

УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Мамонтова Н.А.

Узагальнено теоретико-методологічні підходи до визначення вартості компанії в нових умовах. Проаналізовано стан і проблеми українських компаній з точки зору доцільності запровадження управління вартістю. Метою роботи є викладення авторських узагальнень теоретико-методологічних аспектів щодо управління вартістю компанії.

Результативність управління вартістю має визначатися перш за все ступенем досягнення задекларованих цілей та вирішення поставлених завдань перед системою управління вартістю. Критерії досягнення цілей і виконання завдань можуть бути економічними та позаекономічними, що вказує на міждисциплінарний характер проблеми. Крім зростання абсолютних показників слід враховувати зміну у структурі капіталу компанії. В постіндустріальній економіці одним із таких критеріїв є пріоритет зростання вартості інтелектуального капіталу. Важливо забезпечити оцінювання з урахуванням інтересів різних груп акціонерів, менеджменту та персоналу. В подальшому мають бути запропоновані конкретні методика оцінювання результативності управління вартістю з урахуванням конкретних особливостей функціонування компанії.

В нових умовах запорукою ефективності корпоративного менеджменту є зростання показників вартості компанії. Вартість компанії – це її ціна, визначена з урахуванням цінності матеріальних і нематеріальних активів, а також очікувань щодо здатності приносити економічні ефекти (користь) у майбутньому. Однією з найпоширеніших концепцій управління, що зорієнтована на максимізацію ринкової вартості компаній, є так звана концепція економічної доданої вартості (EVA), що стала результатом еволюційного розвитку парадигми визначення інтегрованих оціночних показників ефективності бізнесу. При формуванні стратегії максимізації вартості компанії слід мати на увазі перш за все не будь-яке зростання, а обґрунтоване, що базується на позитивній динаміці певних ринкових та внутрішніх вартісних чинниках.

Ключові слова: *вартість, оцінка вартості, управління вартістю компанії, управління вартістю в системі фінансового менеджменту.*

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

Мамонтова Н.А.

Обобщены теоретико-методологические подходы к определению стоимости компании в новых условиях. Проанализировано состояние и проблемы украинских компаний с точки зрения целесообразности внедрения управления стоимостью. Целью работы является изложение авторских обобщений теоретико-методологических аспектов управления стоимостью компании.

Результативность управления стоимостью должна определяться прежде всего степенью достижения задекларированных целей и решения поставленных задач перед системой управления стоимостью. Критерии достижения целей и выполнения задач могут быть экономическими и внеэкономическими, что указывает на междисциплинарный характер проблемы. Помимо роста

абсолютных показателей следует учитывать изменение в структуре капитала компании. В постиндустриальной экономике одним из критериев является приоритет роста стоимости интеллектуального капитала. Важно обеспечить оценивания с учетом интересов различных групп акционеров, менеджмента и персонала. В дальнейшем должны быть предложены конкретные методики оценки результативности управления стоимостью с учетом конкретных особенностей функционирования компании.

В новых условиях залогом эффективности корпоративного менеджмента является рост показателей стоимости компании. Стоимость компании – это ее цена, определенная с учетом ценности материальных и нематериальных активов, а также ожиданий относительно способности приносить экономические эффекты (пользу) в будущем. Одной из самых распространенных концепций управления, ориентированной на максимизацию рыночной стоимости компаний, является так называемая концепция экономической добавленной стоимости (EVA), как результат эволюционного развития парадигмы определения интегрированных оценочных показателей эффективности бизнеса. При формировании стратегии максимизации стоимости компании следует иметь в виду прежде всего не любой рост, а обоснованный, что базируется на положительной динамике определенных рыночных и внутренних стоимостных факторах.

Ключевые слова: стоимость, оценка стоимости, управления стоимостью компании, управления стоимостью, в системе финансового менеджмента.

MANAGEMENT OF COMPANY VALUE IN THE CONDITIONS OF ECONOMIC INSTABILITY

Mamontova N.A.

Theoretical and methodological approaches to determining the value of company in new conditions are generalized. Condition and problems of the Ukrainian companies from the point of view of expediency of value management implementation are analyzed. Aim of the article is to describe author's generalizations of theoretical and methodological aspects of managing company value.

The following conclusions and generalizations are provided on the basis of research.

Result of value management shall be determined first of all by the degree of achieving the declared purposes and performing the tasks before the value management system. Criteria of achieving purposes and performing tasks may be economical and non-economical what proves interdisciplinary character of the problem. With the exception of increase of absolute indicators, changes in the structure of company capital shall be taken into account. In post-industrial economy one of such criteria is the priority of increasing value of intellectual capital. It is important to implement evaluation taking into account interests of different groups of shareholders, management and staff. Further definite methodologies of evaluating effectiveness of value management shall be proposed taking into account definite peculiarities of company functioning.

