

ОЦІНКА ФАКТОРІВ ВПЛИВУ НА ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ

Наталія Грапко,
здобувач кафедри
фінансів
підприємств ДВНЗ
«Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

У статті провадиться дослідження факторів, які впливають на вартість компанії за різних економічних умов. Висвітлено специфіку застосування факторного аналізу вартості підприємств. Обґрунтовано низку пропозицій щодо наявності та підпорядкованості факторів вартості залежно від ланцюга створення вартості.

Вартісно-орієнтоване управління належить до новітньої концепції корпоративного управління, яка поступово втілюється на вітчизняних підприємствах. Запровадження вартісно-орієнтованої системи управління корпоративними фінансами передбачає вивчення ланцюжка створення вартості та аналіз факторів, що на неї впливає. Фактор вартості – це змінна, яка впливає на вартість підприємства [1, с. 298; 22, с. 237]. Фактори вартості трактуються як зовнішні чинники, що впливають на результативність роботи підприємства [3, с. 5-15], у вузькому розумінні факторами вартості вважаються зростання товарообороту та інвестиційна політика, внаслідок яких створюється вартість компанії [4, с. 68]. Велику увагу дослідженню економічної сутності факторів створення вартості приділено в наукових роботах Коупленда Т., Мурина Дж., Колера Т., Хоупа Д., Уолша К., Скотта М., [5, с. 96; 6, с. 432; 7, с. 52; 8, с. 112], де також розглядаються аспекти їх практичного застосування.

Водночас у вітчизняній науково-практичній літературі спостерігається дефіцит досліджень у цьому напрямку. Метою пропонованої статті є визначення субпідрядності та ступеня впливу на зростання вартості підприємства, проведення декомпозиції за функціональними особливостями діяльності та за рівнями ієрархії організаційної структури факторів створення вартості.

Аналіз науково-практичних джерел дозволяє виділити три основні способи виявлення факторів, які впливають на вартість підприємства:

- 1) шляхом аналізу послідовності (ланцюжка) створення вартості;
- 2) на основі аналізу джерел вартості;

3) через побудову дерева факторів вартості.

Перший спосіб запропоновано Скоттом М. Підхід передбачає, що для виявлення факторів, що впливають на вартість підприємства, потрібно знати характерну для них послідовність створення вартості. Вона являє собою логічно впорядковану послідовність видів діяльності, що беруть участь у створенні вартості. Іншими словами, послідовність створення вартості – це комплекс задач, котрий необхідно виконати для того, щоб позиціонувати продукт чи послугу на ринку.

По суті, визначення послідовності створення вартості є стратегічно важливим завданням, реалізація якого дозволяє сконцентрувати увагу взагалі на бізнес-одиноці та на окремих її сегментах, котрі впливають на зміну вартості компанії. Значний вплив на ефективність функціонування підприємства у контексті створення вартості справляють наступні фактори: виробнича діяльність, маркетингова, фінансова, інноваційна, діяльність з управління персоналом, упровадження інформаційних технологій на підприємстві, плідний діалог із органами державної та муніципальної влади. Процес виявлення факторів вартості передбачає комплексне дослідження умов ведення бізнесу, як це видно на рис.1.

Вищенаведені чинники носять загальноекономічний характер та можуть бути використані при аналізі створення цінності та оцінці ефективності діяльності підприємства за функціональними напрямками.

Другий підхід до визначення факторів створення вартості засновується на тому, що існує три групи джерел

зростання акціонерної вартості: фінансові, маркетингові та організаційні. Згідно із П. Дойлем [9, с. 318-336], фінансові джерела вартості являють собою управлінські цілі. Але для того, щоб досягти підвищення обсягів продажу, отримати більш високий прибуток та прийняти правильне інвестиційне рішення, необхідним заходом є розроблення стратегії. Маркетингові стратегії сфокусовані на виборі привабливих ринків та створення окремих переваг.

Маркетингові переваги базуються на знанні ринку, торговельних марках, лояльності споживачів продукції та відносинах із контрагентами. Усе це називається маркетинговими джерелами вартості. Для розроблення та впровадження цих стратегій підприємству необхідні організаційні джерела вартості — його стержневі здібності, навички, системи, мотивація та лідерство.

Таким чином, аналіз джерел вартості дозволяє виявити основні фактори, що впливають на вартість підприємства. Однак його доцільно проводити у рамках дослідженої акціонерної вартості, а пошук та виявлення факторів зростання вартості із метою організації управління вартістю варто здійснювати за методом ланцюжка створення вартості з наступною декомпозицією за рівнями ієрархії організаційної структури або шляхом побудови дерева факторів вартості.

