесторів, а й інших стейкхолдерів, яким адресована соціальна відповідальність підприємства.

При визначенні ринкової вартості підприємства оцінювачем використовується, в основному, загальнодоступна на ринку інформація, що не завжди дає точні оцінки поточного фінансово-економічного стану підприємства та особливо перспектив його майбутнього розвитку.

Результати оцінки ринкової вартості підприємства використовуються багатьма категоріями користувачів з різними цілями (см. табл. 1). Як видно з цієї таблиці, цільовий спектр використання менеджерами результатів оцінки ринкової вартості не обмежується цілями управління і є достатньо широким. В основному, ці результати використовуються менеджерами в рамках здійснення окремих операцій. У той же час використання менеджерами результатів оцінки ринкової вартості з метою визначення рівня ефективності управління та розробки

стратегії розвитку підприємства є доволі проблематичним. Дана обставина пов'язана з тим, що оцінка ринкової вартості підприємства несе в собі відбиток ринкового (зовнішнього) погляду на його цінність як специфічного товару і не характеризує у достатній ступені внутрішню цінність підприємства, яка формується шляхом ефективної організації фінансово-господарської діяльності у напрямку зростання конкурентних переваг, зміцнення фінансової стійкості та підвищення інвестиційної привабливості підприємства.

В такій ситуації використання менеджментом підсумкової оцінки ринкової вартості для цілей управління може бути пов'язано з невірним розумінням логіки реальних вартісно-створюючих процесів, закономірностей формування вартості та чинників її зростання, з прорахунками у підборі практичних інструментів управлінського впливу на вартість підприємства.

Таблиця 1 – Цілі використання результатів оцінки ринкової вартості підприємства у залежності від основних категорій їх користувачів

Основні категорії користувачів результатів оцінки	Цілі використання результатів оцінки
Менеджери	Обґрунтування ціни продажу підприємства. Оцінка інвестиційної привабливості підприємства. Оцінка ефективності управління та розробка стратегії розвитку підприємства. Визначення доцільності випуску та розміщення акцій. Обґрунтування викупної вартості акцій. Оцінка розмірів пайової участі при прийомі нових співвласників чи виході учасників з товариства. Визначення кредитоспроможності підприємства та величина застави при отриманні кредиту. Розрахунок бази оподаткування. Оцінка доцільності різних варіантів реорганізації (злиття, розділ і т. ін.). Визначення обсягу виручки від продажу майна підприємства у разі його добровільного банкрутства за рішенням власників.
Власники підприємства	Оцінка доцільності варіантів розпорядження власністю (подальше продовження бізнесу, його продаж або ліквідація).
Інвестори	Оцінка доцільності інвестиційних вкладень в підприємство. Визначення допустимого рівня ціни покупки підприємства.
Фондові біржі	Розрахунок кон'юнктурних параметрів акцій. Перевірка обґрунтованості котирувань акцій.
Страхові компанії	Визначення розмірів страхових внесків. Розрахунок величини страхових виплат.
Кредитні установи	Оцінка застави при видачі кредиту. Визначення розміру позики з заставним забезпеченням.
Державна фіскальна служба України	Контроль правильності обчислення бази оподаткування.
Фонд державного майна України	Обґрунтування ціни продажу підприємства в процесі приватизації.
Державний орган з питань банкрутства	Перевірка обґрунтованості розміру виручки від продажу підприємства у результаті його примусової ліквідації через процедури банкрутства.

Авторська розробка на основі: [3, с. 116; 11, с. 53; 13, с. 235 - 236; 14, с. 81]

Сучасний підхід до розуміння стандарту внутрішньої (фундаментальної) вартості передбачає, що ця вартість оцінюється незалежним оцінювачем на основі його власної інформованості і уявлень про ділові можливості інвестора.

Один з найуспішніших та найбагатших інвесторів у світі за версією журналу «Forbes» (2008 р.) У. Баффетт вважає внутрішню вартість концепцією найвищої важливості, яка пропонує єдиний логічний підхід до оцінки відносної привабливості інвестицій та бізнесу [15].

Фундаментальна вартість розглядається як аналітична оцінка вартості об'єкту, що заснована на передбачуваних внутрішніх характеристиках інвестицій та не враховує особливостей відносно до будь-якого конкретного інвестору [1].

На думку Т. В. Теплової, внутрішня (фундаментальна) вартість є розрахунковою оцінкою вигід узагальненого (знеособленого) інвестора від вкладення фінансового капіталу в компанію. Ця оцінка здійснюється на основі загальнодоступної фінансової та нефінансової інформації відносно компанії і не враховує додаткових вигід від використання специфічних ресурсів інвестора [12, с. 24].

Таким чином, в сучасних трактовках фундаментальна (внутрішня) вартість підприємства, як правило, розглядається не з точки зору реалізації управлінського підходу, а як внутрішня цінність у вигляді узагальненої оцінки вигід від потенційних інвестицій у дане підприємство без ув'язки з цілями конкретного інвестора.

