

О.В. СТАЛІНСЬКА,

д.е.н., доцент, професор кафедри економіки підприємства, Донецький національний університет

Проблеми вартісно-орієнтованого управління в сфері металургійного виробництва

Розглянуто визначення й параметри капіталізації для металургійних підприємств як важливого критерію та основи стабільного розвитку національної економіки суб'єктів господарювання, що потребує розробки й реалізації нових нестандартних підходів до управління формуванням та ефективним використанням капіталу, забезпечення оптимальної структури капіталу, оцінки його вартості, обліку та контролю. Запропонована модель вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління забезпечує зростання вартості підприємства на основі синергетичного ефекту ресурсних, інституційних, екологічних, технологічних та соціальних чинників.

Ключові слова: капіталізація, вартісно-орієнтоване управління, металургійне виробництво, модель, стратегія, фінансова ціль.

Е.В. СТАЛИНСКАЯ,

д.э.н., доцент, профессор кафедры экономики предприятия, Донецкий национальный университет

Проблемы стоимостно-ориентированного управления в сфере металлургического производства

Рассмотрены определение и параметры капитализации для металлургических предприятий как важного критерия и основы устойчивого развития национальной экономики субъектов хозяйствования, что требует разработки и реализации новых нестандартных подходов к управлению формированием и эффективным использованием капитала, обеспечение оптимальной структуры капитала, оценки его стоимости, учета и контроля. Предложена модель измерения капитализации предприятия в системе стратегического управления, которая обеспечивает рост стоимости предприятия на основе синергетического эффекта ресурсных, институциональных, экологических, технологических и социальных факторов.

Ключевые слова: капитализация, стоимостно-ориентированное управление, металлургическое производство, модель, стратегия, финансовая цель.

O.V. STALINSKA,

PhD, docent, professor of business economics, Donetsk National University

Problems of value-oriented management in the sphere of metallurgy

Definition of parameters and conditions for capitalization steel companies as an important criterion and basis for sustainable development of national economy entities that require the development and implementation of new innovative approaches to the management of the formation and the efficient use of capital, optimal capital structure, for its value, accounting and control. The model of measuring the capitalization of the company in the strategic management of the growth of value based on the synergistic effect of resource, institutional, environmental, technological and social factors.

Key words: capitalization, value-oriented management, metallurgy, model, strategy, financial goal.

Постановка проблеми. Гірничо-металургійний комплекс України є однією із провідних бюджетоутворюючих галузей, що обумовлює темпи зростання національної економіки. Металургійна галузь пройшла глибокий шлях змін і перебудови. Корпоративна революція в галузі, зміна власників, втрата державою керівництва стратегічними підприємствами, зношеність основних фондів призвели до значного погіршення конкурентних позицій підприємств ГМК України та стабільності держави в цілому. При вагомій ролі в економіці й високому експортному потенціалі постерігається суттєве технологічне відставання від провідних світових виробників, що виявляється в більш високих витратах сировини й енергії на виробництво готової продукції. Ситуація ускладнюється тим, що екологічна та соціальна політика українських металургійних підприємств не відповідає критеріям, досягнутим в економічно розвинених країнах: викиди шкідливих речовин на тону готової продукції істотно вище, а частка заробітної плати робітників і витрат на соціальні заходи у структурі валових витрат істотно нижче.

Концепція стратегічного управління металургійним підприємством, що ґрунтується на формалізації основних пріоритетів сталого розвитку підприємств у поєднанні з оцінкою впливу планових рішень на динаміку виділених пріоритетів,

спрямована на прийняття збалансованих управлінських рішень з урахуванням інтересів власників підприємств, пріоритетів довгострокового розвитку ресурсного забезпечення, виробництва та збуту, потреб суспільства й захисту навколишнього середовища; спрямована на зростання капіталізації металургійного підприємства, вимірювання ступеня збалансованості параметрів сталого розвитку на виробничому рівні, використання стратегічних карт для обґрунтування й оцінки результативності управлінських рішень.

Аналіз сучасних систем управління промисловими підприємствами, що використовуються за рубежом та в Україні, з точки зору їх ефективності свідчить про значні резерви їх розвитку. Слід зазначити, що в системі стратегічних і фінансових цілей розвитку металургійних підприємств перевага віддається зростанню їх капіталізованої вартості, що і є предметом даного дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Світова практика успішно довела переваги вартісного підходу до управління перед альтернативними методиками. Засновниками концепції вартісно-орієнтованого управління вважаються А. Рапопорт «Створення вартості для акціонерів» [1] і Б. Стюарт «У пошуках вартості» [2]. Значний внесок у розвиток даної концепції зробили також Т. Коупленд, Дж. Муррін

СОЦІАЛЬНО-ТРУДОВІ ПРОБЛЕМИ

і Т. Коллер [3], Г. Арнольд, А. Блек, Дж. Шульман, Дж. Девіс, К. Саварес, М. Скотт [4], А. Ербар та ін.

Вітчизняними вченими, котрими досліджено капіталізацію на етапі ринкової трансформації вітчизняної економіки, є: О. Амоша, О. Барановський, Н. Брюховецька [5, 6], І. Булеєв [6], В. Геєць [7, 8], О. Гриценко [8], М. Козоріз [9, 10], С. Шумська [11] та ін.

Визначення капіталізації як важливого критерію та основи сталого розвитку національної економіки загалом та окремих суб'єктів господарювання зокрема потребує розробки й реалізації нових нестандартних підходів до управління формуванням та ефективним використанням капіталу, забезпечення оптимальної структури капіталу, оцінки його вартості, обліку та контролю.