In the new conditions guarantee of effective corporate management is increase on value indicators of the company. Value of the company is its piece, determined on the basis of value of material and non-material assets, as well as expectations concerning the ability to bring economic effects in future. One of the most widely spread concepts oriented at the maximization of market value of company is the so called concept of economic added value (EVA), which resulted from the evolutionary development of paradigm for determining integrated evaluative indicators of business effectiveness. The strategy for

maximizing the company value shall be directed at the grounded increase based on positive dynamics of definite market and internal factors.

Key words: *value, assessment of value, management of company value, management of value in the financial management system.*

Актуальність дослідження, постановка проблеми. Сучасні системи корпоративного менеджменту націлені не лише на отримання прибутку, а перш за все на зростання вартості компанії, яке все частіше визнається джерелом добробуту. Тому теоретико-методологічні питання щодо управління вартістю компанію становлять значний науковий і практичний інтерес.

Аналіз літератури, виділення невирішених проблем. В останні часи питання управління вартості компанії все частіше стають предметом розвідок вітчизняних науковців (Захарін С., Краснокутська Н., Момот Т., Швиданенко Г.О., Шевчук Н.В.). Проте, на наш погляд, недостатньо вивченими залишаються багато аспектів формування стратегій управління вартістю компаній. Тому необхідна організація ґрунтовних досліджень з широкого кола теоретичних та методологічних проблем управління вартістю компанії.

Мета статті – викласти авторські узагальнення теоретико-методологічних аспектів щодо управління вартістю компанії.

Виклад основних результатів дослідження. В нових умовах, коли економіки провідних країн світу вступають у постіндустріальну стадію розвитку, основною метою діяльності компанії стає стійке підвищення її ринкової вартості. За динамікою вартості компанії можна судити про її успішність та результативність у глобальній системі координат, а також про загальну результативність корпоративного менеджменту.

Т.Теплова в цьому контексті пропонує дотримуватися наступного підходу: “Максимізація вартості компанії означає максимізацію добробуту всіх власників капіталу, що забезпечують своїми засобами динамічне та стійке функціонування компанії на ринку” [11, с.23]. Натомість дослідниця справедливо зазначає, що альтернативне трактування мети як максимуму вигод власників лише власного капіталу в ряді випадків також може бути прийнятою (йдеться про так звану акціонерну модель управління вартістю).

З урахуванням думок різних дослідників [2; 5; 6; 8; 10; 13] можемо запропонувати таке визначення: “Вартість компанії – це її ціна, визначена з урахуванням цінності матеріальних і нематеріальних активів, а також очікувань щодо здатності приносити економічні ефекти (користь) у майбутньому”.

Науковий інтерес становить питання про методологію визначення вартості компанії із застосуванням різних підходів і методів оцінки.

Розроблена російськими науковцями [3, с.29-30] методологія передбачає, що визначення вартості компанії зазвичай проводиться в кілька етапів:

- визначення проблеми, постановка цілей і завдань оцінювання,
- попереднє вивчення об’єкта оцінки і звітних документів,
- укладення договору на проведення оцінки,
- збір і аналіз інформації, включаючи аналіз управлінської і бухгалтерської звітності, кон’юнктури факторних ринків і ринків продукції, оцінка земельної ділянки,
- вибір методів дослідження і проведення розрахунків, за необхідності – узгодження результатів, що отримані за допомогою різних підходів,
- підготовка звіту.

З методологічної точки зору, перед проведенням оцінювання вартості компанії і здійсненням конкретних розрахунків кожен дослідник завжди має відповісти на наступні запитання: а) який метод (або які методи) оцінки варто застосувати і чому? б) який часовий горизонт отримання грошових потоків має бути врахований і чому? в)

який саме вид вартості компанії розраховувати і чому? г) чи достовірна наявна інформація, наскільки ймовірні отримані прогнози дані? д) чи достатньо інформації для застосування обраного методу та вирішення поставлених перед дослідником завдань?

В практиці фінансового менеджменту застосовують різні моделі оцінювання вартості компанії. В останні роки значного розповсюдження набули експрес-методики розрахунку (оцінювання) вартості компанії, що базуються на алгебраїчних перетвореннях певних основних показників, які формують щонайменше 80% загальної динаміки вартості [6]. Широко використовуються і традиційні доходні підходи [5].

Як показує досвід, одним із основних завдань управління вартістю в українській практиці є досягнення високих фінансових результатів. Тобто, високі фінансові результати слугують доказом фінансової стійкості компанії, а відтак – і її високої вартості. Проте у 2008-2009 рр. значна частина компаній продемонстрували негативний фінансовий результат, що, безумовно, негативно вплинуло на їхню ринкову вартість.