Фундаментальна вартість може бути визначена на основі глибокого аналізу фінансово-економічного стану підприємства і очікуваних внутрішніх можливостей його розвитку у майбутньому з урахуванням ефекту цілісності системи.

Для оцінки фундаментальної вартості вченими-економістами пропонуються різноманітні методичні підходи та оціночні процедури.

Так, наприклад, А. В. Бухвалов і Е. А. Акулаєва пропонують для фундаментальної оцінки використовувати модифіковану емпіричну модель фундаментальної цінності, яка побудована на основі дослідження кореляційно-регресійної залежності ринкової капіталізації компанії від балансової цінності власного капіталу, залишкового чистого прибутку компанії та потрібного рівня доходності [2].

За думкою М. В. Кудиної, методологія визначення фундаментальної вартості компанії ґрунтується на концепції економічного прибутку. Даний прибуток розраховується як різниця між прибутком, отриманим підприємцем, та відсотками на капітал, який був залучений для фінансування діяльності компанії. Поряд з методом економічного прибутку компаній використовують і модель, яка заснована на дисконтуванні грошових потоків [8, с.71-81].

К. Ю Єрмоленко пропонує здійснювати оцінку фундаментальної вартості компаній за допомогою методу ринкових мультиплікаторів у поєднанні з процедурою рандомізації [5].

Внутрішня вартість є саме фундаментальною вартістю, тому що вона формується під впливом відносно стабільних чинників, визначених довгостроковими умовами розвитку підприємств і мало залежить від коротко- і середньострокових змін ринкової кон'юнктури. Тому оцінка фундаментальної (внутрішньої) вартості підприємства порівняно з ринковою оцінкою має менш суб'єктивний характер і в найбільшій мірі відображає реальну вартість даного суб'єкту господарювання.

Оцінка фундаментальної вартості для цілей управління підприємством за критерієм її максимізації повинна передбачати визначення внутрішньої цінності підприємства як цілісної бізнес-структури з відповідним рівнем фінансово-господарчої ефективності її функціонування.

Така вартісна оцінка сприяє виявленню рушійних сил створення вартості, розкриттю механізму впливу вартісно-утворюючих процесів на успішний розвиток підприємств, розробці ефективних стратегій вартісного управління та підвищенню обґрунтованості управлінських рішень за критерієм максимізації вартості.

У зв'язку з цим вартісне управління на основі оцінки фундаментальної вартості забезпечує розвиток підприємства за траєкторією обґрунтованого зростання його вартості, який мало залежить від некерованих стихійних чинників ринкового середовища та в найбільшій мірі порівняно з ринковою вартістю обумовлений керованими результатами діяльності самого підприємства та ефективністю роботи його менеджменту. Дана обставина свідчить про високий ступень інтеграції оцінки фундаментальної вартості в процес управління підприємством за критерієм її максимізації.

Визначення фундаментальної вартості здійснюється на більш широкій порівняно з ринковою вартістю інформаційній базі, яка включає загальнодоступну на ринку інформацію, внутрішню інформацію про поточний фінансово-економічний стан підприємства та перспективи його розвитку. Тим самим забезпечується достатньо висока точність оцінки фундаментальної вартості.

На відміну від ринкової вартості оцінка фундаментальної вартості в найбільшій мірі може бути використана з метою управління підприємствами на основі вартісного підходу, а менеджери підприємства фактично є єдиними користувачами результатів такої оцінки.

У той же час оцінка фундаментальної вартості по суті сфокусована на визначенні цінності підприємства в рамках ефективного здійснення фінансово-господарського процесу та не приділяє належної уваги виміру цінності у вигляді вигід для всіх його стейкхолдерів, які здатні суттєво впливати на вартісно-утворюючі процеси на підприємстві.

У Таблиці 2 представлено порівняльний аналіз параметрів оцінки ринкової та фундаментальної вартості підприємства з урахуванням результатів проведених досліджень.

Таблиця 2 – Порівняльний аналіз параметрів оцінки ринкової та фундаментальної вартості підприємства

№ з/п	Параметри оцінки	Ринкова вартість підприємства	Фундаментальна вартість підприємства
1	Рівень суб'єктивності оцінки	Високий	Низький
2	Ступінь інтеграції оцінки в управлінський процес	Низька	Висока
3	Рівень відображення в оцінці вигід стейкхолдерів підприємства	Високий, але тільки відносно до окремих груп стейкхолдерів підприємства (власників, інвесторів)	Низький
4	Рівень точності оцінки	Низький	Високий
5	Цілі найбільш доцільного використання результатів оцінки	Виконання окремих операцій (купівля-продаж, інвестування, страхування, кредитування, оподаткування тощо)	Ефективне управління підприємством на основі вартісного підходу
6	Користувачі результатів оцінки	Менеджери підприємства, власники підприємства, інвестори, фондові біржі, страхові компанії, кредитні установи, Державна фіскальна служба України, Фонд державного майна України, Державний орган з питань банкрутства.	Менеджери підприємства

Авторська розробка

Виконаний аналіз у цілому свідчить про низку переваг фундаментальної вартості порівняно з ринковою вартістю з точки зору

використання її оцінки в процесі вартісно-орієнтованого управління підприємствами. Однак оцінка фундаментальної вартості також є недосконалою та потребує модифікації для цілей управління у частини врахування вигід стейкхолдерів підприємства.