Поняття «капіталізація» досліджується вже певний час, проте однозначного визначення даної категорії на сьогоднішній день в Україні не склалося. Немає чіткого розмежування понять щодо капіталізації в різних сферах економіки. Проте можна виділити два основних підходи до визначення цього терміна:

1) капіталізація відображає ринкову вартість підприємства;

2) капіталізація становить частку доданої вартості на розширення виробництва або перетворення знову сформованих доходів на капітал, на параметр вартості, використання отриманого доходу на виробничий розвиток, приріст прибутку та інші цілі.

Обидва підходи можна вважати прийнятними, але вони мають трактуватись у взаємозв'язку й доповнювати один одного. Так, у роботі [6] зазначено, що в результаті перетворення додаткової вартості на капітал (розширення виробничих потужностей, придбання цінних паперів, навчання та підвищення кваліфікації персоналу тощо) підвищується й ринкова вартість підприємства.

Мета статті полягає в розробці пропозицій щодо параметрів моделі вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління.

Виклад основного матеріалу. Капіталізація компаній є найважливішим фінансовим показником, у якому відображаються результати діяльності компаній, а також оцінка учасниками фондового ринку перспектив генерування потоку доходів бізнес-структур у майбутньому періоді. Обсяги капіталізації компаній характеризують розвиток економік конкретних країн, ступінь їх впливу в системі світогосподарських зв'язків. Систематизація підходів до визначення сутності «капіталізації підприємства», поданих у сучасній вітчизняній економічній літературі, дозволяє стверджувати, що капіталізацією підприємства характеризується зростання його вартості – індикатором його конкурентоспроможності та джерелом сталого розвитку.

Слід зазначити, що в ринковій економіці, а особливо в умовах розвинутих ринків цінних паперів, виділяються реальний і фіктивний капітал, а відповідно – і реальна (або номінальна) та фіктивна капіталізація. Так, М. Козоріз [9] відзначає недосконалість методів обчислення ринкової капіталізації внаслідок недосконалої інфраструктури фондового ринку, недостатнього розвитку його біржового сегмента тощо.

Сучасна практика злиттів, поглинань і банкрутств відомих фінансових установ і компаній наводить чимало доказів надмірної розбіжності реальної та фіктивної вартості їх капіталів.

Приведення капіталізованої вартості економічного потенціалу компанії до її реальної вартості супроводжується значною втратою акціонерного капіталу: «... помилки у визначенні вартості, допущені об'єктивно чи свідомо, призводять до кризових явищ, стагнації виробництва, надмірного збагачення окремих та зубожіння великих прошарків населення» [12].

Сутність концепції управління вартістю підприємства полягає в тому, що з позиції акціонерів (інвесторів) підприємства управління має бути направлене на забезпечення зростання його ринкової вартості, а також акцій. Така мета дозволяє акціонерам отримувати найбільший дохід, а саме – курсовий грошовий дохід від перепродажу всіх або частини належних їм акцій, або курсовий негрошовий дохід, що виражається у збільшенні власного капіталу.

З позицій фінансового менеджменту капітал підприємства характеризує загальну вартість засобів у грошовій, матеріальній та нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів. Головною метою формування капіталу підприємства є задоволення його потреб у придбанні потрібних активів та оптимізація структури капіталу з позицій забезпечення умов його використання. Так, варто відзначити думку М. Козоріз, який стверджує, що капітал підприємства – це вторинний основний чинник виробництва, що є похідним від таких первинних чинників, як праця, земля, і підприємницькі здібності, і в сукупності з ними генерує додаткову вартість.

У сучасних умовах господарювання «капітал» виступає як виробничий та інвестований ресурс, джерело доходу, об'єкт управління й формування, об'єкт власності, купівлі–продажу та тимчасової переваги, носій чинників ризику і ліквідності. Система формування капіталу підприємства має бути орієнтована на виявлення внутрішніх резервів підприємства і максимальне використання можливостей фондового ринку та ринку кредитних ресурсів.

У зарубіжній практиці основна частина капіталізованої вартості складається не з матеріальних (основних) активів підприємства, а з таких показників (чинників) нефінансового характеру, як нематеріальні активи, персонал, ефективність внутрішніх бізнес-процесів, інновації. Через специфіку розвитку українських підприємств значну роль відіграє збільшення вартості чистих активів, що відповідає зростанню вартості підприємства і його подальшому сталому розвитку. Тому необхідна всеосяжна система, що містить як фінансові, так і нефінансові показники, яка чітко б показувала ефективність управління стратегією розвитку, що в першу чергу позначиться на збільшенні капіталізації підприємства.

Слід зазначити, що для адаптації вітчизняної економіки в міжнародні інтеграційні процеси вітчизняні науковці [6, 8], крім вирішення низки інших проблем, наводять й численні аргументи потреби переходу на міжнародні стандарти корпоративного управління та відповідні методи оцінювання ефективності діяльності підприємства. Нові управлінські моделі (Performance Measurement – вимірювання досягнень) орієнтовані на переосмислення організації систем стратегічного управління в напрямі багатоаспектної орієнтації.

Основними компонентами вимірювання ефективності в сучасному бізнесі вважаються створення вартості і рівень капіталізації підприємства, а тому найефективнішими спрямуваннями стратегічного управління визнаються парадигма

управління з урахуванням вартісних параметрів і відповідні методи оцінювання ефективності за вартісними критеріями.

