

УДК 658.152

О. С. Афанов,  
аспірант кафедри "Економіки підприємства та підприємництва",  
Хмельницький національний університет

## ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ПОТЕНЦІАЛ ПІДПРИЄМСТВА: ЯКІСНА ОЦІНКА З ПОЗИЦІЙ VBM

**У статті пропонується теоретико-методологічний підхід до якісної оцінки інвестиційного потенціалу підприємства. Запропоновано новий підхід, використовуючи мультиплікатор  $Q$  Тобіна, а також сучасний, в рамках концепції управління вартістю компанії (VBM).**

**The article proposed a theoretical and methodological approach to qualitative assessment of the investment potential of the company. A new approach using a multiplier Tobin  $Q$ , and current, within the concept of cost management (VBM).**

*Ключові слова: інвестиційний потенціал підприємства, ринкова вартість, балансова вартість, мультиплікатор  $Q$  Тобіна, управління вартістю.*

### ВВЕДЕННЯ

Сучасний стан розвитку вітчизняної економіки в порівнянні з іншими економічними системами пострадянських держав свідчить про незадовільний стан становлення державних інститутів у цілому до проблеми розвитку підприємництва в Україні. Фактично ми спостерігаємо поступовий тиск владних структур на бізнес. Приведемо єдиний факт, який 23.06.2010 року був оприлюднений Національним інститутом стратегічних досліджень [6]: "Согласно международным исследованиям, предприниматели Украины за год платят в общей сумме 147 налогов. Для сравнения: в России предприниматели за год платят 11 налогов, в Польше — 40, США — 10, Чехии — 12, Беларуси — 107, Франции — 7, Китае — 7. В Украине одна из крупнейших налоговых нагрузок в мире. Мы занимаем 183 место из 183 стран в этом плане". За таких умов розвиток вітчизняного підприємництва практично виходить за рамки можливого. Крім того, останні пропозиції КМ України щодо оподаткування доходів, отриманих фізичними особами за депозитними вкладками на рівні 5%, починаючи з 2013 року, взагалі може призвести до колапсу в банківській системі, а як наслідок — до другої хвилі фінансово-економічної кризи. За даних обставин більшістю аналітиків висловлюється думка про те, що подальший розвиток економіки України не можливий без принципового перегляду державної політики в цілому. Зазначене знижує інвестиційну активність підприємницьких структур, насамперед малого та середнього бізнесу.

У таких "критичних" умовах розвитку бізнесу на перше місце має виходити перегляд класичних (традиційних) підходів до якісних характеристик оцінки бізнесу, а саме, інвестиційного потенціалу.

### ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Останнім часом спостерігається поступовий перегляд підходів до оцінки бізнесу, відхід від традиційних обліково-витратних методів. У менеджменті відомим є тезис про те, що чільною фінансовою метою організації виступає зростання її цінності для власників (акціонерів). Ключовим рішенням для виміру якості інвестиційного проекту є прийняття рішення про вибір основного показника результатів діяльності організації (одного показника або комплексу таких показників). Одним з таких показників може стати відношення ринкової вартості підприємства до балансової вартості, тобто фактично зміна ефективності використання активів підприємства внаслідок інвестиційної діяльності.

### РЕЗУЛЬТАТИ

В якості основи такої оцінки використаємо загальновідомий мультиплікатор  $Q$  Тобіна, який був розроблений Лауреатом Нобелівської премії Джеймсом Тобіном, який запропонував свій мультиплікатор в якості альтернативи традиційним фінансовими показниками вартості, порівнявши ринкову вартість активу з вартістю його заміщення  $rc$  (replacement cost). Сучасними практиками мультиплікатор використовується для передбачення інвестиційної політики. На рис. 1 наведено найбільш відомі напрямки використання [5].

У своєму первісному вигляді мультиплікатор розраховується за формулою (1):

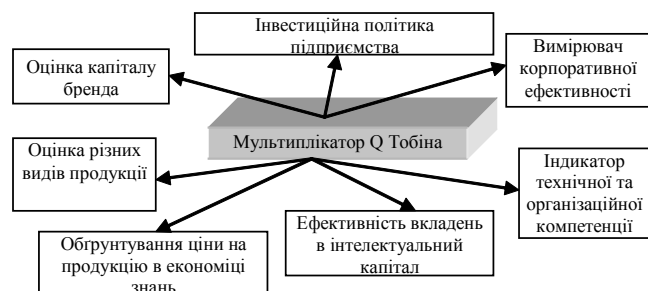
$$Q = \frac{MV}{rc} \quad (1)$$

де  $MV$  — ринкова вартість,  
 $rc$  — вартість заміщення.