Третій спосіб визначення факторів вартості було запропоновано Т. Коуплендом, Т. Колером та Дж. Муррином [10, с. 319-324]. Головним принципом побудови дерева факторів вартості є розміщення в основі одного із ключових показників. Перевагою побудови дерева факторів вартості є взаємозв'язок ключового фактора вартості із показниками на певній стадії виробництва, тобто безпосередньо тими змінними показниками, які використовуються при оперативному плануванні.

Класифікація факторів вартості за критеріями їх субпідрядності між собою та сутності мають на меті полегшити процес аналізу, розроблення та впровадження системи факторів у межах реалізації вартісно-орієнтованого підходу до управління компанією. Починаючи із виявлення факторів створення вартості у конкретних умовах діяльності компанії, їх теоретичного вираження, побудови системи основних та супідрядних факторів (дерева факторів вартості) та класифікації їх за особливими ознаками, аналіз факторів вартості дає змогу відповісти на ряд першочергових запитань: визначення джерела створення вартості, характеру взаємодії факторів та вартості підприємства та принципу побудови дерева факторів вартості від найвищого до найнижчого рівнів.

Крім цього, для визначення механізмів впливу на створення вартості



Рис. 1. Схема виявлення факторів вартості (джерело: побудовано на підставі [7, с. 210-212])

пропонується використати підхід до аналізу факторів вартості, який ґрунтується на таких припущеннях: а) підприємство являється вартісно-орієнтованою системою; б) вартість є критерієм ефективності цієї системи.

Ідеологічним підґрунтям даного підходу є теза, згідно з якою найбільша увага при аналізі має приділятися саме тим факторам, котрі справляють більший (ніж інші фактори) вплив на вартість компанії та з погляду досягнення кінцевого результату є найбільш ризиковими. Розмістивши усі фактори вартості у порядку зменшення ступеня їх впливу на кінцеву вартість, стає очевидним, що важливішими для успішного управління є фактори, що розташовані на початку такого ряду. Оскільки вплив факторів може призводити як до зростання, так і до зменшення вартості, дана ієрархічна система впорядковується за модулем значення ступеня впливу та є змішаною. Визначення ступеня чутливості вартості до того чи іншого фактора дозволяє оптимізувати зусилля та напрям діяльності менеджменту для досягнення кінцевої мети – приросту акціонерної вартості.

Даний аналіз факторів вартості пропонується провадити на основі інформації, що міститься у фінансовій звітності, а також даних управлінської звітності.

У загальному вигляді вартість компанії розраховується через фактори її формування, що описується такою формулою:

$$E_b = E(\Phi_1, \dots, \Phi_n), \quad (1)$$

де E_b – внутрішня вартість бізнесу;
 E – балансова вартість бізнесу;

Φ_n – n -й фактор вартості.

Фактори-показники, які чинять вплив на ефективність роботи підприємства та його вартість, здебільшого мають специфічний характер. Їх слід розглядати у чітко визначених межах впливу на компанію. Зважаючи на потребу в універсалізації, сукупність факторів вартості слід розглядати як систему, побудова якої не визначається сферою застосування [11, с. 49]. Для дотримання логічної послідовності потрібно оцінювати будь-який фактор, зміна якого матиме істотний вплив на динаміку вартості компанії. Відповідно до вищесказаного, дана ієрархічна

система буде мати нескінченну кількість підрівнів. Тому найвпливовіші фактори з погляду на їх вплив на вартість будуть віднесені до першого рівня ієрархії [10, с. 324]. У даному дослідженні ступінь її розгалуженості буде дещо обмежений у зв'язку із потребою у практичному застосуванні. Тому до системи не буде включено ті фактори, які не мають суттєвого впливу на зміну вартості. Слід зазначити, що деякі фактори вартості, такі як зростання обсягу продажів, прибутку від основної діяльності, оборотності капіталу внаслідок важливості їх для практично будь-якого бізнесу відіграють важливу роль у будь-яких системах.

Проведемо загальну оцінку факторів вартості на прикладі металургійної галузі України. Фактори впливу на вартість підприємств металургійного комплексу варто поділити на дві групи: зовнішні та внутрішні. До першої належать фактично неконтрольовані чинники, котрі можуть суттєво впливати на обсяги реалізації продукції, і можуть призвести до появи чи навпаки – втрати ринку збуту. Внутрішні варто поділити на дві групи: контрольовані та неконтрольовані. До останньої підгрупи належать чинники, які не підпадають під безпосередній вплив: політична ситуація, податкова політика держави та ін. Звичайно, такі зміни носять тимчасовий характер, проте варто зауважити, що внаслідок політичної нестабільності у державі компанії-резидента вона становитиме менший інтерес для закордонних інвесторів.