Значний вплив на можливості підприємства залучати фінансові та матеріальні ресурси для формування капіталу й забезпечення на цій основі стійкого економічного розвитку здійснюють фінансово-економічний стан підприємства та зовнішні умови господарювання [9].

У складних економічних умовах, характерних для даного часу, метою підприємства в довгостроковій перспективі має бути максимізація вартості капіталу. Вартість капіталу підприємства в довгостроковому інтервалі визначається потоком його майбутніх прибутків, які можуть відповідати, а можуть і не відповідати очікуванням, тому при оцінці поведінки виробника має бути врахована в сучасній (дисконтованій) вартості майбутніх прибутків компенсація ризику. Ця модель поведінки виробника прийнятна для стабільних економічних умов і короткострокового періоду. На практиці існує багато соціальних, етичних та правових обмежень, які ставлять межу намаганням підприємства отримати максимальні прибутки. Тому виробник прагне оптимальних прибутків, тобто він намагається збалансувати свої прагнення до максимальних прибутків з іншими цілями і завданнями – коротко- та довгостроковими, економічними та неекономічними.

Досягнення цих цілей дозволить підприємству максимізувати отримувані вигоди, які необов'язково зводяться до максимізації прибутків. Альтернативними моделями поведінки виробника для досягнення оперативних цілей підприємства може бути максимізація: продажів, зростання, додатної вартості, управлінської поведінки.

Дані літературних джерел [для прикладу – 6] свідчать, що стратегічне управління промисловими підприємствами на основі їх капіталізації – це система стратегічного управління формуванням та ефективним використанням капіталу. Така система має містити систему формування структури капіталу, систему управління власним капіталом та систему управління позиковим капіталом. Щодо функціональних складових капіталу, то система управління розвитком підприємства складається з управління фінансовою складовою капіталу, матеріальною та інтелектуальною. Система стратегічного управління підприємством на основі підвищення рівня його капіталізації становить сукупність пов'язаних та погоджених методів і засобів залучення виробничих ресурсів у господарський обіг, які використовуються органами управління й економічними службами підприємства у процесі капіталізації.

Оскільки показник ринкової вартості компанії розглядається як найважливіший інтегральний показник, що адекватно відображає економічну ефективність підприємства, його фінансову успішність, конкурентоспроможність і перспективи майбутньої діяльності й формується під впливом чинників зовнішнього та внутрішнього середовища, зростання вартості підприємства є критерієм ефективності для всіх зацікавлених осіб.

Процес формування ринкової вартості підприємства передбачає поліпшення стратегічних і тактичних управлінських рішень за рахунок концентрації загальних зусиль власників, менеджерів та персоналу на основних чинниках вартості. Цей процес також розуміють як поєднання вартісного мислення й управлінських процесів і систем, необхідних

для трансформації такого мислення в конкретні дії. Наявність вартісного мислення означає, що всі зацікавлені особи, незважаючи на різність інтересів, бачать своє головне фінансове завдання в максимізації вартості [3].

Управління капіталізацією, використання її інструментарію на внутрішньогосподарському, регіональному та макроекономічному рівнях – одне з найважливіших завдань ефективного управління підприємством. Навпаки, недооцінка теорії та практики капіталізації, нерозуміння інструментарію капіталізації може призвести до болючих наслідків для вітчизняного ринку.

Капіталізація підприємств є найважливішим фінансовим показником, у якому відображаються результати діяльності компанії, а також оцінка учасниками фондового ринку перспектив генерування потоку доходів бізнес-структур у майбутньому періоді.

Вибір ефективних фінансових методів підвищення капіталізації компанії дозволяє забезпечити об'єктивну ринкову оцінку бізнес-структур в умовах позитивної динаміки господарської кон'юнктури, а також стримувати падіння ринкової вартості при макроекономічній нестабільності.

Методологія дослідження капіталізації компанії полягає в аналізі як фундаментальних, так і кон'юнктурних чинників. Так, у роботі Л. Самсонової [13] серед негативних наслідків кризових явищ для вітчизняного ринку фундаментальними визначено вартість компанії як її оцінку на основі відносно стійких показників економічної динаміки, а інші призводять до короткострокових коливань показника капіталізації.

Фундаментальні чинники визначають довгострокові тренди вартості компанії та її капіталізації. Поточний показник капіталізації складається під впливом ринкових тенденцій. Незважаючи на обґрунтування доцільності спиратися на загальноприйняті в міжнародній практиці методи, багато дослідників зазначають, що «в умовах України традиційні способи оцінки і перш за все метод дисконтованих грошових потоків недооцінюють потенціал українського бізнесу» [14].

В умовах нестабільності економічної ситуації у країні має місце швидка зміна трендів у динаміці капіталізації. У такі періоди з'являються нові чинники, що впливають на вартість компанії. Відповідно відбуваються зміни як у фундаментальних, так і в ринкових чинниках підвищення капіталізації компанії.

Проведені в роботі [10] дослідження щодо визначення капіталізації як оцінювального критерію розвитку національної економіки та суб'єктів господарювання виявили цілу низку проблемних питань, до яких належать такі:

– відсутність загальноновизнаних концептуальних положень щодо визначення економічної сутності капіталізації, її ролі та функцій у забезпеченні ефективного розвитку національної економіки;

– наявність різних трактувань ідентичних понять і методів кількісного вимірювання рівня капіталізації суб'єктів господарювання;

– неадаптованість різних методичних підходів до оцінки рівня капіталізації суб'єктів господарювання, що використовуються в міжнародній практиці.

