

Левчак І.Я.

**ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА ЯК КРИТЕРІЙ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ**

*У статті досліджено роль максимізації вартості підприємства в системі показників ефективності функціонування бізнесу, в розрізі концепції вартісно-орієнтованого управління, обґрунтовано комплексність даного критерію та визначено базові аспекти використання різних видів вартості бізнесу для прийняття управлінських рішень.*

**Ключові слова:** вартість бізнесу, вартість підприємства, оцінка бізнесу, управління вартістю.

**ВСТУП**

Успіх будь-кого бізнесу залежить насамперед від ефективності його розвитку, що в умовах конкуренції потребує від керівництва підприємства розробки відповідної стратегії. Розробка фінансово-економічної стратегії підприємства дає можливість визначити своє місце в конкурентному середовищі і найкращим чином досягти поставленої мети, котра передусім визначається з позиції його власників.

Розвиток української економіки, її інтеграція в світову ринкову систему здійснює вплив на систему корпоративного мислення, внаслідок чого все більше українських компаній здійснюють управління із використанням вартісних оцінок пропонованих стратегій. Сучасний погляд на постановку основної мети підприємства - максимізація ринкової вартості підприємства і на цих засадах максимізація добробуту його власників. Відповідно, тонким інструментом планування та управління фінансово-господарською діяльністю може стати оцінка вартості бізнесу (підприємства), на чому й базується концепція управління вартістю. В найбільш концентрованому вигляді вона зводиться до наступного: з точки зору акціонерів (інвесторів) компанії управління нею має бути спрямоване на забезпечення росту її ринкової вартості, так як такий ріст дає можливість акціонерам (інвесторам) отримати дохід від інвестування в компанію – це або курсовий грошовий дохід від перепродажу всіх чи частини належних їм акцій, або курсовий негрошовий дохід, який виражається через зростання вартості (цінності) належних акціонерам чистих активів, а, отже, і суми їх власного капіталу.

Основи теорії управління вартістю та оцінки бізнесу поклали наукові праці минулого століття, які давали перші визначення фундаментальних підходів до визначення вартості бізнесу. Варто відзначити серед авторів, що розглядають питання оцінки та управління вартістю бізнесу, таких вітчизняних та закордонних науковців, як Н.А.Абулаєв, С.В.Поліщук, Л.А.Лейфер, А.Г.Грязнова, С.І.Тарасенко., А.М.Турило, М.А.Федотова, Е.Хелферт, Т.Коупленд, Т.Коллер, Дж. Муррін. Хоча

з даної проблематики наявна значна кількість досліджень та публікацій, в Україні загальний рівень теоретико-методологічної бази з управління вартістю підприємством залишається низьким, зокрема недостатньо висвітлені такі аспекти, як роль критерію вартості бізнесу в системі показників ефективності діяльності підприємства та можливість застосування оцінки бізнесу як інструменту стратегічного планування.

У міру становлення та розвитку ринкових відносин у країні проблема формування й оцінки вартості підприємства (оцінки бізнесу) в межах концепції управління вартістю стає дедалі актуальнішою, а її практична значущість стрімко зростає.

Таким чином, метою даної статті є обґрунтування на основі аналізу існуючих досліджень важливості показника вартості підприємства як критерію ефективності.

**РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ**

На сьогодні, успішність підприємства визначається не тільки продуктивністю його виробничого процесу, а й характеризується взаємодією із зовнішнім середовищем. Добір показників економічної ефективності підприємства нерозривно пов'язаний із процесом формування критеріїв ефективності, які стають відправною точкою процесу оцінки суб'єкта господарювання. Від коректності та точності даного процесу залежить адекватність оцінки, і відповідно достовірність та повнота інформації, необхідної для всіх зацікавлених сторін.

Основним критерієм ефективності економічної діяльності підприємства був і залишається максимально можливий прибуток. Така пріоритетність даного критерію зумовлена рядом соціально-економічних причин. По-перше, як стверджували представники класичної ринкової економіки, зростання прибутку кожного підприємця призводить до зростання загального благополуччя. По-друге, власники підприємств прагнуть досягти перевищення надходжень над витратами виробництва, що вимагає оптимального використання ресурсів. І по-третє, механізм максимізації прибутку передбачає систему регулювання ринку, завдяки якій

© Левчак Іванна Ярославівна, аспірант кафедри економіки підприємства ДВНЗ «Ужгородський національний університет», тел. (066)188-23-51, e-mail: [ivanka.levchak@gmail.com](mailto:ivanka.levchak@gmail.com)

відбувається довгострокове розміщення ресурсів відповідно до суспільних потреб.

