

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

**Ефективна  
ЕКОНОМІКА**

Дніпропетровський державний  
аграрно-економічний університет



№ 1, 2015 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 331.107:657.47

*С. О. Єрмак,  
к. е. н., доцент кафедри економіки підприємства,  
Донецький національний університет економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського, м. Кривий Ріг  
О. О. Лісніченко,  
ст. викладач кафедри економіки підприємства,  
Донецький національний університет економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського, м. Кривий Ріг*

## МАКСИМІЗАЦІЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ ІННОВАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ В КОНТЕКСТІ СТЕЙКХОЛДЕРСЬКОГО ПІДХОДУ

*S. A. Ermak,  
Ph.D, Associate Professor of business Economics,  
Donetsk national University of Economics and trade named. M. Tugan-Baranovsky, Krivoy Rog  
E. A. Lisnichenko,  
Senior Lecturer of the Department of the business Economics,  
Donetsk national University of Economics and trade named. M. Tugan-Baranovsky, Krivoy Rog*

### MAXIMIZING THE VALUE OF ENTERPRISES IN THE CONDITIONS OF INNOVATIVE ECONOMY IN THE CONTEXT OF THE STAKEHOLDER APPROACH

*У статті визначено вплив стейкхолдерів на результати діяльності підприємства за трьома базовими критеріями; узагальнено проблеми вартості, як цільової функції підприємства; конкретизовано основні умови оптимізації вартості та запропоновано модель оптимізації вартості підприємства в контексті стейкхолдерського підходу.*

*The article focuses on the influence of stakeholders on the results of the company on three basic criteria; it generalises the problem of the value of the objective function of the enterprise; fleshed out the basic terms of optimizing the cost and the proposed optimization model of enterprise value in the context stakeholders the approach.*

**Ключові слова:** *вартість підприємства, оцінювання вартості, оптимізація вартості, стейкхолдери, стейкхолдерський підхід.*

**Keywords:** *enterprise value, cost estimation, cost optimization, stakeholders, stakeholders to approach.*

**Постановка проблеми.** В умовах формування інноваційної економіки при проведенні економічної діагностики діяльності підприємства необхідність оцінювання зміни вартості, створеної для всіх стейкхолдерів не визиває сумніву. Враховуючи потенційну втрату частини вартості підприємства через неможливість стійкої реалізації вигід для нефінансових стейкхолдерів, необхідно в загальній моделі максимізації вартості розрізнити самостійні аспекти: максимізації вартості акціонерного капіталу і максимізації вартості для стейкхолдерів.

Концепція максимізації вартості для стейкхолдерів обумовлює необхідність розробки цілої низки проблем, що пов'язані з вимірюваннями і формалізацією такої вартості (stakeholder value, STV) та її зміни (STVA). Виникає потреба у розробці інструментів виявлення вкладу різних категорій стейкхолдерів у створенні вартості, як необхідної умови її максимізації у довгостроковому періоді і досягнення стійкості її прирощення.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** У зарубіжній науковій літературі значну увагу цій проблематиці приділили А. Дамодаран, Т. Коллер, Т. Коупленд, М. Міллер, Ф. Модільяні, Дж. Муррін, А. Раппапорт, М. Дженсен, Дж. Стюарт, К. Уолт, Дж. Фридман, Г.С. Харрисон, Р. Мітчел, Б. Еглом, Д. Вудом, Р. Рубенштейн, Т. Кочан та ін. Аспекти оцінювання вартості були у колі дослідницьких зацікавлень таких вітчизняних та російських вчених – економістів, як М. Кудіна, І. Івашковська, О. Мних, О. Мендрул, О. Кузьміна, Я. Маркус, Т. Момот, В. Панков, С. Поліщук та інші.

Незважаючи на досягнення зарубіжних та вітчизняних учених, актуальним залишається питання максимізації вартості підприємства в контексті стейкхолдерського підходу.