Досить розповсюдженими помилками стратегічного управління в українських компаніях є множинність стратегічних орієнтирів, що беруться до уваги різними групами акціонерів (або навіть одним акціонером в різні проміжки часу) при оцінюванні ефективності та результативності управління, а також “змішування” різних систем управління та моделей бізнесу (існують випадки, коли в окремих компаніях протягом року кілька разів змінюється структура управління). Причому, як правило, існує нерозуміння компетенції менеджменту, об’єктів його впливу та можливості вирішення проблем наявними ресурсами. Неврахування вказаних обставин призводить до того, що для аналізу результативності управління вартістю часто-густо обирається неправильна модель (тобто та модель, застосування якої в даному конкретному випадку недоцільне). В результаті показники оцінки управління вартістю є викривленими. Як вказує Т.Теплова, існують лише поодинокі випадки використання моделі стейкхолдерської вартості (йдеться, передусім, про оцінку вигод фінансових та нефінансових власників капіталу та портфельна вартість бізнес-одиниць), які найбільше використовують ефекти управлінської гнучкості [11].

Дослідники відмічають, що розуміння сучасної фінансової моделі компанії базується на принципі економічного прибутку, тобто оцінки результатів компанії з точки зору її альтернативних витрат – упущеної вигоди або прибутків, втрачених у альтернативних варіантах вкладення капіталу компанії через обмеженість її ресурсів. Коректна аналітична модель компанії, яка діє в ринковому середовищі, повинна передбачати упущену вигоду як неявний компонент витрат, що “не помітний” у бухгалтерському обліку й тому потребує аналізу додаткових даних, що виходять далеко за межі компанії. Таким чином, створюється абсолютно інша концепція оцінки результатів діяльності компанії – на основі не бухгалтерського, а економічного прибутку, який враховується шляхом порівняння бухгалтерського прибутку з величиною упущених вигод.

Відповідно до визнаних міжнародних і національних стандартів, існує три найрозповсюдженіших підходи оцінки вартості компанії або його капіталу – витратний, порівняльний (ринковий) та доходний. “Всередині” кожного з названих підходів можливе застосування різних розрахункових “підходів”, методів, методик. Проте вироблено й обґрунтовано можливість застосування і відносно нових підходів оцінки (еклектичний, опціонний фондовий підходи, експертні узагальнення тощо). Вказані підходи докладно описано у науково-методичній літературі [2, 8, 10, 13].

На підставі узагальнення вказаних джерел можемо визначити переваги і недоліки кожного з підходів (табл. 1).

Переваги і недоліки різних підходів оцінки вартості компанії

Підхід	Переваги	Недоліки
Доходний	Враховує майбутні очікування, ринкові аспекти (через ставку дисконту), знос обладнання	Складність врахування майбутніх тенденцій, результати мають ймовірнісний характер
Порівняльний	Враховує ринкові аспекти, відображає реальні очікування покупців, практику угод купівлі-продажу акцій або майна	Заснований на інформації про минуле, вимагає коригування, складність збору інформації та її обробки
Витратний (майновий)	Грунтується на оцінці реально існуючого майна як виробничого комплексу, наявність повної інформації	Складність оцінки нематеріальних активів, не враховує ринкове середовище та майбутні очікування
Опціонний	Враховує ринкові аспекти, відображає поточний уявний стан про динаміку вартості компанії	Результати мають ймовірнісний характер, неможливо врахувати окремі майбутні чинники
Оцінювання доходності фінансових активів	Враховує ринкові аспекти і очікування акціонерів	Складність практичних розрахунків, відсутність статистичної бази для оцінки ризику
Балансової вартості	Зрозумілість і простота розрахунку, наявність інформації	Неврахування ринкових тенденцій та додаткових економічних ефектів

Складено автором з узагальненням даних: [2, 8, 10, 13].

Відомий дослідник проблем вартості Кіран Уолш писав: «зростання для компанії схоже на ліки для хворої людини: вони корисні до певної межі, однак при перевищенні цієї межі втрачають не лише корисні якості, але й стають небезпечними, а інколи і навіть смертельними. Все це справедливо і щодо масштабів діяльності компанії та її вартості. Тому необхідно вчитися шукати оптимальний баланс між прибутками, активами та зростанням, оскільки перекіс в будь-яку сторону може викликати суттєві ускладнення у діяльності...» [12, с.200]. Дослідник робить висновок, що мистецтво фінансового управління і полягає у тому, аби віднайти такий оптимальний баланс.

Однією з найпоширеніших концепцій управління, що зорієнтована на максимізацію ринкової вартості компаній, стала так звана концепція економічної доданої вартості (EVA), що стала результатом еволюційного розвитку парадигми визначення інтегрованих оціночних показників ефективності бізнесу [13, с. 52]. Концепція EVA була розроблена порівняно недавно (на початку 90-х рр. XX ст.) фахівцями вже згадуваної консалтингової компанії Stern Sewart&Co. Результатний показник EVA є похідним від рентабельності інвестицій (ROE) та рентабельності робочого капіталу (ROCE).