Але в умовах динамічного зовнішнього середовища прибуток не може бути єдиним критерієм та достатньою умовою ефективності підприємства, адже отримання прибутку сьогодні не гарантує ефективного функціонування завтра, оскільки показники прибутковості характеризують процеси, що відбувалися в минулому, нехай навіть нещодавно.

В процесі розвитку західної економічної науки відбувалася постійна еволюція показників ефективності управління [4]:

- 1920-ті роки – модель Дюпона, рентабельність інвестицій (ROI);

- 1970-ті роки – чистий прибуток на одну акцію (EPS), коефіцієнт «ціна акції / прибуток» (R/E);

- 1980-ті роки – співвідношення ринкової та балансової вартостей акцій (P/BV), рентабельність акціонерного капіталу (ROE), рентабельність чистих активів (RONA), грошовий потік (CashFlow);

- 1990-ті роки - економічна додана вартість (EVA), прибуток до виплати відсотків, податків і амортизації (EBITDA), ринкова додана вартість (MVA), створена акціонерна вартість (SVA), система збалансованих показників/індикаторів (BSC), показник сукупності акціонерної дохідності (TSR), грошовий потік на інвестований капітал (CFROI);

- 2000-ні роки - ринкова, фундаментальна, інвестиційна вартість підприємства ( $V_p$ ).

Динамічний розвиток середовища, в якому функціонує підприємство, в умовах невизначеності викликає ускладнення процесу оцінки ефективності та робить традиційні статистичні показники неспроможними адекватно оцінити діяльність суб'єктів господарювання.

В умовах сьогодення найбільш оптимальним критерієм ефективності підприємства стає максимізація його вартості. Саме вартість підприємства відображає сукупну характеристику фінансових показників його діяльності та забезпечує інтереси різних учасників ринкових відносин (акціонерів, потенційного підприємства-покупця, інвесторів, кредиторів, страхових компаній та ін.). Як зазначає М.С.Капаруліна, ринкова вартість підприємства вміщує в собі як необхідну умову і конкурентоспроможність, і навіть внутрішню ефективність, оскільки ринкова вартість підприємства не в останню чергу зумовлюється ступенем внутрішньої організації суб'єкта, здатністю продукувати інноваційні процеси, забезпечувати операційну ефективність [3]. Саме принцип максимізації вартості підприємства ліг в основу концепції вартісно-орієнтованого управління (Value Based Management).

А.М.Турило виділяє 3 етапи економічного розвитку підприємства, визначені згідно з ключовими етапами й на базі показника ринкової вартості (РВП) [6].

Перший етап характеризує момент створення підприємства та початок його функціонування. Цьому етапу відповідає такий критерій:

$$РВП > 0.$$

Другий етап - період функціонування підприємства з моменту його створення до моменту його ліквідації. При цьому можливі три напрямки розвитку підприємства, яким відповідають відповідні критерії:

1) Розвиток підприємства супроводжується зростанням величини його ринкової вартості (критерій зростання підприємства:  $РВП(t) > РВП(t-1)$ );

2) Розвиток підприємства пов'язаний із незмінним рівнем його ринкової вартості (критерій стабільності:  $РВП(t) = РВП(t-1)$ );

3) Розвиток підприємства супроводжується зменшенням величини його ринкової вартості (критерій падіння:  $РВП(t) < РВП(t-1)$ ).

Розвиток підприємства закінчується в момент його ліквідації (третій етап), коли ресурси (активи) підприємства переходять у володіння до інших власників. Тоді  $РВП = 0$ .