Показник капіталізації компанії може виступати в ролі індикатора ефективності поточної діяльності ведення бізнесу, а також перспектив його розвитку. Так, у роботі [9] автори акцентують увагу на таких аспектах: учасники організованого ринку

СОЦІАЛЬНО-ТРУДОВІ ПРОБЛЕМИ

капіталів пильно досліджують і порівнюють між собою результати фінансово-господарської діяльності різних компаній, поточні ринкові ціни на фондові активи, ураховують перспективи розвитку компанії; у разі несподіваної зміни поточних результатів діяльності компанії та її можливих перспектив вартість паїювих цінних паперів піддається значним змінам.

Вибір ефективних фінансових методів підвищення капіталізації компанії дозволяє забезпечити об'єктивну ринкову оцінку бізнес-структур в умовах сталого розвитку, а також стримувати падіння ринкової вартості при макроекономічній нестабільності.

Сталий розвиток великих промислових підприємств означає довгострокову динаміку їх капіталізації. Так, до фінансових методів управління капіталізованою вартістю підприємства належать: розробка довгострокової стратегії розвитку підприємства на засадах сталого розвитку, що містить як елементи інноваційну, інвестиційну та фінансову стратегії; визначення перспективних напрямів інвестиційної діяльності компанії; фінансування її інноваційного розвитку.

У сучасних умовах розвитку металургійної промисловості України основними фінансовими методами підвищення капіталізації компанії є: мінімізація вартості капіталу, забезпечення ефективності довгострокових інвестицій, фінансування НДДКР, максимізація EVA і MVA, злиття й поглинання на національному та міжнародному ринках, забезпечення ефективності фінансової діяльності філій і дочірніх компаній, управління фінансовими, у тому числі валютними ризиками, дивідендна політика, підтримання ліквідності та платоспроможності, оптимізація розміщення облігаційних позик, координація управління кредиторською та дебіторською заборгованостями, а також товарно-матеріальними запасами дочірніх компаній, мобілізація фінансових ресурсів батьківської та дочірніх компаній для реалізації перспективних інвестиційних та інноваційних проєктів, формування інтелектуального капіталу компанії.

Мета стратегії управління – розглянути менеджмент, що ґрунтується на вартісному підході, коли метою керівників усіх рівнів є збільшення вартості компанії. Розуміння фінансової сторони бізнесу, уміння розмовляти мовою фінансів, цілеспрямовано збільшувати вартість компанії необхідно топ-менеджерам підприємства, директорам бізнес-одиниць для досягнення стратегічних цілей і завдань підприємства, мотивації співробітників.

Завдання стратегії розвитку озброїти менеджерів знаннями з метою фінансового обґрунтування управлінських рішень, аналізу бізнесу мовою фінансів. Навчити аналізувати і планувати фінансові цілі, активи, витрати, прибуток підрозділу (продукту, проєкту), використовувати вартісний підхід в управлінні.

Для того щоб стратегічне управління, орієнтоване на підвищення вартості з урахуванням принципів сталого розвитку, стало можливим, необхідно мати у своєму розпорядженні ефективні методи оцінки бізнесу. Слід зазначити, що способи оцінки бізнесу, для прийняття управлінських рішень, пропонувані західними економістами Модільяні, Дамодараном, Коуплендом [3 та ін], не знаходять свого застосування в Україні, де не існує розвинутого ринку акцій, а отже, немає достатньої динаміки ринкової оцінки металургійних підприємств. Тому існує потреба в адаптованих способах оцінки великих промислових підприємств. Усе, що вони мають, це стандартні три

підходи до оцінки: дисконтування грошових потоків, порівняння з аналогами й визначення вартості чистих активів.

Проблема таких оцінок полягає в тому, що вони прагнуть до отримання одного цифрового значення вартості бізнесу, який би характеризував і ефективність управління, і цінність даного підприємства на ринку, і майбутню привабливість в очах інвесторів. Іншими словами, присутнє бажання з'єднати в одному інтегрованому показнику кілька рівноцінних завдань. Однак вартість бізнесу є показником, що має кілька значень залежно від цілей і зацікавлених сторін – управлінців, власників, акціонерів.

Слід відзначити, що методики, які пропонують одну зважену оцінку вартості підприємства, можна використовувати виключно для цілей продажу підприємства в тому чи іншому його вигляді.

Але метою дослідження є визначення підходу до оцінки вартості для формування стратегії розвитку на принципах сталого розвитку та прийняття управлінських рішень, націлених на підвищення ролі капіталізації у стратегічному управлінні великим промисловим підприємством.

Щоб обґрунтувати концепцію управління стратегічним розвитком на засадах сталого розвитку на основі вартісного підходу, слід розібратись із тим, які недоліки тією чи іншою мірою існують при використанні вже наявних методик оцінки:

1. Адекватний обсяг інформації та громіздкість розрахунку. Використання оцінки бізнесу на регулярній основі має бути максимально простим, а результат наочним.
2. Наявність великої кількості коригувань, пов'язаних із непрозорістю бухгалтерської звітності. Для оцінки менеджменту варто використовувати дані управлінського обліку, який має бути пристосований для цілей оцінки.
3. Складність довгострокового планування ускладнює використання дохідних способів оцінки. В основному використовується ретроспектива фактичних даних за минулі періоди. У цьому зв'язку слід розробляти методику визначення темпів зростання грошових потоків або складати прогнози на терміни до 5 років.