**Постановка завдання.** Розробити та запропонувати модель максимізації вартості на підприємстві з урахуванням інтересів стейкхолдерів на сучасному етапі розвитку інноваційної економіки, що в майбутньому забезпечить підвищення рентабельності, прибутковості та конкурентоспроможності підприємства.

**Виклад основного матеріалу:** В сучасних умовах господарювання найважливішою метою діяльності підприємств стає максимізація їх вартості, а основною відмінною рисою управління – спрямованість на майбутнє. Здатність підприємства ефективно використовувати ресурсну базу шляхом нарощення вартості формує принципово нову сферу ключової компетентності, а вміння створювати вартість перетворюється на джерело стійкої конкурентної переваги, яке неможливо купити та важко копіювати. Необхідність розвитку теорії управління вартістю підприємства посилюється переломними процесами, що відбулися в період глобальної фінансової кризи, яка стала каталізатором розвитку нового етапу дискусій з даної проблематики. Актуалізується теоретична розробка сукупності концепцій, узагальнюючих нові процеси у створенні вартості підприємства, у взаємодії інтересів стейкхолдерів в контексті розвитку інноваційної економіки та їх відображення в побудові внутрішніх економічних відносин.

Відповідно до загальноприйнятого визначення Р. Фрімана стейкхолдери – це «...зацікавлені групи чи особи, які можуть впливати на досягнення компанії її цілей або самі знаходяться під впливом цього процесу» [1, С. 25]. У визначенні М. Кларксона, підкреслено, що стейкхолдери не тільки мають впливи, права власності або інші форми інтересів в компанії в даний момент, але і обов'язково в майбутньому [2, С. 106].

Вплив стейкхолдерів на результати діяльності підприємства пояснюється, перш за все, критерієм ресурсів, що надаються і які є критичними для забезпечення ефективності діяльності. Одна з найбільш повних класифікацій виходить з поділу цих ресурсів на три види [3, С. 11]. По-перше, інвестиційні ресурси (об'єкти вкладень): фінансові та реальні активи, природні та людські ресурси. По-друге, репутаційні ресурси (ресурси відносин): визнання (лояльність) споживачів, громадськості, персоналу. По-третє, інтелектуальні (трансформаційні) ресурси: знання та інформація.

Однак ресурсний аспект не є єдиним. Другий критерій, запропонований Т. Кочаном та Р. Рубенштейном, пов'язаний з ризиками: як фінансові, так і нефінансові стейкхолдери схильні до ризику і поділяють з підприємством ризики, оскільки залежать від результатів його діяльності. Також в наукових працях висувається критерій сили впливу. Стейкхолдери підприємства мають достатню силу впливу на його результати в сприятливому, або не сприятливому для нього напрямку [4, С. 373]. Схожі ознаки ідентифікації стейкхолдерів запропоновані Р. Мітчелом, Б. Еглом і Д. Вудом [5], виділяючи такі характеристики: влада чи сила впливу, право вимоги до компанії і терміновість задоволення вимог. Завдання ідентифікації вирішується шляхом визначення наявності або відсутності вказаних ознак у зацікавлених осіб, із якими взаємодіє підприємство. На думку фахівців, наявність хоча б однієї ознаки є достатньою умовою визначення даних осіб як стейкхолдерів. З іншого боку, відмічені ознаки можна застосувати для ранжирування стейкхолдерів: пріоритетні для підприємства види виявляються залежно від набору ознак.

У сучасній економічній літературі дискусії в рамках стейкхолдерського підходу призвели до виникнення декількох постановок проблеми вартості як цільової функції підприємства.