В основу концепції покладено наступні принципи. По-перше, власник інвестує капітал для отримання доходу. По-друге, компанія створена для продукування і отримання доходів. По-третє, діяльність персоналу спрямована на збільшення ринкової вартості компанії, в тому числі через відповідні мотиваційні механізми. Система оцінювання якості управління на основі концепції EVA може застосовуватися в тому випадку, коли власники очікують настання корисного для них

ефекту, пов'язаного із отриманням доходу більшого, ніж становить дохідність альтернативних вкладень. В такому випадку для визначення результатного показника необхідно виключити з розрахунку плату за користування не лише позиковим, а й власним капіталом. Такий підхід відображає ринкову вартість реально функціонуючого капіталу [9].

Економічна додана вартість EVA розраховується за формулою:

$$EVA = ЧП - K * WACC/100, \quad (1)$$

де ЧП – чистий прибуток, який розраховується без врахування плати за користуванням позиковим капіталом, але з урахуванням податкової економії, гр.од.,

K – величина сукупного капіталу (власного та позикового), гр.од.,

WACC – середньозважена вартість капіталу, %.

Проведені провідними аналітичними центрами дослідження показали, що показник EVA в багатьох випадках є кориснішим та інформативнішим за інших показників для загального оцінювання ефективності управління, зорієнтованого на зростання вартості компанії. EVA є інструментом, який дозволяє точніше визначити фактичну величину прибутку компанії, а також ухвалювати відповідні управлінські рішення з позицій власника. Ця концепція дозволяє обґрунтовано визначити стратегічні напрями впливу на підвищення прибутковості бізнесу.

Автори моделі EVA обґрунтували рекомендацію, що впровадження управління, зорієнтованого на максимізацію вартості, доцільно здійснювати поетапно, а саме:

- створення рамкового проекту вартісного управління на основі моделі EVA,

- інтеграція EVA у процеси планування, бюджетування та стимулювання,

- використання наявних та новостворених комунікаційних каналів за програмою вартісного управління EVA у трикутнику “акціонери – менеджмент – персонал”.

Важливою методологічною проблемою є оцінювання результативності управління вартістю. На перший погляд може здатися, що загальну результативність управління вартістю на рівні компанії оцінити досить просто. За логікою, для цього достатньо порівняти вартість компанії на початок та кінець досліджуваного періоду, а також співставити отриманий показник з динамікою показників компаній-аналогів або середніх на ринку. Позитивна динаміка вартості досліджуваної компанії свідчатиме про високу результативність вартісного управління. Проте на практиці така “логічна схема” стикається з рядом ускладнень і суперечностей.

По-перше, ринкова вартість компанії в реальному житті не завжди адекватно корелює з результатами діяльності компанії та ефективністю її менеджменту. Адже на фондовому ринку існує поняття “перегріву”, який проявляється у завищенні фондових котирувань. Відповідно, висока вартість компанії у період “перегріву ринку” не завжди свідчатиме про високу результативність та ефективність менеджменту.

По-друге, позитивна динаміка ринкової вартості компанії, навіть у довгостроковому періоді, не дає відповіді на просте запитання: а чи всі резерви використано менеджментом компанії для максимізації вартості? Можливо, вартість могла б бути ще більшою? Якщо так – то результативність менеджменту не можна визначити однозначно.

По-третє, оцінка вартості компанії майже завжди носить ймовірнісний і дещо суб'єктивний характер, особливо коли йдеться про оцінку вартості компанії із значною часткою інтелектуального капіталу у загальній структурі капіталу. Не знято з порядку денного проблема “експертного суб'єктивізму”: існують непоодинокі випадки, коли вартість компанії, визначена в угоді купівлі-продажу, суттєво відрізняється від визначеної на підставі висновків поважних експертів. Навіть фондовий ринок не дає абсолютно точної відповіді на питання про поточну вартість компанії (адже може просто не існувати покупця, який зголоситься в розумні строки придбати всі акції компанії).

Нарешті, по-четверте, у постіндустріальній економіці основним фактором зростання вартості компанії стає інтелектуальний капітал. Але інтелектуальний капітал має суттєву вразливість порівняно з іншими видами капіталу: інвестиції, вкладені у зростання інтелектуального капіталу, можуть зовсім не вплинути на його поточну вартість. Вкладення в інтелектуальну складову вартості необхідні, але вони не завжди призводять до зростання вартості компанії у короткостроковому періоді. Через вказані причини стає зрозумілим, що показник вартості компанії та його динаміка не можуть бути абсолютним критерієм для оцінки результативності та ефективності управління вартістю.

Вищенаведене дозволяє зробити висновок про актуальність пошуків методичних підходів, що дозволяють оцінити результативність та ефективність управління вартістю, і в той же час орієнтуються не лише на вартісні, а й інші показники (економічні або позаекономічні).