4. Бухгалтерська оцінка активів призводить до заниженої вартості чистих активів. Необхідна ринкова переоцінка всіх основних фондів і нематеріальних активів.

5. Відсутність адекватної бази для порівняння з аналогами. Таким чином, капіталізація формує економічну ефективність, а всі інші чинники лише змінюють рівень капіталізаційної ефективності. Чинники зміни за своєю суттю є додатковими, вторинними, такими, що не формують початкового рівня того чи іншого параметра, а лише змінюють його [15].

Проведений аналіз дозволяє зробити висновок, що концепція вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління ґрунтується на:

- традиційних підходах до стратегічного управління фінансами. Системний підхід до фінансових коефіцієнтів. Факторний, декомпозиційний фінансовий аналіз;
- прогнозуванні фінансової звітності. Аналіз прогнозованої фінансової звітності;
- визначенні ролі вартості компанії у фінансовому управлінні, оцінці вартості компанії.

Тому основна мета – це поставити й вирішити завдання вибору стратегії розвитку підприємства на підставі критерію максимізації капіталізованої вартості.

Для вибору стратегії зростання доцільно мати наступні моделі:
 – стратегії розвитку;
 – управління вартістю підприємства.

Загальний вигляд моделі вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління наступний:

$$K = K_o(\vec{F}_o), \quad (1)$$

де K – вартість капіталу підприємства;

K_o – функція оцінки вартості;

\vec{F}_o – вектор чинників вартості.

Завдання управління вартістю – визначити функцію K_o та вектор \vec{F}_o .

Модель вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління пропонується побудувати в такому вигляді:

$$K = K_o(\vec{F}_o + \vec{Y}), \quad (2)$$

де \vec{Y} – вектор управлінського впливу.

Після цього завдання максимізації вартості (підвищення капіталізації) ставиться у вигляді:

$$K = K_o(\vec{F}_o + \vec{Y}) - Q(\vec{F}_o + \vec{Y}) \max, \quad (3)$$

де Q – функція витрат на реалізацію управлінського впливу при прийнятті рішень.

Стратегія розвитку є інструментом досягнення цілей підприємства, а для реалізації стратегії необхідно, щоб усе підприємство функціонувало у стратегічному режимі. Тому математична модель вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління в даному контексті – це функція Q .

Як розрахунковий базис моделі вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління пропонуємо використовувати модель оцінки вартості капіталу компанії. Модель експрес-оцінки вартості [15] застосовується при розрахунках у виробничих комерційних компаніях і не може використовуватися безпосередньо для оцінки фінансових інститутів (банків, страхових та інвестиційних компаній). Основною перевагою цієї моделі, що важливо при використанні її як основи для постановки завдання управління вартістю, є її універсальність – вона застосовна до будь-якої компанії даного типу.

Модель оцінки базується на дисконтуванні грошового потоку для підприємства. Наведемо основні співвідношення моделі оцінки:

$$K = V1 + V2 - D \quad (4)$$

$$V1 = \sum_{i=1}^N \frac{FCFF_i}{(1+r)^i} = \sum_{i=1}^N \frac{R_i \times EBTM_i \times (1-\tau) - I_i}{(1+r)^i} + \frac{R_N \times (APT_N - CAT_N) - \frac{R_{N+1}}{T_{N+1}}(APT_{N+1} - CAT_{N+1})}{(1+r)^N} + \sum_{i=1}^N \frac{T_i}{(1+r)^i} \quad (5)$$

$$V2 = \frac{NOPLAT_{N+1} \times (1 - \frac{g}{ROIC})}{(r-g) \times (1+r)^N} \quad (6)$$

де E (Equity) – оцінка поточної ринкової вартості акціонерного капіталу компанії;

D (Debt) – коротко- та довгостроковий борг;

i – порядковий номер року;

N – тривалість прогнозного періоду, років;

$FCFF$ (Free Cash Flow to Firm) – вільний грошовий потік в i -й рік;

R (Revenue) – дохід;

$EBTM$ (EBIT Margin) – операційна рентабельність, %;

τ – ставка податку на прибуток;

I – чисті капітальні витрати;

r – ставка дисконтування;

T_i – тривалість i -го року, днів;

APT (Accounts Payable Turnover) – оборотність кредиторської заборгованості, днів;

CAT (Current Assets Turnover) – оборотність оборотних активів, днів;

$NOPLAT$ (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) – чистий прибуток від основної діяльності за вирахуванням скоригованих податків;

g – швидкість зростання прибутку (NOPLAT) компанії в кожен рік постпрогнозного періоду;

$ROIC$ (Return On Invested Capital) – рентабельність інвестованого капіталу. ROIC визначається за формулою

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{FA + CA - AP}, \quad (7)$$

де FA (Fixed Assets) – необоротні активи;

CA (Current Assets) – оборотні активи;

AP (Accounts Payable) – кредиторська заборгованість та інші короткострокові зобов'язання.

Позначимо множину $\{R_i\} i = 1 \dots N$ як вектор \vec{R} , аналогічно побудуємо вектори $EBTM$, CAT , APT , \vec{T} . Відповідно до формул (1) і (2) вектор чинників вартості виглядає таким чином:

$$\vec{F}_o = \{R_o, EBTM, CAT, APT, \vec{T}, NOPLATN + 1, r, ROIC, g\} \quad (8)$$

Величини APT_o , CAT_o , та T_i є фіксованими, і тому не входять до чинників.