- Перший варіант представлений позицією М. Дженсена про необхідність обговорення проблеми в руслі концепції «розширеного трактування максимізації вартості» (enlightened value maximization). Таким чином, стейкхолдерський підхід інтерпретується як засіб максимізації вартості акціонерного капіталу. [6]

- У роботах Д. Мартіна, У. Петті і Дж. Валласа, сформульований другий варіант, який полягає у комбінованому підході, та названий таким, що «заснований на цінностях» (value (s)-based). У ньому поєднані цільова функція максимізації вартості акціонерного капіталу і функція соціальної відповідальності. [7]

- Третій варіант, точок зору з цього питання, суттєво відрізняється і спирається на аргумент максимізації сукупної вартості підприємства з позицій інтересів стейкхолдерів, а не тільки акціонерів. Такий підхід формулюється за допомогою понять сукупної (всьогосяжної) вартості фірми (total value creation), вартості з урахуванням відносин зі стейкхолдерами (business value of stakeholder relationships) [8], повної економічної вартості (entire economic value) [9] або вартості для стейкхолдерів (stakeholder value). Його розглядають як альтернативу трактуванням першого типу.

Формування вартості підприємства – це складний, та різномірний процес перетворення сукупного капіталу в позитивний результат діяльності підприємства. Процес максимізації вартості, навіть з використанням обмежень, найчастіше націлений на знаходження єдиного абсолютного максимуму. Оптимізувати вартість підприємства виявляється можливим за умови збалансованості швидкостей зміни внутрішнього та зовнішнього середовища (рис 1).

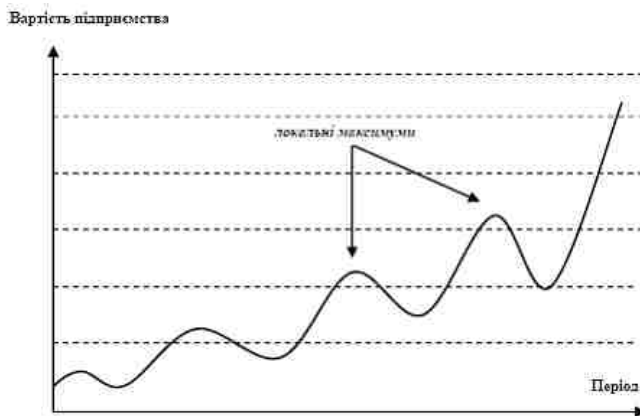


Рис. 1. Локальні максимуми в процесі оптимізації вартості підприємства

Модель оптимізації вартості підприємства з одного боку тісно пов'язана з моделлю максимізації акціонерної вартості. З іншого боку, модель оптимізації вартості передбачає відповідність діяльності підприємства інтересам усіх стейкхолдерів, що може бути отримано у разі гармонійного поєднання трьох основних напрямів:

1. Фінансово-економічна складова – оптимальне використання обмежених ресурсів, ресурсозберігаючої технології. Цей параметр відповідає за стабільність економічного стану зацікавлених осіб.
2. Екологічна складова – забезпечення цілісності біологічних та фізичних природних систем. Цей параметр звертає увагу менеджменту підприємств на його вплив на екосистеми.
3. Соціальна складова – збереження стабільності соціальних і культурних систем. Параметр відноситься до впливу підприємства на соціальні системи, у рамках яких вона функціонує.

Досягнення гармонійного балансу при реалізації концепції стійкого зростання дозволяє говорити про нову цільову функцію оптимізації вартості підприємства (рис. 2).

Поставити мету, визначити засоби для її досягнення означає змоделювати діяльність у рамках наявної інформації і обмежень. У цьому випадку підприємство буде розглядатися як закрита детермінована система, якою воно не являється. При моделюванні складних фінансово-економічних систем критерій оптимальності вартості підприємства доповнюється постулатом про кінцеву невизначеність цього критерію і необхідність його корегування в процесі фінансово-економічної діяльності. Принцип невизначеності дозволяє представити підприємство як таке, що саморозвивається і самовдосконалюється. Процес оптимізації вартості при такому підході дозволяє не тільки знаходити найкоротший шлях до цільових орієнтирів, але і коригувати цілі розвитку.