У зв'язку з тим, що за формулою (1) мультиплікатор розраховується рідко через наявні складнощі розрахунку вартості заміщення, то зробимо його оцінку більш доступним способом, використовуючи значення балансової вартості як орієнтир вартості заміщення, як це показано в роботі [3]. Крім того, з нашої точки зору, логічно до балансової вартості додати значення зносу на дату оцінки.

Таким чином, формула (1) набуде наступного вигляду:

$$Q = \frac{MV}{BV + D} \quad (2)$$



**Рис. 1. Напрямки використання мультиплікатора Тобіна**

де  $BV$  — балансова вартість;

$D$  — знос на момент оцінки.

У даному вигляді мультиплікатор  $Q$  фактично показує ефективність використання активів на момент здійснення оцінки. З виразу (2) видно, що за умови  $Q > 1$  спостерігається ефективне використання активів, а при  $Q > 1$  відсутнє ефективне використання активів.

Таким чином, можна визначити зміну ефективності використання активів підприємства ( $\Delta Q$ ) внаслідок реалізації інвестиційного проекту, який запишемо у наступному вигляді:

$$\Delta Q = Q_{ip} - Q \quad (3),$$

де  $Q_{ip}$  — значення мультиплікатора після реалізації інвестиційного проекту;

$Q$  — значення мультиплікатора до реалізації інвестиційного проекту.

На сьогодні більшість компаній в Україні, які показують стійку тенденцію зростання, мають значення мультиплікатора від 1,5 до 2. Хоча, якщо взяти середні галузеві значення, то вони коливаються на рівні від 1,15 до 1,35.

З вищевикладеного можливо зробити висновок про те, що в разі нульового значення  $\Delta Q$ , а це свідчить про відсутність підвищення ефективності використання активів, унаслідок реалізації інвестиційної політики такі проекти мають бути відхилені. Фактично в цьому випадку маємо справу з екстенсивним шляхом розвитку організації.

Як окрему наукову задачу, яка має практичне використання, ми пропонуємо створення системи значень мультиплікатора  $Q$  для підприємств різних організаційно-правових форм та галузевої спрямованості. Вирішення вказаної задачі допоможе менеджерам-практикам у аналізі інвестиційної політики підприємств та прийнятті адекватних рішень, заснованих на вартісно-орієнтованому підході до корпоративного управління.

Слід зазначити, що однією з проблем використання мультиплікатора є впровадження на підприємстві вартісно-орієнтованих показників. Однак, вітчизняними науковцями такий підхід здебільшого асоціюється з концепцією управління компанією з метою створення вартості для акціонерів через механізми ринку цінних паперів. Невелика кількість дійсно "відкритих" українських компаній визначається відсутністю попиту. Навіщо "закритим" українським акціонерним товариствам і товариствам з обмеженою відповідальністю технологія управління, коли об'єкт керування відсутній? Однак, поглянемо на цей момент з точки зору іншого визначення вартості, а саме вартість може визначатись через ринкову капіталізацію. У широкому сенсі, це оцінка досягнутого положення на ринку. При цьому розглядається поточний стан і потенціал розвитку на чотирьох основних ринках, де до боротьби залучені сучасні компанії: ринку продукту, ринку капіталу, ринку трудових ресурсів і ринку корпоративного управління і контролю. Із зазначеного можна зробити наступні висновки:

— по-перше, відсутність можливості або необхідності оцінки ринкової капіталізації не впливає на необхідність вести конкурентну боротьбу з іншими учасниками ринку;

— по-друге, будь-який бізнес має вартість, незалежно від того, котируються акції компанії чи ні, наприклад, приватними залишилися такі міжнародні гіганти, як мережа супермаркетів Wall-Mart і виробник програмних продуктів SAS Institute, однак, безсумнівно, вартість їх бізнесів відрізняється від балансової вартості їх активів;

— по-третє, коли в рамках "закритої" компанії будуть вичерпані інструменти конкуренції на ринку капіталу або пропаде можливість подальшої діяльності, доведеться вступити в конкурентну боротьбу на ринку корпоративного управління і контролю. До цього часу вже необхідно мати хороші конкурентні позиції на ринках продукту і трудових ресурсів, систему управління і персонал, здатні інтегрувати нові інструменти і ефективно вирішувати нові завдання.