Функція $K_o(\vec{F}_o)$ описується рівняннями (6), (7) і (8).

Постановка завдання вимірювання капіталізації з урахуванням оцінки вартості підприємства в системі стратегічного управління. Управляти вартістю означає змінювати грошові потоки компанії та оцінку ризиків у вигляді ставки дисконтування r . Такі зміни проводяться за допомогою проектів. Основними напрямками при реалізації стратегії розвитку є:

– зменшення оборотності дебіторської заборгованості (у днях) за рахунок введення знижок при оплаті авансом;

– упровадження модуля ERP планування виробництва, однак виникають додаткові витрати на проект на впровадження й підтримку ERP системи;

– зниження ставки дисконтування r за рахунок збільшення рейтингу корпоративного управління компанії в першому році прогнозного періоду: витрати в першому й наступних роках на виконання рекомендацій щодо корпоративного управління.

Таким чином, кожен напрям описується зміною чинників вартості компанії та додатковим грошовим потоком витрат на здійснення стратегії розвитку, що характеризує вартість управління.

Стратегія розвитку реалізується шляхом виконання проектів, які ведуть до синергетичних ефектів, якщо ці проекти залежні або якщо проекти адитивні (можливе виконання двох проектів одночасно), то результат їх виконання буде еківалентний сумі результатів від виконання проектів.

Позначимо всі множини розглянутих проектів як W , а підмножини альтернативних проектів як $\{W_i\}$.

Поставимо завдання максимізації вартості як вибір оптимального портфеля (підмножини) проектів W' із множини W , що дає найбільше збільшення вартості в рамках заданих обмежень. Як обмеження можуть фігурувати: бюджет, вироб-

СОЦІАЛЬНО-ТРУДОВІ ПРОБЛЕМИ

нічі потужності, кількість вільних співробітників для здійснення проектів, наявність приміщень для ведення проектів тощо. Розглянемо лише одне обмеження – бюджетне.

Розглянемо компанію з оцінкою вартості, яка визначається B . Назвемо проектом матрицю Y та Z . Введемо вартість управління. Вартістю управління Y є послідовність $Q = (Q1, Q2 \dots)$, що характеризує грошовий потік витрат на управління, у загальному випадку вона нескінченна. Так само дана послідовність має залежати від точки B_o , що характеризує припущення про майбутній розвиток компанії

$$Q_i = Q_i(B_o, Y). \quad (9)$$

Поточна вартість (Present Value) грошового потоку витрат на управління дорівнює:

$$PVQ = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Q_i(B_o, Y)}{(1+r)^i}. \quad (10)$$

Поставимо завдання підвищення капіталізації як вибір підмножини W' проектів із множини W можливих:

$$\begin{aligned} K_o(B_o + \sum_{n \in W'} Y) - \sum_{n \in W'} \sum_{j=1}^{\infty} \frac{Q_j^n}{(1+r)^j} &\rightarrow \underset{W' \in W}{MAX} \\ Y^n &\in Y_o, \quad \forall n \in W \\ |W' \cap W_i| &\leq 1 \quad \forall W_i \\ \sum_{n \in W'} Q_j^n &\leq G_j, \quad j = 1 \dots J \end{aligned} \quad (11)$$

де Y_o – множина допустимих управлінь, G_j – бюджетне обмеження, j – кількість років, протягом яких бюджетні обмеження істотні, знаком модуля $| \dots |$ позначено кількість елементів у множині.

Y_o має містити такі змістовні обмеження: $Ri \geq 0, EBITMi \geq 0, CATi \geq 0, APTi \geq 0, r > rf$ – безризикова ставка. При постановці завдання для конкретної компанії додаткові обмеження будуть накладені як самою компанією, так і галуззю, у якій вона працює (у даному випадку металургійною).

Дане завдання відбиває нелінійність $K_o(B_o)$ по B , тобто при застосуванні декількох проектів може з'явитися синергетичний ефект – приріст вартості буде більше, ніж сума приростів вартості при застосуванні кожного із цих проектів окремо.

Базова стратегія складається з одного проекту. У моделі управління вартістю кожний проект p має описуватися функцією $Y_p(Qp)$. Побудувати математичну модель базової стратегії розвитку в даному контексті – означає описати її функцією $Y_p(Qp)$.

Функції $Y_p(Qp)$ можуть бути надзвичайно різноманітними, але на практиці рідко вдається детально описати вплив витрат на проект (Qp) на чинники вартості компанії Y_p . Тому розглядатимемо параметризовані функції одним параметром. Без обмеження спільності виберемо цим параметром ($Qp1$) – капіталовкладення і в проект p в першому році. Тоді (Qpi) для $i > 1$ однозначно визначаються $Qp1$.

Позначимо $Qp1$ через x, y, z для моделі кожної розглянутої базової стратегії розвитку. У загальному випадку при зростанні вкладень віддача від проекту спочатку збільшується зі зростаючою швидкістю, а потім її темп зростання сповільнюється.

Один із типів кривих, що описують цю залежність, – це логістична крива, що задається рівнянням

$$f(x) = \frac{n}{1+b \cdot e^{-ax}}. \quad (12)$$

Визначимо такі властивості функції віддачі від проекту:

- 1) $f(x) > 0$;
- 2) $f(x)$ – монотонно зростає;
- 3) $\lim_{x \rightarrow \infty} \frac{df}{dx} = 0$.