Із поданих критеріїв інтересам власників підприємства, за інших рівних умов, відповідає критерій зростання підприємства. Звідси і впливає головний абсолютний критерій розвитку підприємства – критерій максимальної ринкової вартості підприємства:

$$РВП(t_i) \rightarrow \max,$$

де  $РВП(t_i)$  – ринкова вартість підприємства в момент  $t$  при  $i$ -му варіанті його розвитку, або критерій оптимального зростання ринкової вартості підприємства:

$$\Delta РВП(t-1)_i = (РВП(t) - РВП(t-1))_i \rightarrow \max,$$

де  $\Delta РВП(t-1)_i$  – величина зростання ринкової вартості підприємства в період між  $t$  та  $(t-1)$  при  $i$ -му варіанті його розвитку.

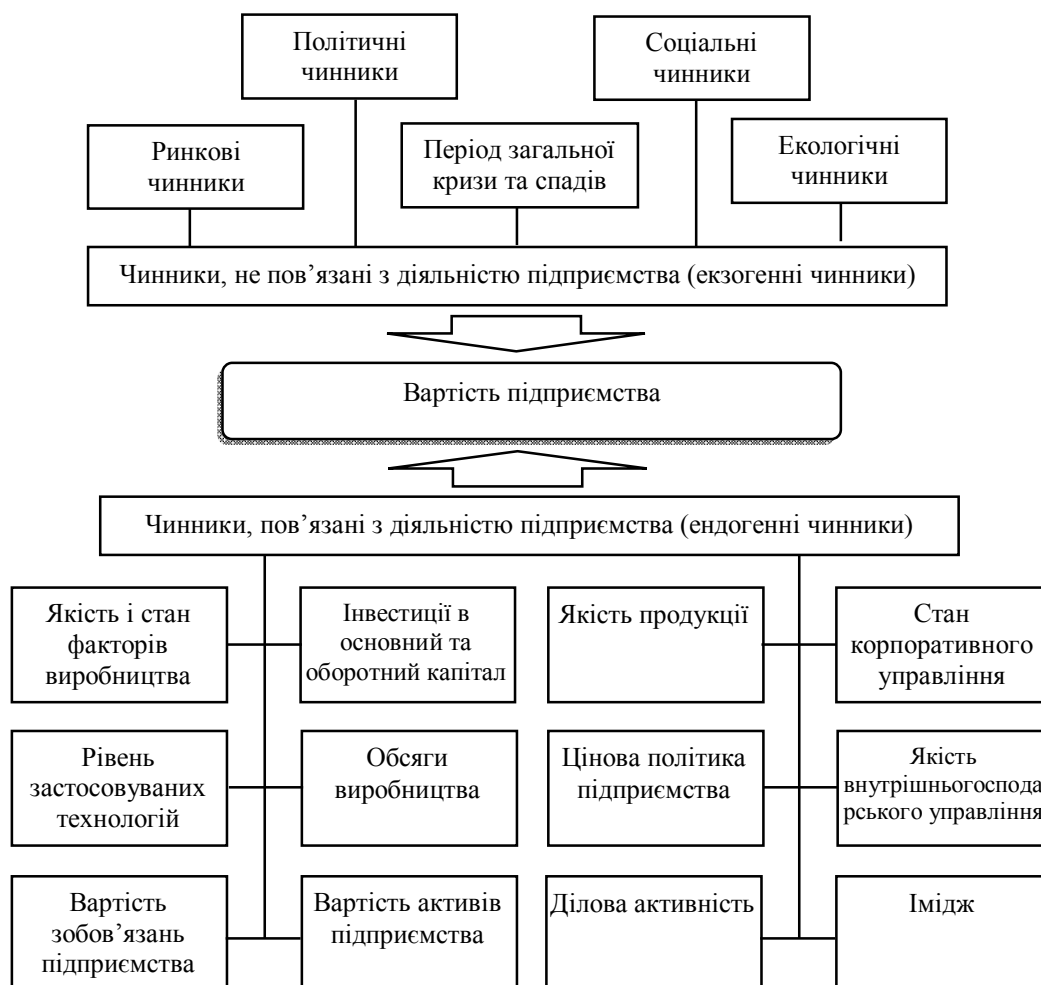
Концепція управління вартістю, основою якої є принцип максимізації вартості, є однією з найбільш ефективних, оскільки зміна вартості підприємства за певний період враховує практично всю інформацію, пов'язану з його функціонуванням. Відповідно, приймаючи те чи інше рішення, керівництво компанії повинне співвідносити наслідки його впливу на діяльність підприємства з вартістю. Е.Хелферт стверджує, що «головна мета менеджерів будь-якої компанії приймати такі рішення у фінансовій, інвестиційній і виробничій діяльності, що приведуть з часом до зростання вартості акціонерного капіталу» [7, ст.413.]. Отже, при розгляді декількох альтернативних рішень вибір робиться на користь того рішення, яке при інших рівних умовах дає більший приріст вартості компанії. Відповідним чином формується стратегічне планування на підприємстві.