Таким чином, управління вартістю в інтересах акціонерів є лише окремим випадком застосування інструментарію, що складає основу вартісно-орієнтованого управління.

Відомо, що сучасний фінансовий світ фактично розділився на два табори в залежності від ставлення до форми потоків, що створюють вартість компаній. Так, Т. Коупленд зі співавторами наводять розділ, присвячений грошовим потокам як ефектам, що визначають вартість бізнесу і відповідно власного капіталу [2], натомість А. Блек, Ф. Райт, Д. Бекмен і Д. Девіс озаглавлює аналогічну частину своєї монографії "Profit is an option; cash is a fact" — "Прибуток — це можливість; гроші — це факт" [1]. У той же час Б. Стюарт, творець та ідеолог економічної доданої вартості т.з. показника EVA, також дає назву параграфу у вступі до своєї класичної роботи — "Abandon cash flow!" — "Геть грошові потоки!" [4].

Зрозуміло, що ставлення до грошових потоків/прибутку як до можливої бази для створення вартості є критичним. Тому для первинної класифікації VBM-показників як критерій ми пропонуємо наступну базу для розрахунку: бухгалтерські показники прибутку й інвестованого капіталу, грошові потоки, зовнішні, тобто безпосередньо ринкові, оцінки результатів діяльності. На підставі викладеного вартісно-орієнтовані показники можливо поділити на три групи:

- група 1 — показники результатів діяльності, засновані на бухгалтерських (балансових) оцінках і показниках;
- група 2 — показники результатів діяльності, засновані на грошових потоках;
- група 3 — показники результатів діяльності, засновані безпосередньо на ринкових оцінках.

При такому жорсткому класифікаційному критерію можливі і проміжні варіанти, коли в показнику результатів спостерігається деяке змішання грошової та бухгалтерської бази оцінки. Однак, у випадку змішаної бази той чи інший показник за логікою розрахунку і філософії застосування все ж таки тягьє до одного з полюсів. Приміром, є показник EVA нами віднесений до першої, а показник NEI (Net Economic Income — чистий економічний дохід) — до другої групи.

## ВИСНОВКИ

Запропонований погляд на застосування мультиплікатора  $Q$  Тобіна дозволяє використати його у вигляді якісної оцінки інвестиційного потенціалу підприємства. Впровадження системи вартісно-орієнтованих показників, які фактично є складовими оцінки інвестиційного потенціалу підприємства, дозволяє менеджерам не звужувати погляди на розвиток організації, а, навпаки, прогнозувати вплив різних факторів на його вартість.

## Література:

1. Black A. In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance / A. Black, P. Wright, J. Bachman, Davis Financial Times. — London, 1998.
2. Copeland T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. / T. Copeland, T. Koller Murrin J. John Wiley & Sons. — N. Y., 1995.
3. Claessens S. Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. / S. Claessens, S. Djankov, G. Pohl // World Bank Working Paper. — 1996. — № 1737.
4. Stewart B. 1999. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers / B. Stewart Harper Business. — N. Y.
5. Кузьмин А.И. О некоторых направлениях применения мультипликатора  $Q$  Тобина // Экономика: проблемы теории та практики. Збірник наукових праць. Випуск 247: в 5т. Том I. — Дніпропетровськ: ДНУ, 2009. — С. 158—162.
6. "Українські підприємці платять найбільші податки у світі: [http://www.utro.ua/ua/ekonomika/ukrainskie\\_predprinimateli\\_platyat\\_samy\\_e\\_bolshie\\_nalogi\\_v\\_mire1277-303816](http://www.utro.ua/ua/ekonomika/ukrainskie_predprinimateli_platyat_samy_e_bolshie_nalogi_v_mire1277-303816)

Стаття надійшла до редакції 07.07.2010 р.