Вважаємо, що до регулюючих факторів вартості металургійних підприємств слід віднести більшість із окреслених вище чинників. Докладніше розглянемо фактори фінансового та економічного характеру. Оскільки операційна діяльність підприємств галузі носить виробничий характер, також будуть розглянуті фактори, що впливають на прибутковість та рентабельність виробництва (витрати, обсяги виробництва, витрати ресурсів, обсяги виробництва, асортимент).

В процесі аналізу можна запропонувати побудову тривірневої системи факторів вартості металургійного підприємства (рис. 2)

1-ий – загальний рівень (отриманий від операційної діяльності прибуток у

поєднанні із показником інвестованого капіталу є основою для розрахунку рентабельності інвестицій);

2-ий – рівень бізнес-одиниць (клієнтська база, операційний дохід та ін.);

3-ій – оперативний рівень (прив'язка факторів вартості до конкретних рішень на рівні менеджерів середньої та нижчої ланок та їх реалізація).

У рамках запропонованого підходу оптимальним вибором у якості математичної бази є представлення факторів вартості функцією багатьох змінних та подальшим їх розкладом у ряд Тейлора. Доцільність застосування підходу полягає у тому, що оскільки вартість являє собою величину, що залежить від низки факторів, то присвоюючи їм невеликі значення відносного приросту, можна вплинути на величину вартості. Ступінь приросту вартості відносно приросту фактора – це чутливість вартості компанії до факторів, які на неї впливають.

Виведемо формулу для визначення коефіцієнта чутливості вартості, користуючись рядом Тейлора. Вважатимемо, що для вартості як функції багатьох змінних зберігаються умови неперервності та існування похідних першого порядку по кожному із факторів.

Розкладемо показник вартості підприємства у ряд Тейлора до першого члена.

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

де ΔE – приріст вартості бізнесу;

Φ – значення фактора Φ ;

$\Delta \Phi$ – приріст фактора Φ .

Коефіцієнт перед приростом фактора показує реакцію вартості на зміни значення даного фактора на одиницю. Якщо у якості фактора вартості вибрано обсяг реалізації, то коефіцієнт покаже, на скільки грошових одиниць зміниться вартість компанії, коли буде продано додаткову одиницю товару.

При застосуванні даних коефіцієнтів виникає незручність, яка полягає у тому, що їх неможливо порівняти один з одним, оскільки фактори, котрі вони представляють, не корелюють у якісному вимірі між собою. Для того, щоб подолати дану незручність, перетворимо формулу (2), ввівши до неї відносні величини:

$$\frac{\Delta E}{E} \cong \sum_{\Phi} \frac{\partial E}{\partial \Phi} \cdot \frac{\Phi}{E} \cdot \frac{\Delta \Phi}{\Phi}, \quad (3)$$

де E – очікувана вартість бізнесу E ;

Φ – очікуване значення фактора Φ .