Спрямованість на підвищення вартості є американською традицією практики господарювання. Нездатність менеджерів збільшувати ринкову вартість компанії вважається акціонерами професійною некомпетентністю, що завдає їм збитків і може призвести до втрати здійснених інвестицій при ворожому поглинанні чи падінні ринку цінних паперів [2].

Для того, щоб управління, орієнтоване на вартість, стало можливим, необхідною умовою є

наявність ефективних методів оцінки бізнесу (вартості підприємства). Як уже зазначалося вище, вартість підприємства є комплексним показником, що характеризує як внутрішній стан підприємства, так і вплив на нього зовнішніх чинників. У зв'язку з цим, визначення ринкової вартості підприємства є дуже

складним процесом, оскільки вона формується під впливом багатьох чинників (як фінансових, так і нефінансових) і має значну чутливість до їх зміни. Можна виділити внутрішні (ендогенні) та зовнішні (екзогенні) фактори вартості підприємства (рис.1).



**Рис. 1 Система факторів, що формують величину вартості підприємства.**

*Джерело:* сформовано автором на основі [5; 6].

До зовнішніх факторів, належать ті, які діють незалежно від менеджменту підприємства: попит, обмеження, накладені на бізнес (наприклад накладені державою обмеження щодо ціноутворення), співвідношення попиту та пропозиції, рівень фінансових, виробничих, маркетингових та інших видів ризиків, політичні чинники, конкуренція тощо.

Внутрішні фактори підприємства пов'язані з діями менеджменту, галузевою специфікою самого підприємства: темпи зростання продажів, чистого прибутку, ступінь ліквідності майна компанії, загальний фінансовий стан компанії, наявність нематеріальних активів, ділова репутація, кваліфікація персоналу тощо.

Таким чином, формуючись під впливом як внутрішніх, так і зовнішніх чинників, вартість підприємства є інтегрованим фінансовим показником, що на сьогодні став потужним інструментом в стратегічному управлінні.

В залежності від управлінських потреб найбільш інформативними видами вартості бізнесу є[8]:

- ринкова вартість чистих активів;
- капіталізація чистого прибутку;
- вартість бізнесу, як безперервно функціонуючого підприємства, що приносить дохід (discounted cash flow (DCF))

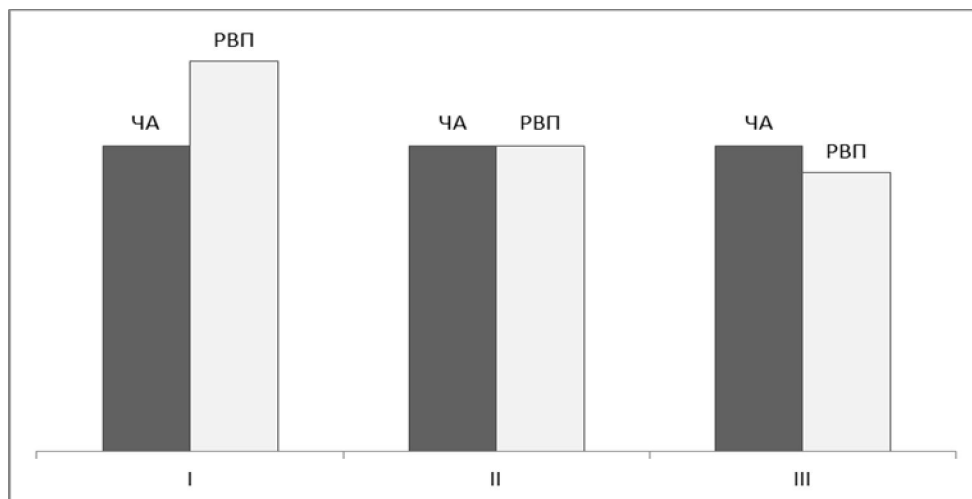
Показник ринкової вартості чистих активів відображає ціну, за якою може бути продане підприємство як майновий комплекс. Даний показник заснований на інформації про реальні активи, які знаходяться у власності підприємства, але не враховує перспективи його розвитку. Тим не менш, ринкову вартість чистих активів доцільно розраховувати за необхідності прийняття рішень щодо продажу майна підприємства, його реструктуризації чи виділення частини підприємства.

