
ПРИКЛАДНАЯ ЭКОНОМИКА И ФИНАНСОВАЯ СФЕРА

**ОЦІНКА ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА:
СТЕЙКХОЛДЕРСЬКИЙ ПІДХІД**

ДАВИДОВ Олександр Іванович, кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів та кредиту Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна

Постановка проблеми. Оцінка вартості є основою управління підприємством у відповідності до принципів максимізації його вартості.

Для ефективної реалізації вартісно-орієнтованої системи управління на мікрорівні економіки процес вимірювання вартості підприємства необхідно розглядати в площині відображення інтересів його стейкхолдерів, обґрунтування відповідного вартісного критерію результативної діяльності підприємства.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, виділення невирішених частин загальної проблеми. Останнім часом стейкхолдерський підхід до оцінки вартості підприємства досліджували такі вчені-економісти, як І. В. Івашковська [4; 5], Н. А. Мамонтова [7], В. А. Панков [11], Т. В. Теплова [10], М. Г. Чумаченко [11] та інші.

Разом з тим в системі оцінки недостатньо приділено увагу стейкхолдерській вартості підприємства; до кінця не вирішено проблему відображення інтересів різних категорій стейкхолдерів у підсумковій величині вартості підприємства; в межах реалізації стейкхолдерського підходу до оцінки вартості підприємства не конкретизовано належною мірою результативний критерій його функціонування з позицій зацікавлених осіб.

Мета дослідження — розкрити зміст оціночної стейкхолдерської вартості підприємства через обґрунтування критерію його результативної діяльності, що задає єдину проекцію виміру вартості підприємства з точки зору всіх зацікавлених сторін.

Основні результати дослідження. Сутність процесу оцінки зводиться до визначення вартості підприємства на конкретний момент часу.

Вартість підприємства виражає грошовий еквівалент цінності даного об'єкту оцінки, а цінність, в свою чергу, визначається корисністю через результативне функціонування підприємства як єдиного цілого з точки зору задоволення потреб економічних суб'єктів — користувачів властивостей цього особливого товару в ринковій економіці.

В сучасних ринкових умовах підприємство виступає центром взаємодії інтересів різних груп стейкхолдерів — власників підприємства (акціонерів), його кредиторів, менеджерів, персоналу, партнерів, а також держави (суспільства). Стейкхолдери чинять істотний вплив на ефективність функціонування підприємства, зацікавлені в результативній, з точки зору задоволення своїх потреб, діяльності даного суб'єкта господарювання.

Вартість підприємства в інтегрованому вигляді відображає внесок в її створення кожної з груп зацікавлених осіб, які розраховують на задоволення власних інтересів шляхом отримання відповідної вигоди від результативної діяльності підприємства. В той же час інтереси є найбільш рухомим і конфліктним елементом внутрішнього середовища фірми

(підприємства). Повне задоволення інтересів всіх зацікавлених сторін якщо і можливе, то на дуже короткому часовому інтервалі. Тому діяльність підприємства повинна передбачати механізм знаходження компромісу різнорідних інтересів [3, с. 112].

Стейкхолдерський підхід до оцінки означає вимірювання вартості підприємства з позицій відображення головної мети його функціонування через призму інтересів різних груп стейкхолдерів. Підсумком оцінки стає визначення величини стейкхолдерської вартості, що в сукупності характеризує очікування вигод усіма зацікавленими в діяльності підприємства особами.

На протигагу стейкхолдерському підходу до оцінки вартості підприємства концепція акціонерної вартості враховує інтереси тільки однієї категорії стейкхолдерів — власників підприємства (акціонерів). Дійсно, в результатах функціонування підприємства більше всього зацікавлені його власники, які виступають постачальниками капіталу, несуть значні ризики і претендують у зв'язку з цим на отримання додаткового доходу від діяльності підприємства. Проте при цьому інтереси інших стейкхолдерів не повинні виключатися з поля зору. Створення та зростання вартості для акціонерів (власників) як головна мета, реально актуалізується тільки на певній стадії розвитку компанії і її зовнішнього оточення [9, с. 48].