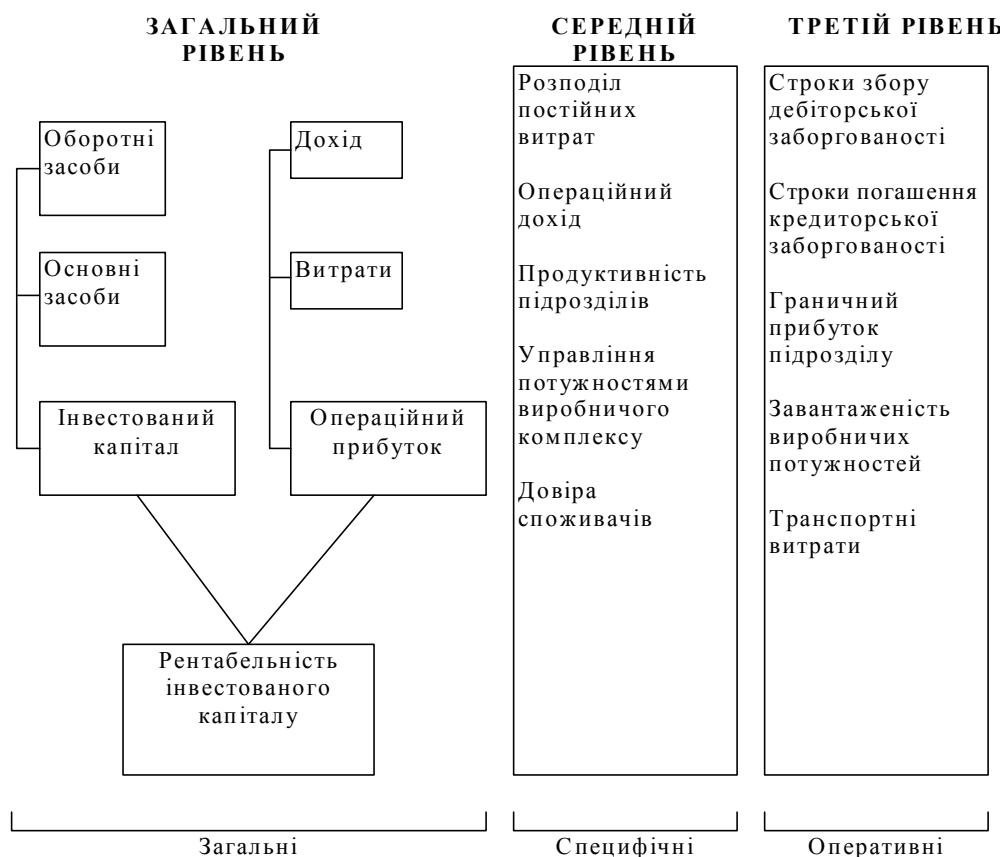


Рис. 2. Визначення факторів вартості на різних рівнях діяльності організації. (Складено автором на підставі опрацювання: [7, с. 68-96]).

Даний вираз характеризує зв'язок між зміною факторів та вартістю капіталу, яка у загальному випадку не є лінійною. У разі незначних змін факторів прийнятним є застосування лише лінійного наближення значень. Для визначення похибки у розрахунках з використанням формули можна виразити остаточний член розкладу у формі Лагранжа, перетворюючи його до безрозмірного вигляду. Вираз перед відносною зміною фактора і є коефіцієнтом чутливості вартості капіталу до приросту цього фактора:

$$K_{\Phi} = \frac{\partial E}{\partial \Phi} \frac{\Phi}{E}, \quad (4)$$

де K_{Φ} – коефіцієнт чутливості вартості капіталу до приросту фактора Φ .

Отриманий коефіцієнт можливо застосовувати для порівняння впливу на вартість підприємства різних за своєю природою факторів.

Перепишемо вираз (3) із урахуванням (4):

$$\frac{\Delta E}{E} = \sum_{\Phi} K_{\Phi} \frac{\Delta \Phi}{\Phi}. \quad (5)$$

Очевидно, що завдяки алгоритму (5) можна оцінювати не лише ступінь впливу змін окремих факторів на вартість, а й безпосередньо визначати приріст вартості. Для цього потрібно здійснити наступні перетворення: вартість із знаменника лівої частини рівняння перенести у чисельник правої частини:

$$\Delta E = E \sum_{\Phi} K_{\Phi} \frac{\Delta \Phi}{\Phi}. \quad (6)$$

Розглянемо переваги та особливості практичного застосування запропонованого методу аналізу чутливості вартості компанії до факторів, що її визначають. По-перше, даний підхід сприятиме полегшенню процесу обробки економічних даних та прийняття на цій основі управлінських рішень. Метод дозволяє згладити гострі кути, які виникають унаслідок невідповідності звітної інформації вимогам оцінки. По-друге, у деяких випадках можна відмовитися від процедури порівняння ринкової та внутрішньої вартостей підприємства для виявлення різниці між ними. Таким чином зусилля менеджменту можна сконцентрувати на пошуку уп-

равлінських рішень та розробці стратегії довгострокового зростання. По-третє, підхід до виявлення факторів засновується на розкладі у ряд функції чисельних змінних та дозволяє одночасно врахувати мінливість, властиву деяким окремим факторам, та можливість впливу на них.

Оскільки вартісно-орієнтоване управління реалізується шляхом оцінювання та здійснення впливу на фактори вартості у порядку їх пріоритетності, фактор у відношенні якого вартість є найбільш чутливою, справедливо можна вважати найризикованішим. Але це не означає, що при управлінні ризиками та факторами вартості увага звертається на одні і ті ж самі обставини. Річ у тім, що фактори вартості поділяються на зовнішні та внутрішні. Ступінь впливу менеджменту компанії на фактори, які формуються зовнішнім середовищем, є мінімальним. Саме тому акцентувати основну увагу на них є не виправданим. Яскравим прикладом цього є ставка податку. Якщо на підприємстві використовуються законні способи зниження податкового навантаження, то мало ймовірно є те, що вдасться досягнути його полегшення. Тому для врахування подібних ситуацій потрібно ввести ще одну характеристику – керованість.