Пропоновані моделі базових стратегій розвитку наведено нижче (табл. 1).

Вимоги на введені параметри:

$$\begin{cases} 0 < a < 1; \\ 0 < b < 1; \end{cases}$$

Таким чином, дослідження завдання показало, що його можна вирішити, використовуючи математичне програмування.

Отже, завдання було поставлене й досліджене в загальному вигляді.

Визначено такі властивості рішень:

- не всі проекти ведуть до зростання вартості;
- існують проекти продуктивні та непродуктивні, вкладення в непродуктивні проекти недоцільні;

Таблиця 1. Вплив чинників вартості на вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління

Напрямок стратегії розвитку	Зміна чинника вартості	Вплив на модель стратегії розвитку
Розширення продуктової лінії	Збільшення доходу	$Q_i^n = \begin{cases} x, & i = 1 \\ 0, & i > 1 \end{cases}$ $Y_{i1}^n = \Delta R^1(x)$ $Y_{i2}^n \times (R_1 + \sum_{n \in p} Y_{i1}^n) = a \Delta R^1(x)$
Створення нових каналів збуту і зміцнення наявних	Збільшення доходу, зниження оборотності оборотних активів	$Q_i^n = \begin{cases} y, & i = 1 \\ 0, & i > 1 \end{cases}$ $Y_{i1}^n = \Delta R^2(y)$ $Y_{i3}^n \times (R_1 + \sum_{n \in p} Y_{i1}^n) = -b \Delta R^2(y)$
Підтримання принципів сталого розвитку	Збільшення вартості	$Q_i^n = \begin{cases} z, & i = 1 \\ 0, & i > 1 \end{cases}$ $Y_{i1}^n = \Delta R^3(z)$

– для кожного продуктивного проекту існує точка максимуму зростання вартості.

Розвиток дослідження можливий за різними напрямками, однак основними з них є такі:

- вирішення завдання для випадку множини проектів можливе за допомогою методу множників Лагранджа;
- пошук і дослідження рішень для інших моделей зростання;
- побудова моделей і пошук рішень для інших стратегічних перетворень компанії: скорочення витрат, зростання продажів, зростання прибутку, відповідь на дії конкурента.

Як зазначалося вище, для підвищення ролі капіталізації у стратегії управління підприємством необхідно визначити й ураховувати при оцінці галузеві зіставні компанії.

Тому запропонований методологічний підхід оцінки ринкової вартості й підвищення капіталізації металургійної компанії має проводитися на основі даних фінансової звітності провідних світових металургійних компаній, акції яких котируються на найбільших фондових біржах. Це можливо зробити нестандартним способом, якщо врахувати ризик між компаніями-аналогами за допомогою побудови оптимального портфеля, сформованого з акцій (активів) компаній-аналогів. Використовується алгоритм формування оптимального портфеля тільки з покриттям, тобто накладається заборона на продаж цінних паперів «без покриття». Як наслідок, вагові коефіцієнти для мультиплікаторів компаній-аналогів позитивні й у сумі дорівнюють одиниці. Порівняльний підхід – метод оцінки, заснований на порівнянні об'єкта оцінки з аналогічними об'єктами, щодо яких є інформація про ціни угод із ними або ринкову вартість їх акцій, що котируються на фондових біржах. Аналог об'єкта оцінки – об'єкт (компанія, підприємство тощо), схожий за основними економічними, матеріальними, технічними та іншими характеристиками з об'єктом оцінки, ціна якого відома з угоди, що відбулася при схожих умовах, або поточної ринкової вартості на основі даних фондових бірж.

При відборі компаній-аналогів необхідно враховувати такі критерії порівняльності:

- 1) компанії мають належати до однієї і тієї ж галузі;
- 2) структура балансу підприємств (співвідношення поточних активів і пасивів – коефіцієнт покриття) подібна;
- 3) приблизно однаковий рівень виробничого ризику, ризику активів фірми (значення ROA, ROE%) та фінансового ризику (частка довгострокової заборгованості у структурі капіталу компанії);
- 4) компанія не залучена в переговори або у фактичний процес поглинання іншими компаніями, оскільки зазвичай це впливає на нормальну продажну ціну неконтрольного пакета акцій.

Визначення капіталізованої вартості підприємства порівняльним підходом ґрунтується на використанні цінних мультиплікаторів – коефіцієнту, що показує співвідношення між ринковою ціною підприємства або акції та фінансовою базою. По суті, фінансова база оцінного мультиплікатора є вимірником, що відображає фінансові результати діяльності підприємства, до яких належать прибуток, виручка від реалізації. У даному випадку йдеться про капіталізовану вартість неконтрольного пакета акцій підприємства (меншої частки). Він відображає рівень вартості при високому ступені ліквідності. Для того щоб отримати вартість оцінюваного паке-

та, необхідно врахувати відповідні премії та знижки. Згідно з американськими стандартами звітності (GAAP) і положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку (П(С)БО) принципи обчислення прибутку відрізняються один від одного. Оскільки українські компанії не відображають у бухгалтерській звітності (форма № 2) справжньої величини виручки й основна частина продукції продається торговельним домам, що належить загальній структурі компанії, то доцільно використовувати такі мультиплікатори при оцінці ринкової вартості металургійної компанії:

$$MC / S = [\text{капіталізація}] / [\text{собівартість}], \quad (13)$$

де [собівартість] – це собівартість без обліку комерційних і управлінських витрат (sellinggeneralandadministrativeexpenses), оскільки даний вид витрат відноситься на фінансовий результат.