Акціонерну вартість слід розглядати як категорію довгострокового характеру, що пов'язана з тривалим періодом створення цінності для кінцевих її споживачів — акціонерів.

У черговості задоволення вимог учасників бізнесу останнім виявляється власник, який у зв'язку з цим несе відповідальність за стан бізнесу і задоволення потреб інших його учасників [8, с. 53].

У зв'язку з цим вартість підприємства повинна характеризувати не просто бажаний результат діяльності суб'єкта господарювання для власників, а й відображати ефективний спосіб його досягнення з точки зору задоволення інтересів всіх груп стейкхолдерів, включаючи власників підприємства. Орієнтація в діяльності підприємства на максимізацію його стейкхолдерської вартості дозволяє сформулювати зону толерантності для зацікавлених осіб. Під зоною толерантності розуміється область ефективного функціонування, в межах якої компанія (підприємство) задовольняє інтереси всіх своїх ключових груп впливу [6, с. 91].

Реалізація стейкхолдерського підходу до оцінки вартості підприємства пов'язана з обґрунтуванням конкретного критерію результативної діяльності підприємства з точки зору найбільш повного відображення в ньому інтересів різних груп стейкхолдерів. Причому в межах цього критерію інтереси стейкхолдерів розглядаються з позицій не максимізації, а отримання задовільного для них результату діяльності суб'єкта господарювання.

Таким критерієм повинна стати додана вартість, тобто заново створена живою працею вартість. Цю назву дана вартість отримала тому, що у процесі виробництва продукції нова вартість додається до витрат минулої, уречевленої праці [1, с. 119-120].

В результаті реалізації на ринку відбувається суспільне визнання корисності продукції підприємства і виявляється її вартість, яка включає до себе вартість, що перенесена із засобів виробництва (вартість минулої, уречевленої праці), і додану вартість. Додана вартість — це "...вартість, що створюється безпосередньо на підприємстві в процесі виробництва товарів, послуг, робіт за допомогою живої праці, додається до витрат проміжного споживання та, разом з останніми, формує вартість продукту, що виробляється. До витрат проміжного споживання відносяться витрати минулої уречевленої праці, а саме — частка витраченого основного капіталу (амортизація) та витраченого оборотного капіталу" [1, с. 120].

Додана вартість, в основному, включає дві структурні складові: 1) оплата заробітної плати працівників, які приймають участь у виробництві продукції; 2) додаткова вартість — прибуток підприємства.

Наявність першої частини доданої вартості зумовлена необхідністю відшкодування вартості робочої сили для забезпечення нормального її відтворення в соціально-економічних умовах, що склалися, через виплату відповідної заробітної плати працівникам підприємства.

На відміну від спожитих засобів виробництва, вартість робочої сили не переноситься на готовий продукт, а відтворюється саме як нова вартість.

Робоча сила у ринковій економіці є товаром, особливість якого полягає у здатності створювати в процесі свого споживання нову вартість у розмірі, що перевищує вартість самої робочої сили. У зв'язку з цим робоча сила фактично виступає генератором процесу створення доданої вартості, відіграє вирішальну роль у народжуванні нової вартості.

Друга складова доданої вартості — прибуток, який є відтвореною формою додаткової вартості. Додаткова вартість створюється живою працею, тобто виступає функцією змінного капіталу, що авансується в робочу силу [2, с. 180]. Проте це не означає нівелювання ролі постійного капіталу, який підвищує продуктивність живої праці через забезпечення більш досконалих засобів виробництва і тим самим активізує свою участь у процесах створення додаткової вартості з урахуванням органічної структури капіталу, що склалася. Прибуток як форма додаткової вартості характеризує результат діяльності підприємства для його власників у вигляді приросту коштів порівняно з витратами на виробництво продукції, які складаються з витрат постійного та змінного капіталу. Рух доданої вартості охоплює стадії її створення, розподілу і використання. Ці стадії характеризують різні аспекти критерію результативної діяльності підприємства у вигляді доданої вартості.