Аналіз публікацій засвідчує, що сьогодні єдиного підходу до оцінювання результативності управління компанією не існує. Точаться дискусії навколо визначення понять “результативність управління” та “ефективність управління”. Найбільш вдалим, на наш погляд, є визначення, запропоноване Г.Швиданенко та Н.Шевчуком: «Ефективність управління визначається результативністю функціонування і використання кожного елемента системи управління: раціональністю структури, застосуванням науково обґрунтованих сучасних методів управління, швидкістю і повнотою інформаційного обслуговування, кваліфікацією управлінських кадрів, їхнім умінням творчо підходити до розв’язання конкретних проблем управління. Критерії ефективності управління тісно пов’язані з кінцевими цілями розвитку фірми. Специфіка управління полягає у тому, що формування цілей є функцією самого управління, а їх реалізація здійснюється в межах як функціонального менеджменту, так і керованого об’єкта” [13]. Отже, для проведення комплексного оцінювання результативності управління вартістю необхідно визначити показники такого оцінювання, виходячи із задекларованих цілей розвитку компанії, а також з врахуванням додаткових критеріїв, пов’язаних з оцінкою впливу менеджменту на формування тих чи інших показників.

Вибір цілього критерію у вартісній системі аналізу має корелювати з обраною стратегією розвитку компанії та створеними ключовими компетенціями. Для постіндустріальної економіки така ключова компетенція може бути сформульована наступним чином: чим вища частка інтелектуального капіталу у загальній структурі капіталу підприємства, та чим вища ефективність його використання – тим краще. Відповідно, зростатиме і стейхолдерська вартість компанії [6].

Вивчення наявних теоретичних і практичних підходів до оцінювання ефективності управління вартістю [11] дає змогу виділити такі напрями аналізу різних сторін менеджменту: фінансово-економічні показники ефективності управління; ефективність залучення капіталу; ефективність управління як саморегульованої системи; кваліфікація менеджменту і персоналу; ефективність інформаційно-моніторингової системи та ін.

В теоретико-методичній літературі з питань теорії управління ефективність управління найчастіше пропонують визначати через систему абсолютних і динамічних фінансових показників [4; 6; 7]. В практиці вітчизняних компаній оцінювання ефективності управління вартістю нерідко зводиться до визначення звичайних показників традиційного фінансового аналізу. Нам видається, що такий підхід можна застосовувати лише щодо певних компаній, що формують нижчі технологічні укладі і функціонують на висококонкурентних ринках. Крім того, як справедливо вказує А.Гізатуллін, ані на теоретичному, ані на емпіричному рівні й досі не вирішено проблему пошуку агрегованих індикаторів якості корпоративного управління та фінансових показників компанії [11; 12].

Узагалі пошуки нових методів оцінки ефективності управління вартістю пояснюються розривами між ринковою, фондовою та бухгалтерськими вартостями майна (бухгалтерська вартість виражена в активі бухгалтерського балансу). Взагалі баланс є корисним джерелом інформації, але ринкова та бухгалтерська вартість не тільки не співпадають, а й досить часто навіть не корелюють між собою (взагалі повна кореляція цих показників неможлива, оскільки бухгалтерська вартість історична за природою, а ринкова – перспективна, орієнтована на майбутнє). О.Мозенков та В.Калюжний засвідчують: “Порівняння ринкової і балансової вартостей 3500 американських компаній показало: якщо на початок 1978 року ці показники мало відрізнялися один від одного – балансова вартість дорівнювала 95% ринкової вартості, то на початок 1998-го вони зовсім не збігалися – балансова вартість становила лише 28% від ринкової вартості. Це пояснюється збільшенням ролі нематеріальних активів, таких як інтелектуальний капітал, репутація, незавершені науково-дослідні розробки тощо...” [10]. А.Гізатуллін на підставі власних методологічних розвідок прийшов до висновку, що в сучасних умовах значення усередненого коефіцієнта кореляції між якістю корпоративного управління та показниками фінансової ефективності коливаються в межах від 2 до 7,7% (при довірчому інтервалі 95%) на розвинутих ринках і приблизно 13-14% на ринках, що розвиваються [2; 3; 5].

Так, в сучасній практиці реального управління бізнесом для оцінки результативності менеджменту компанії, яка обрала модель управління вартістю, доцільно брати до уваги не тільки абсолютні та динамічні показники вартості компанії, а й інші чинники і показники. Зокрема, слід враховувати структуру інвестицій та капіталу [5; 6; 10].

Судячи з публікацій, найпопулярнішим критерієм результативності (успішності) корпоративного управління є узагальнений показник економічного прибутку EP.