Слід зазначити, що дана модель вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління підприємства враховує такі чинники впливу на капіталізацію: залучення ресурсів у ринковий оборот і створення вартості, здатної приносити додаткову вартість; доцільність переведення частини новоствореної вартості у капітал, тобто у вартість, що приносить додаткову вартість, які формалізують процеси створення доданої вартості в сучасних умовах з урахуванням управлінського, економічного, фінансового, податкового, облікового аспектів.

В підсумку запропонована модель пов'язує капіталізацію із процесами формування та функціонування капіталу металургійних підприємств. Капіталізоване підприємство характеризується зростанням його вартості, що виступає індикатором його конкурентоспроможності та джерелом економічного зростання. Даний підхід (модель) ураховує поступовий вплив на два види капіталізації.

На першому етапі відбувається збільшення елементів реального капіталу (приріст реальної капіталізації проявляється як одна з форм його нагромадження/зростання). Форми та методи управління процесом вимірювання капіталізації в основному зосередженні на прирості реальної вартості, збільшенні величини прогресивних форм виробничих фондів, тобто фізичному зростанні інноваційно орієнтованих техніко-технологічних ресурсів. При цьому все це характеризується певними просторовими та часовими параметрами, які змінюються відповідно до кінцевої мети функціонування реальних бізнес-структур – запровадження принципів сталого розвитку.

На другому етапі враховується збільшення фіктивної капіталізації. Зовнішні чинники, які формуються на фондовому ринку та визначаються котируванням акцій. Збільшення ринкової вартості акцій та вартості. Капіталізація в даному випадку ініціюється не внутрішнім менеджментом капіталу, а зовнішніми біржовими структурами, що здійснюють котирування акцій. На очікування зацікавлених сторін впливає як галузева ситуація, так і внутрішні процеси на підприємстві, тобто напрями стратегії розвитку: розширення продуктової лінії, створення нових каналів збуту і зміцнення наявних; підтримання принципів сталого розвитку (вплив яких ураховано в моделі).

Висновок

Запропонована модель вимірювання капіталізації підприємства в системі стратегічного управління дозволяє довести, що в довгостроковій перспективі врахування принципів

СОЦІАЛЬНО-ТРУДОВІ ПРОБЛЕМИ

сталого розвитку забезпечує зростання вартості підприємства на основі синергетичного ефекту ресурсних, інституційних, екологічних, технологічних та соціальних чинників.

Список використаних джерел

1. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance / A. Rappaport. – N.Y.: Free Press, 2000.
2. Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers / B. Stewart. – N.Y.: Harper Business, 1991.
3. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин. – 2-е изд., стереотип. – М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 565 с.
4. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / М. Скотт; пер. с англ. А.Н. Исленко. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 432 с. – (Мастерство).
5. Брюховецька Н.Ю. Економічний механізм підприємства в ринковій економіці: методологія і практика / Н.Ю. Брюховецька. – Донецьк: ІЕП НАН України, 1999. – 276 с.
6. Капитализация предприятий: теория и практика: моногр. / под ред. И.П. Булеева, Н.Е. Брюховецкой; НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти; ДонУЭП. – Донецк, 2011. – 328 с.
7. Геець В.М. Пріоритети національного економічного розвитку в контексті глобалізаційних викликів: моногр. / В.М. Геець; у 2 ч. / за ред. В.М. Гейця, А.А. Мазаракі. – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2008. – Ч. 1. – 389 с.
8. Капіталізація економіки України: наук. доп. / В.М. Геець, А.А. Гриценко, О.І. Барановський та ін.; Ін-т економіки та прогнозування НАН України. – К., 2007. – 218 с.
9. Козоріз М.А. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми / М.А. Козоріз, К.С. Калинець // Регіональна економіка. – 2008. – № 4. – С. 157–162.
10. Козоріз М.А. Управління розвитком підприємств на основі їх капіталізації [Електронний ресурс] / М.А. Козоріз, В.І. Ткачик. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/en_re/2010_7_3/16.pdf
11. Шумська С.С. Капіталізація економіки: системний підхід та методологічні напрями дослідження [Електронний ресурс] / С.С. Шумська. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/et/2012_1/3_Shum.pdf
12. Євтух О.Т. Теорія вартості через призму фінансів / О.Т. Євтух // Фінанси України: науково-теоретичний та інформаційно-практичний журнал Міністерства фінансів України. – 2005. – № 11. – С. 7–21.
13. Самсонова Л.И. Проблемы капитализации компании в условиях цикличности развития экономических процессов [Электронный ресурс] / Л.И. Самсонова // Микроэкономика. – 2011. – № 4. – С. 115–123. – Режим доступа: <http://elibrary.ru/item.asp?id=16963346>
14. Момот Т.В. Вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління акціонерними товариствами: теорія, методологія і практика: дис. ... д-ра екон. наук: 08.07.03 – економіка будівництва / Момот Тетяна Валеріївна; Харків. нац. акад. міського господарства, 2006. – 426 с.
15. Дранко О.И. Выбор стратегии роста компании на основании критерия максимизации ее стоимости: непрерывный случай / О.И. Дранко, В.С. Романов // Электронный журнал «Исследования в России». – 2006. – С. 1107–1117. – Режим доступа: <http://zhurnal.ape.relearn.ru/articles/2006/447.pdf>