Задоволення інтересів стейкхолдерів не може здійснюватись автоматично у процесі створення та зростання фундаментальної вартості. Ці інтереси суперечливі та потребують відповідного узгодження зі сторони менеджменту підприємства. Тому цінність підприємства також залежить від рівня ефективності взаємодії зі всіма стейкхолдерами та характеризується здатністю підприємства генерувати вигоди для зацікавлених сторін, тобто створювати вартість для стейкхолдерів.

Ефективне вартісне управління має засновуватись на оцінці фундаментальної вартості підприємства, яка доповнюється оцінкою вартості для всіх його стейкхолдерів. Фактично мова йде про конструювання нового стандарту вартості – фундаментальної стейкхолдерської вартості.

Висновки. Управління вартістю підприємства в умовах багатоваріантності її оцінки є управлінням за критерієм максимізації фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємства шляхом концентрації управлінських зусиль на підвищенні ефективності його фінансово-господарської діяльності та якісному покращенні взаємовідносин з стейкхолдерами даного суб'єкту господарювання. Таке розуміння змісту управління вартістю має важливе значення для побудови ефективної системи вартісного управління на мікрорівні сучасної економіки, органічного включення вартісної оцінки до процесу управління підприємствами на основі вартісного підходу.

Подальші дослідження пов'язані з розробкою методики оцінки фундаментальної стейкхолдерської вартості, обґрунтуванням відповідного практичного інструментарію вартісного управління підприємствами.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Бочаров В. В. Управление стоимостью бизнеса: Учебное пособие / В. В. Бочаров, И. Н. Самонова, В. А. Макарова. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ. – 2009. – 124 с. // http://finances.social/biznes_760_762/fundamentalnaya-stoimost-27457.html.
2. Бухвалов А. В. Эмпирическая фундаментальная оценка российских компаний: в поисках стратегической ценности / А. В. Бухвалов, Е. А. Акулаева // Российский журнал менеджмента. – 2014.– Т. 12.– № 2. С. 3-12.

3. Валдайцев С. В. О точности практических оценок рыночной стоимости компаний / С. В. Валдайцев // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. – 2012. – Вып. 3. – С. 116-133.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: Пер. с англ. / А. Дамодаран. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
5. Ермоленко К. Ю. Оценка фундаментальной стоимости компаний на основе метода рыночных мультипликаторов в сочетании с процедурой рандомизации / К. Ю. Ермоленко // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. – 2007. – Вып. 3. – С. 130-144.
6. Керанчук Т. Л. Концепція вартісно-орієнтованого управління підприємством та можливості її адаптації в Україні / Т. Л. Керанчук // Фінанси України. – 2011. – № 7. – С. 104-113.
7. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп.: Пер с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
8. Кудина М. В. Управление компанией: теория и практика / М. В. Кудина. – М.: Издательство Московского университета, 2012. – 326 с.
9. Мамонтова Н. А. Управління вартістю компаній нафтогазового комплексу в умовах інноваційного розвитку: Монографія / Н. А. Мамонтова. – Львів: ПАІС, 2011. – 484с.
10. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства: Монографія / О. Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
11. Стадник В. В. Інноваційно-інвестиційні стратегії в управлінні ринковою вартістю підприємства: Монографія / В.В. Стадник, Є.М. Рудніченко, Т.С. Томалья, Н.І. Непогодіна. – Хмельницький: ХНУ, 2008. – 302 с.
12. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т. В. Теплова. – М.: Вершина, 2007. – 272 с.
13. Трансформація вартості у формуванні відносин «підприємство-клієнт»: Монографія / А Чубала, Я. Віктор, Р. Неструй, К. Мазурек-Лопацинська, Р. Патора, М. Шимура-Тиц, Я. Отто, Є. Крикавський, Н. Чухрай, М. Васелевський, С. Кубів, О. Мних, Н.Чорнописька, М. Мамчин, Л. Якимішин, Я. Гаврись, Р. Мамчин. – Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2007. – 250 с.
14. Хаустова В. Є. Оцінка вартості бізнесу суб'єктів господарювання (на прикладі металургійної галузі України): монографія / В. Є. Хаустова, І. Г. Курочкіна. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2009. – 268 с.
15. A Message from Warren E. Buffett, January 1999// www.berkshirehathaway.com/owners.html.
16. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: measuring and managing the value of companies. – Fifth edition – New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010. – 862 p.