Категорію економічного прибутку, або підприємницького доходу (залишкового прибутку) вперше викладено у “Принципах економічної науки” А.Маршалла: “Коли людина веде підприємство, -- писав вчений, -- її річний прибуток утворить перевищення доходів від підприємства над його витратами протягом року. Різниця між вартістю його основних виробничих фондів, сировини тощо на початку й наприкінці року розглядається як частина його виторгу або як частина його витрат залежно від того, що відбулося: збільшення чи зменшення цієї вартості. Залишок від прибутку після вирахування з нього процента на його капітал за поточним курсом (а також витрат зі страхування) зазвичай називають підприємницьким, або управлінським доходом. Відношення його річного прибутку до його капіталу позначається як норма прибутку” [9; 11; 13].

Дослідження 90-х рр. ХХ ст. свідчать про те, що підхід, оснований на розрахунку економічного прибутку EP, забезпечує отримання кориснішої інформації про так звану “цінність операцій”, ніж звичайний обліковий інструментарій визначення ефективності діяльності підприємства та його управління (економічний аналіз). На практиці EP часто ототожнюють з вже відомим нам показником EVA (вказані показники мають однаковий алгоритм розрахунку за виключенням кількох аспектів, пов'язаних з особливостями обліку в різних країнах). Сутність концепції, як вже зазначалося, полягає у тому, що узагальнюючий показник (EVA чи EP) відбуває величину відношення доданої вартості до ринкової вартості підприємства. А значить – він дає аналітичні можливості для оцінки ефективності діяльності підприємства у певному періоді (а значить – і ефективності управління).

У зв'язку з цим Г.Швиданенко і Н.Шевчук зазначають, що розрахунок ринкової вартості підприємства на підставі концепції EVA у схематичному вигляді можна здійснити за такою формулою: Ринкова вартість компанії = балансова вартість чистих активів + EVA майбутніх періодів, величина якої приведена до теперішнього

часу [13]. З такої залежності між ринковою вартістю підприємства та значеннями EVA впливає, що компанія має планувати майбутні значення EVA, орієнтуючи власників щодо інвестування коштів. Позитивні очікування щодо EVA спроможне значно збільшити розрахункову вартість всієї компанії (або ціни її акцій). Відповідно, виходить, що загальна ефективність корпоративного управління, визначена через вартість компанії, в значній мірі залежить від планів (навіть не рішень) власників щодо інвестування, яке має лише непрямий стосунок до корпоративного управління.

Отже, концепції EVA та EP в сучасних умовах не може дати достатній методологічний інструментарій для оцінювання ефективності корпоративного управління. Ці висновки підтверджуються і за результатами досліджень, що виконані з використанням економетричного інструментарію [10; 12; 13].

Крім концепції оцінювання управління вартістю EVA існують також інші концепції: ринкової доданої вартості MVA, доданої вартості капіталу SVA, безстрокового зростаючого вільного грошового потоку, модель факторів вартості, дохідності капіталу та інвестицій на основі потоку грошових коштів та ін. Ці концепції і моделі досить ґрунтовно описані в навчальній літературі.

Натомість чітких методик оцінювання ефективності управління вартістю, які б були можливими до використання в різних галузях та різних країнах, й досі не існує [1; 2; 8]. На нашу думку, в умовах трансформаційної економіки, яка характеризується нерозвинутістю багатьох інституцій ринку, а також практичною відсутністю значних можливостей значного інвестування у інтелектуальний капітал (через низку причин), основним критерієм ефективності може слугувати все-ж таки зростання вартості компанії (бажано – випереджаюче зростання порівняно з компаніями-аналогами). Зрозуміло, таке твердження є справедливим лише в тому випадку, якщо компанія міцне не лише “ззовні” (на фондовому ринку або в очах стейкхолдерів), а й “з середини” (вчасно виконуються зобов'язання, підтримується допустима структура капіталу тощо).

На наш погляд, при оцінюванні управління вартістю слід перш за все виходити з того, що в сучасних умовах компанія, персонал якої зорієнтований на зростання вартості, повинна мати певну фінансову філософію. Ця філософія має бути довгостроковою і в той же час зрозумілою стейкхолдерам і персоналу, але при цьому відповідати бізнес-стратегії щодо максимізації вартості компанії відповідно до затверджених параметрів.

Процеси та системи фінансового менеджменту мають стимулювати усіх працівників, в тому числі і нижчої ланки, до вчинків та рішень, що призводять до зростання вартості компанії. Таке зростання може бути досягнуто за рахунок ухвалення як фінансових, так і нефінансових рішень, але будь-які рішення в ідеалі повинні мати чітку оцінку на основі внутрішньофірмового еквівалента. В результаті створюється система управління, при якій діяльність кожного елемента компанії (від окремого співробітника до організації в цілому) чітко орієнтована на максимізацію вартості компанії (тобто, багатства власників чи акціонерів) на основі чинників вартості через традиційні функції менеджменту – планування, мотивацію, контроль [2; 3; 8].