У контексті управління вартістю поняття «керованість» характеризує здатність менеджменту цілеспрямовано впливати на величину співвідношення $\Delta \Phi / \Phi$. Дана категорія характеризується двома аспектами: затраченими зусилля на досягнення бажаних змін та величиною максимального впливу на фактори вартості. Саме другий аспект зручно виразити за допомогою математичних нерівностей. Якщо порівняти здатність до керування потоком доходів та ставкою податку, то у більшості випадків зусилля спрямовані на підвищення ефективності операційної діяльності, вдосконалення тарифної політики, оптимізації дебіторської заборгованості дадуть більший ефект, ніж спроби «зеконотити» на сплаті податків.

ВИСНОВКИ

У статті розглянуто фактори, які впливають на створення вартості компанії. Встановлено, що їх наявність та підпорядкованість залежать від того, з якої точки зору розглядати послідовність (ланцюжок) створення вартості. Наприклад, коли йдеться про можливість збільшення виручки від реалізації за рахунок оптимізації процесу виробництва та реалізації товару чи послуги – варто говорити про створення ринкової вартості компанії. У разі, коли йдеться про підвищення цін акцій підприємства на фондовій біржі та створенні вартості для власників цінних паперів – мова про створення додаткової акціонерної вартості, що досягається іншими специфічними інструментами. Відповідно у цій ситуації фактори вартості будуть засновуватися на інших показниках.

Пропонована аналітична модель дерева факторів впливу на вартісно-орієнтовані показники враховує рентабельність інвестованого капіталу, обсяги операційної діяльності, постійні та змінні витрати, зміни в дебіторській заборгованості, рентабельність продажів та ризики фінансування (середньозважену вартість капіталу). Модель спрямована на визначення внеску окремих центрів відповідальності у створення вартості та підвищення ефективності фінансових рішень у цілому по підприємству.

Модель вартісно-орієнтованого управління корпоративними фінансами має включати дерево вартісних показників, а також механізм їх інтеграції у систему планування фінансово-господарської діяльності підприємства. Враховуючи вищевикладене, система управління поведінкою суб'єктів внутрішньовиробничих фінансових відносин має передбачати схему матеріального заохочення персоналу, яка містить постійну та змінну частину. Змінна частина має бути прив'язана до вартісно-орієнтованих показників та залежати від особистого внеску суб'єктів внутрішньовиробничих фінансових відносин у реалізацію стратегічної політики створення доданої вартості на підприємстві.

Література

1. *Котова М.В., Шаповал С.С.* Обновление методики расчетов ставки дисконтирования в отечественной практике / М.В. Котова, С.С. Шаповал // *Економічний простір*. – 2009. – № 22/1. – С. 92-98.

1. *Мендрул О.Г.* Управление вартістю підприємств: Монографія // Мендрул О.Г. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.

2. *Хачатурян Ф.* Повышение стоимости участия акционеров: оптимальные модели управления / Ф. Хачатурян // *Український інвестиційний журнал «Welcome»*. – 2000. – №2. – С. 5-15.

3. *Липсиц И.В.* Инвестиционный проект: методы подготовки и анализа: Учебно-справочное пособие / И.В. Липсиц, В.В. Коссов. – Москва: Издательство БЕК, 1996. – 304 с. – (Экономика и право).

4. *Економіка підприємства: підручник* / [за ред. С.Ф. Покропивного]. – К.: Вид-во «Хвиля-Прес»; Донецьк: Мале підприємство «Поиск»; Т-во книголюбів. – 1995. – 400 с. – (Вища освіта ХХІ століття).

5. *Мескон М.Х.* Основы менеджмента / Мескон М.Х., Альберт М., Хедоури Ф.: пер. с англ. А.С. Федоров. – М.: Дело, 1992. – 702 с. (Теория и практика менеджмента).

6. *Скотт М.* Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов стоимости / Скотт М.; пер с англ. под ред. Е.Н. Лобановой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 432 с.

7. *Уолш К.* Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / Уолш К.; пер. с англ. В. Н. Егоров. – [2-е изд.]. – М.: Дело, 2001. – 359 с.

8. *Дойль П.* Маркетинг, ориентированный на стоимость / Дойль П.; [пер. с англ. под ред. Ю. Н. Каптуревского]. – СПб: Питер, 2001. – 480 с. – (Маркетинг для профессионалов).

9. *Коупленд Т., Коллер Т., Мури Дж.* Управление стоимостью компании / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мури // *Вестник McKinsey*. – 2002. – №1. – с. 34-51.

10. *Егерев И.А.* Стоимость бизнеса. Искусство управления / Егерев И.А. – М.: Издательство ДЕЛО, 2003. – 237 с. – (Университетский ученик).