Рис. 2. Модель оптимізації вартості підприємства в контексті стейкхолдерського підходу

В силу свого інноваційного характеру, формування вартості підприємства з урахуванням інтересів усіх зацікавлених осіб, на нашу думку, доцільно

розглядати лише з позицій ресурсних відносин. Це передбачає, що і підприємство і стейкхолдери очікують, що їх зусилля призведуть до отримання вигід, які будуть не менше цінності витрачених сил і часу, та діють виходячи з відповідності фактичних результатів цим очікуванням, намагаючись максимізувати відповідні вартості. За умови постійної або зростаючої віддачі обміну обопільною максимізуючою, за правилом Парето-оптимальності, дією буде одночасне прирощення сторонами обсягів транзакцій аж до вичерпання у них наявних ресурсів. У випадку спадної граничної корисності ресурсних потоків сторони будуть нарощувати обмін до тих пір, доки граничний дохід однієї зі сторін не стане дорівнювати граничним витратам. Це дозволяє говорити про спряженість максимізації вартості підприємства з максимізацією вартості його зацікавлених осіб і може бути представлена наступним чином:

$$f_0(x_0) \rightarrow \max \Leftrightarrow f_i(x_i) \rightarrow \max; \quad (1)$$

$$D(x_0, x_i): \{0 \leq x_0 \leq X_0, 0 \leq x_i \leq X_i, i \in 1:M\}$$

де  $f_0(x_0)$  та  $f_i(x_i)$  – цільові функції підприємства та стейкхолдерів;

$X_0$  та  $X_i$  – величина запасів ресурсів, які мають у розпорядженні підприємство та стейкхолдери;

$M$  – кількість стейкхолдерів підприємства.

Вартість підприємства, що формується на основі взаємодії зі стейкхолдерами, можна формалізувати наступним чином:

$$V_i = \sum_{n=1}^N \frac{\sum_{k=1}^K \overset{\leftarrow}{X}_{ik} r_k - \sum_{l=1}^L \overset{\rightarrow}{X}_{il} P_l}{(1+d)^n} = \sum_{n=1}^N \frac{R_{in} - C_{in}}{(1+d)^n} \quad (2)$$

де  $N$  – тривалість прогнозного періоду;

$\overset{\leftarrow}{X}_{ik}$  – натуральний обсяг ресурсу  $k$ , що отримало підприємство;

$r_k$  – доходність (цінність) ресурсу  $k$ , що отримало підприємство;

$\overset{\rightarrow}{X}_{il}$  – натуральний обсяг ресурсу  $l$ , що передало підприємство;

$P_l$  – ціна (цінність) ресурсу  $l$ , що передало підприємство;

$R_{in}$  – вартість отриманих ресурсів;

$C_{in}$  – вартість переданих ресурсів;

$d$  – ставка дисконтування;

$K, L$  – кількість найменувань ресурсів, отриманих та переданих відповідно.

Відповідно, логіка визначення рівня узгодження інтересів підприємства у формуванні вартості (або цінності), з урахуванням контактів зі стейкхолдерами (*Стейкхолд*), може бути визначена або як співвідношення індексу отриманої цінності до індексу переданої цінності ресурсів, або на основі застосування вартісних вимірювань за наступною формулою:

$$I_{\text{вартісний}} = \frac{\sum_{n=1}^N \frac{R_{in}}{(1+d)^n}}{\sum_{n=1}^N \frac{C_{in}}{(1+d)^n}} \quad (3)$$

Проблематика забезпечення стійкого зростання вартості підприємств пов'язана з кількома напрямками наукових досліджень, а її розв'язання потребує концептуальних проривів у розумінні сутності характеристик даного процесу та механізмів його забезпечення. Узагальнення та поєднання результатів наукових досліджень, у цілому ряді суміжних за темою дослідження наукових областей, обумовили необхідність трансформації економічної логіки формування вартості з необхідністю включення в її зміст інтересів зацікавлених осіб підприємства, що пов'язано з необхідністю трансформації бізнес-моделей, змінами архітектури капіталу та, відповідно, методології його аналізу, зі зрушеннями в розумінні системи інтересів зацікавлених осіб підприємства та їх взаємодії, зі зміною цільової функції та фундаментальної моделі оцінки результатів підприємства.