В практиці управління вартістю та оцінювання її ефективності варто пам'ятати, що на інвестиційні рішення компанії впливають різні групи з різними інтересами. Відповідно, кожна “група впливу” (власники, менеджмент, персонал і партнери, суспільство, кредитори тощо) оцінюватиме ефективність діяльності компанії та її управління, виходячи з досягнення власних інтересів. Стисле узагальнення груп впливу та їхніх інтересів наведено у табл. 2.

Наявність різних груп впливу в результаті призводить до того, що інвестиційні ресурси компанії вкладаються без врахування (або навіть ігнорування) проголошених стратегічних орієнтирів. Російські науковці оприлюднили результати аналізу

“Групи впливу” на інвестиційні рішення компанії та їхні інтереси

Зацікавлені групи	Інтереси	Привабливі проекти
Власники капіталу	Довгострокове функціонування, зростання вартості, зміцнення конкурентоздатності	Проекти з максимальним зростанням акціонерної вартості
Менеджмент	Збереження розміру винагороди, самовдосконалення	Проекти з найбільшими поточними фінансовими результатами
Персонал	Довгострокове функціонування з розширенням виробництва (як умова збереження робочих місць)	Реалізація соціальних проектів, мінімізація ризикових проектів
Суспільство	Виконання екологічних норм, своєчасне виконання податкового законодавства	Екологічні проекти, прибуткові проекти з максимальним податковим навантаженням
Кредитори	Своєчасне погашення заборгованості (основна сума та відсотки) та збереження інтересу до нових позик	Високоприбуткові довгострокові та короткострокові проекти з мінімальним ризиком

Складено автором з урахуванням [3; 4; 8; 11].

інвестиційних рішень нафтодобувних компаній. Так, з 22 компаній, які увійшли до виборки, лише у 15 з них понад 70% інвестиційних витрат відповідали раніше обраним стратегіям. Лише у 6 компаніях впроваджено систему інвестиційного аудиту (моніторинг ухвалених інвестиційних рішень та післяінвестиційного аналізу). 25% не мають навіть структурного підрозділу, що комплексно відслідковує інвестиційну діяльність. 50% компаній значно збільшують обсяги вкладених інвестицій у четвертому кварталі, що говорить про сезонність інвестиційної активності [12; 13].

Висновки. Отже, результати проведеного дослідження дають змогу зробити узагальнюючий висновок, що результативність управління вартістю має визначатися перш за все ступенем досягнення задекларованих цілей та вирішення поставлених завдань перед системою управління вартістю. Критерії досягнення цілей і виконання завдань можуть бути економічними та позаекономічними, що вказує на міждисциплінарний характер проблеми. Крім зростання абсолютних показників слід враховувати зміну у структурі капіталу компанії. В постіндустріальній економіці одним із таких критеріїв є пріоритет зростання вартості інтелектуального капіталу. Важливо забезпечити оцінювання з урахуванням інтересів різних груп акціонерів, менеджменту та персоналу. В подальшому мають бути запропоновані конкретні методики оцінювання результативності управління вартістю з урахуванням конкретних особливостей функціонування компанії.

В нових умовах запорукою ефективності корпоративного менеджменту є зростання показників вартості компанії. Вартість компанії – це її ціна, визначена з урахуванням цінності матеріальних і нематеріальних активів, а також очікувань щодо здатності приносити економічні ефекти (користь) у майбутньому. Однією з найпоширеніших концепцій управління, що зорієнтована на максимізацію ринкової вартості компаній, є так звана концепція економічної доданої вартості (EVA), що стала результатом еволюційного розвитку парадигми визначення інтегрованих оціночних показників ефективності бізнесу. При формуванні стратегії максимізації вартості компанії слід мати на увазі перш за все не будь-яке зростання, а обґрунтоване, що базується на позитивній динаміці певних ринкових та внутрішніх вартісних чинниках.

Перспективи подальших розвідок. У подальшому мають бути проведені ґрунтовні дослідження щодо визначення впливу управлінських рішень на вартість компанії.

Список використаних джерел

1. Динамика корпоративного розвитку / В.Ж. Дубровский, О.А. Романова, А.И. Татаркин, И.Н. Ткаченко. – М. : Наука, 2004. – 502 с.
 2. Десмонд Г.М. Руководство по оценке бизнеса. / Десмонд Г.М., Келли Р.Э. – М.: РОО, 1996 – 310 с.
 3. Есипов В.Е. Оценка бизнеса: полное практическое руководство. / Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Мирзажанов С.К. – М. : Эксмо, 2008. – 352 с.
 4. Захарін С.В. Особливості забезпечення інвестиційної конкурентоспроможності підприємств / С.В. Захарін // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2007. – С. 82-83.
 5. Коллер Т. Определение рыночной стоимости компании и использование стоимости в управлении / Т.Коллер // Финансист. – 1997. -- № 8. – С. 91-97.
 6. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж.; пер с англ. М. : Олимп-Бизнес, 1999 – 610 с.
 7. Краснокутська Н.С. Потенціал підприємства. / Краснокутська Н.С. – К.:ЦУЛ, 2005. – 352 с.
 8. Момот Т. Оценка стоимости бизнеса. / Момот Т. – Харьков: Фактор, 2007. – 224 с.
 9. Момот Т.В. Адаптація критичної концепції економічної доданої вартості (EVA) до економіки України / Т.В.Момот, Т.В.Гордієнко // Коммунальное хозяйство городов. – 2008. -- № 83. – С. 251-255.
 10. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Скотт М.; пер.с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2000 – 383с.
 11. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий./ Теплова Т.В. – М. : Вершина, 2007. – 272 с.
 12. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать, контролировать данные, определяющие стоимость компании / Уолш К.; пер. с англ. – М. : Дело, 2000 – 516 с.
 13. Швиданенко Г.О. Управління капіталом підприємства. / Швиданенко Г.О., Шевчук Н.В.– К. : КНЕУ, 2007. – 440 с.
- [].