З реалізацією інтересів стейкхолдерів пов'язаний розподіл доданої вартості підприємства, в процесі якого кожна з груп стейкхолдерів задовольняє свій власний інтерес за рахунок відповідної частини даної вартості (див. табл. 1).

Таблиця 1

Реалізація інтересів стейкхолдерів у процесі розподілу доданої вартості підприємства, авторське узагальнення на основі [1; 7; 10]

Групи стейкхолдерів підприємства	Інтереси стейкхолдерів щодо підприємства	Напрямки розподілу доданої вартості підприємства в інтересах стейкхолдерів
Власники підприємства (акціонери)	Довгострокове функціонування, підвищення ринкової вартості і зростання конкурентних переваг підприємства	Доходи власників (дивіденди) за рахунок чистого прибутку підприємства. Частина чистого прибутку, що спрямовується на розвиток виробництва, реалізацію проектів з максимальним зростанням ринкової вартості і конкурентних переваг підприємства
Кредитори	Своєчасна виплата відсотків за кредитом і основної суми боргу. Збереження інтересу підприємства до нових запозичень	Відсотки за кредитами. Частина чистого прибутку, що спрямовується на високодохідні довгострокові та короткострокові проекти з мінімальним ризиком
Менеджери	Збереження і збільшення розміру винагороди за працю, кар'єрне зростання. Створення власного людського капіталу	Витрати на оплату праці. Частина чистого прибутку, що спрямовується на реалізацію проектів з найбільшими поточними фінансовими результатами
Персонал	Збереження і збільшення розміру винагороди за працю. Довгострокове функціонування підприємства з розширенням виробництва (як умови збереження робочих місць)	Витрати на оплату праці. Частина чистого прибутку, що спрямовується на реалізацію соціальних проектів, а також проектів розвитку підприємства з мінімальним ризиком
Держава (суспільство)	Своєчасне виконання підприємством податкових зобов'язань, дотримання екологічних норм	Податки і обов'язкові платежі (податок на доходи фізичних осіб, єдиний соціальний внесок, податок на додану вартість, податок на прибуток тощо). Частина чистого прибутку, що спрямовується на реалізацію дохідних проектів з максимальним

Групи стейкхолдерів підприємства	Інтереси стейкхолдерів щодо підприємства	Напрямки розподілу доданої вартості підприємства в інтересах стейкхолдерів
		податковим навантаженням, а також екологічних проєктів
Постачальники матеріальних цінностей для підприємства	Довгострокове функціонування підприємства, виконання ним зобов'язань перед постачальниками матеріальних цінностей	Частина чистого прибутку, що спрямовується на розвиток виробництва, реалізацію проєктів з мінімальним ризиком
Споживачі продукції підприємства	Довгострокове функціонування підприємства, виконання ним зобов'язань перед споживачами продукції	Частина чистого прибутку, що спрямовується на розвиток підприємства, реалізацію проєктів з розширення асортименту і підвищення якості продукції підприємства в умовах формування прийнятної для споживачів рівня цін

Таким чином, використання при оцінці результативного критерію доданої вартості дозволяє виміряти стейкхолдерську вартість підприємства, формування якої пов'язане з фіксацією в його діяльності зони толерантності для стейкхолдерів з точки зору узгодженості і балансування їх інтересів по відношенню до підприємства.

Висновки. Оцінка вартості підприємства з позицій стейкхолдерського підходу передбачає визначення її величини в контексті відображення імовірних вигод всіх зацікавлених в діяльності підприємства осіб.

Стейкхолдерська вартість підприємства характеризує бажаний результат його діяльності в нерозривному зв'язку з ефективним способом його досягнення з точки зору задоволення інтересів всіх груп стейкхолдерів.

Максимізація стейкхолдерської вартості підприємства формує зону толерантності для зацікавлених осіб.

Використання у вартісній оцінці результативного критерію доданої вартості задає єдину проєкцію виміру вартості підприємства з позицій всіх зацікавлених сторін.