**Висновок:** У сучасних умовах розвитку економіки на інноваційній основі відбуваються зміни в структурі конфігурації чинників вартості, які традиційно зводилися до фінансового та операційного рівня. Концептуальною основою відображення цієї кардинальної зміни є виділення специфічного рівня в ієрархії конкурентних здатностей підприємства (розвиток динамічних здатностей), що в контексті стійкого зростання його вартості формує розвиток нового стратегічного вектору – задоволення інтересів зацікавлених осіб (стейкхолдерів).

#### Література.

1. Freeman R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. Boston: Pitman, 1984
2. Clarkon M. A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance // The Academy of Management Journal. 1995. Vol. 20. No. 1. P. 92—117
3. Figge F., Schaltegger S. What is «Stakeholder Value»? Developing Catchphrase into a Benchmarking Tool. Leneburg:- Universität Leneburg in Association of UNEP : PICTET, 2000.
4. Kochan T.A., Rubenstein S.A. Toward a Stakeholder Theory of the Firm: The Saturn Partnership // Organizational Science. 2000. Vol. 11. No. 4. P. 367—386.
5. Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J. Towards the Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts // The Academy of Management Review. 1997. Vol. 22. No. 4. P. 853—896.
6. Jensen M. Value Maximization, Stakeholders Theory, and the Corporate Objective Function // Journal of Applied Corporate Finance. 2001. Vol. 14. No. 3. P. 8—21.
7. Martin J., Petty W, Wallace J. Value-based Management with Corporate Social Responsibilities. N.Y.: Oxford University press, 2009. – 259 p.
8. Measuring the Business Value of Stakeholder Relationships / Svendsen A., Boutilier R., Abbott R., Wheeler D. Part 1. Toronto: The Center of Innovation in Management, 2001.
9. Asher C.C., Mahoney J.M., Mahoney J.T. Towards a Property Rights Foundation for a Stakeholder Theory of the Firm // Journal of Management and Governance. 2005. Vol. 9. No. 1. P. 5—32.

**References.**

1. Freeman R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. Boston: Pittman, 1984
2. Clarkson M. A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance // The Academy of Management Journal. 1995. Vol. 20. No. 1. P. 92—117
3. Figge F., Schaltegger S. What is «Stakeholder Value»? Developing Catchphrase into a Benchmarking Tool. Leneburg:- Universitdt Leneburg in Association of UNEP : PICTET, 2000.
4. Kochan T.A., Rubenstein S.A. Toward a Stakeholder Theory of the Firm: The Saturn Partnership // Organizational Science. 2000. Vol. 11. No. 4. P. 367—386.
5. Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J. Towards the Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts // The Academy of Management Review. 1997. Vol. 22. No. 4. P. 853—896.
6. Jensen M. Value Maximization, Stakeholders Theory, and the Corporate Objective Function // Journal of Applied Corporate Finance. 2001. Vol. 14. No. 3. P. 8—21.
7. Martin J., Petty W, Wallace J. Value-based Management with Corporate Social Responsibilities. N.Y.: Oxford University press, 2009. – 259 p.
8. Measuring the Business Value of Stakeholder Relationships / Svendsen A., Boutilier R., Abbott R., Wheeler D. Part 1. Toronto: The Center of Innovation in Management, 2001.
9. Asher C.C., Mahoney J.M., Mahoney J.T. Towards a Property Rights Foundation for a Stakeholder Theory of the Firm // Journal of Management and Governance. 2005. Vol. 9. No. 1.P. 5—32.

*Стаття надійшла до редакції 20.01.2015 р.*



ТОВ "ДКС Центр"