References

1. *Dinamika korporativnogo razvitiya* [Dynamics of corporate development]. V.Zh. Dubrovskij, O.A. Romanova, A.I. Tatarkin, I.N. Tkachenko. M. : Nauka, 2004. 502 p.
2. *Desmond G.M., Kelli R.E.. Rukovodstvo po ocenke biznesa*. [Manual on business evaluation]. M. : ROO, 1996. 310 p.
3. *Esipov V.E., Mahovikova G.A., Mirzazhanov S.K. Ocenka biznesa: polnoe prakticheskoe rukovodstvo*. [Evaluation of business: complete practical guidance]. M. : Eksmo, 2008. 352 p.
4. *Zakharin S.V. Osoblyvosti zabezpechennia investytsiinoi konkurentospromozhnosti pidpriemstv* [Peculiarities of providing investment competitiveness of companies]. // *Visnyk Instytutu ekonomiky ta prohnozuvannia*. 2007. P. 82-83.
5. *Koller T. Opredelenie rynochnoj stoimosti kompanii i ispol'zovanie stoimosti v upravlenii* [Determining market value of the company and usage of value in management]. // *Finansist*. 1997. №8. P. 91-97.
6. *Kouplend T., Koler T., Murrin Dzh. Stoimost' kompanij: ocenka i upravlenie*, [Value of companies: assessment and management]. per s angl. M. : Olimp-Biznes, 1999. 610 p.

7. Krasnokuts'ka N.S. *Potentsial pidpryiemstva*. [Potential of enterprise]. K.:TsUL, 2005. 352 p.
8. Momot T. *Ocenka stoimosti biznesa*. [Assessment of business value]. Har'kov: Faktor, 2007. 224 p.
9. Momot T.V., Hordiienko T.V. *Adaptatsiia krytychnoi kontseptsii ekonomichnoi dodanoi vartosti (EVA) do ekonomiky Ukrainy* [Adaption of critical concept of economic added value (EVA) to the Ukrainian economy]. // *Kommunal'noe khoziaistvo horodov*. 2008. №83. P. 251-255.
10. Skott M. *Factory stoymosty: Rukovodstvo dlia menedzherov po vyjavlenyiu rychahov sozdanyia stoymosty*, [Value factors: guidance for the managers to determine the levers of creating value]. per.s anhl. M. : Olymp-Byznes, 2000. 383 p.
11. Teplova T.V. *Ynvestytsyonnye rychahy maksymyzatsyy stoymosty kompanyy. Praktyka rossyiskykh predpriatyi*. [Investment levers of maximizing company value. Practice of Russian enterprises]. M. : Vershyna, 2007. 272 p.
12. Uolsh K. *Kljuchevye pokazateli menedzhmenta. Kak analizirovat', sravnivat', kontrolirovat' dannye, opredel'ajushhie stoimost' kompanii*, [Key management indicators. How to analyze, compare and control data determining value of the company]. per. s angl. M. : Delo, 2000. 516 p.
13. Shvydanenko H.O., Shevchuk N.V. *Upravlinnia kapitalom pidpryiemstva*. [Managing capital of enterprise]. K. : KNEU, 2007. 440 p.

ДАНИ ПРО АВТОРА

Мамонтова Наталія Анатоліївна, доктор економічних наук, доцент кафедри фінансів
Національний університет «Острозька академія»
вул. Семінарська 2, м. Острог, 35800, Україна

ДАНИЕ ОБ АВТОРЕ

Мамонтова Наталья Анатольевна, доктор экономических наук, доцент кафедры финансов
Национальный университет «Острожская академия»
ул. Семинарская 2, г. Острог, 35800, Украина

DATA ABOUT THE AUTHOR

Nataliya Anatoliyivna Mamontova, Doctor of Economics, Associate Professor of Board of Finance
National University "Ostrog Academy"
Seminarska Str.,2, Ostrog, 35800, Ukraine