Реалізація стейкхолдерського підходу до оцінки вартості підприємства спрямовує вектор управління на забезпечення узгодженості інтересів стейкхолдерів, їх балансування в діяльності суб'єкта господарювання.

Подальші дослідження пов'язані з впровадженням критерію доданої вартості в методологію оцінки вартості підприємства, побудовою моделі вартісно-орієнтованого управління з урахуванням інтересів всіх стейкхолдерів по відношенню до підприємства.

Література.

1. Вакульчик О. М. Корпоративне управління: економіко-аналітичний аспект / О. М. Вакульчик.— Дніпропетровськ: Пороги, 2003.— 257 с.
2. Дергільова Г. С. Прибуток як економічна категорія / Г. С. Дергільова // Вісник Технологічного університету Поділля.— 2002.— Ч. 1.— № 2.— С. 180-182.
3. Иванов В. В. Корпоративные финансы: методологические аспекты стратегического планирования / В. В. Иванов, Н. Н. Цытович // Вестник Санкт-Петербургского университета.— Сер. 5.— 2012.— Вып. 3.— С. 108-115.
4. Ивашковская И. В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И. В. Ивашковская.— М.: ИНФРА-М, 2013.— 430 с.
5. Ивашковская И. В. Развитие стейкхолдерского подхода в методологии финансового анализа: гармоничная компания [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская //

Корпоративные финансы.— 2011.— № 3.— С. 59-70.— Режим доступа: <http://ecsosman.hse.ru/mags/cfjournal>.

6. Ищенко Е. Прибыль как критерий эффективности функционирования предприятия / Е. Ищенко // *Економіст*.— 2005.— № 8.— С. 90-92.

7. Мамонтова Н. А. Підходи до оцінювання результативності та ефективності управління вартістю / Н. А. Мамонтова // *Актуальні проблеми економіки*.— 2010.— № 9.— С. 272-279.

8. Осетрова Е. П. Организация процесса управления стоимостью на предприятии / Е. П. Осетрова // *Вісник Київського інституту бізнесу та технологій*.— 2011.— № 3.— С. 81-85.

9. Таранов І. Оцінювання ефективності діяльності компанії в системі вартісноорієнтованого управління / І. Таранов // *Галицький економічний вісник*.— 2012.— № 3.— С. 47-60.

10. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т. В. Теплова.— М.: Вершина, 2007.— 272 с.

11. Чумаченко М. Г. Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу / М. Г. Чумаченко, В. А. Панков // *Фінанси України*.— 2004.— № 2.— С. 66-79.

УДК 658:005.585

У статті розкрито зміст оціночної стейкхолдерської вартості підприємства. Розглянуто вартість підприємства з позицій відображення інтересів різних груп стейкхолдерів. Обґрунтовано використання результативного критерію доданої вартості при вимірі стейкхолдерської вартості підприємства.

Ключові слова: вартість підприємства, оцінка вартості підприємства, стейкхолдери, інтереси стейкхолдерів, стейкхолдерська вартість підприємства, результативний критерій доданої вартості.

В статье раскрыто содержание оценочной стейкхолдерской стоимости предприятия. Рассмотрена стоимость предприятия с позиций отражения интересов различных групп стейкхолдеров. Обосновано использование результативного критерия добавленной стоимости при измерении стейкхолдерской стоимости предприятия.

Ключевые слова: стоимость предприятия, оценка стоимости предприятия, стейкхолдеры, интересы стейкхолдеров, стейкхолдерская стоимость предприятия, результативный критерий добавленной стоимости.

In the article it is explained the contents of evaluation of stakeholder's enterprise value taking into consideration the interests of different stakeholders' groups. There are given the reasons for the use of a resultative criterion of value added in the process of evaluation of enterprise stakeholder's value.

Key words: enterprise value, evaluation of enterprise value, stakeholders, interests of stakeholders, enterprise stakeholder's value, a resultative criterion of value added.

Надійшла до редколегії 25.10.2013 р.