Оцінка вартості бізнесу, отримана за методом капіталізації чистого прибутку дає можливість дати експрес-оцінку вартості компанії і показує мінімальну суму, за якою може бути проданий бізнес як діюче підприємство у максимально короткі терміни. По суті, цей показник характеризує обсяг прибутку, який може бути отриманий при існуючих умовах за очікуваний період окупності інвестиції. Така оцінка дає можливість менеджменту проаналізувати доцільність рішень про продаж бізнесу, випуск цінних паперів чи провести порівняння з аналогами.

Вартість бізнесу, розрахована методом DCF, показує величину вільних грошових потоків, акумульованих бізнесом за визначений період часу з врахуванням альтернативних можливостей. Цей показник дозволяє оцінити потенціал бізнесу, його переваги перед конкурентами і максимальну ціну, за якою цей бізнес чи його частина можуть бути продані. Величину вартості дисконтованих грошових потоків рекомендують розбивати на найбільш впливові фактори [8]: економічний прибуток (EconomicalValueAdded), який відображає додану за

період вартість, з врахуванням альтернативних витрат, та обсяг інвестицій, направлених в розширення, яке в майбутньому збільшить вартість підприємства. По суті, такий розподіл вартості відображає джерела її створення. Так, уже створена вартість бізнесу характеризується показником EVA, який є основою для задоволення таких управлінських потреб як мотивація, оцінка ефективності, пошук напрямків інвестування. Від розміру інвестицій на розвиток залежить створення вартості бізнесу в майбутньому. На основі цього показника задовольняються потреби менеджменту щодо гарантій зростання, потенціалу підприємства в майбутньому.

Комплексне використання зазначених методів оцінки вартості бізнесу дає можливість оцифрувати результати діяльності підприємства за минулі періоди і створити базу для прийняття управлінських рішень, направлених на зростання вартості підприємства. Причому різні показники вартості не підлягають інтегруванню, а аналізуються окремо, порівнюються один з одним (рис. 2).



**Рис. 2** Варіанти співвідношення ринкової вартості чистих активів (ЧА) та вартості, визначеної методами капіталізації чистого прибутку та DCF (РВП).

Джерело: сформовано на основі [6, 8].

Бажаним є співвідношення, коли вартість підприємства як діючого бізнесу перевищує вартість чистих активів (I варіант), оскільки у цьому випадку можна говорити про наявність потенціалу бізнесу, перспектив його зростання. Саме такий бізнес буде привабливим для інвесторів.

Якщо ж ринкова вартість чистих активів перевищує вартість визначену методами капіталізації чистого прибутку та DCF, то це свідчить про наявність негативних умов господарювання підприємства (наприклад, вплив світової економічної кризи або затяжна збиткова діяльність підприємства з низьким рівнем управління тощо). В такому випадку менеджменту варто задуматись про продаж бізнесу чи його реорганізацію.

Отже, з розвитком концепції управління вартістю, потреба в оцінці бізнесу зростає, оскільки вартість підприємства стала важливим критерієм

оцінки ефективності підприємства. Причому варто зазначити ряд переваг вартості бізнесу як інтегрованого фінансового показника:

1. Управління вартістю є концепцією стратегічного управління, відповідно вартість підприємства застосовується при оцінці управлінських рішень в процесі стратегічного планування, в той час як складові цього показника (наприклад економічний прибуток) дають можливість оцінити результати поточного планування.

2. Вартість підприємства є більш інформативним, ніж інші показники діяльності підприємства. Це пов'язано з тим, що управління вартістю охоплює значну кількість початкових даних і враховує як внутрішні так і зовнішні фактори, як фінансові, так і не фінансові чинники.

3. В кризових умовах кожне управлінське рішення повинне прийматися з точки зору його

впливу на вартість підприємства. Показники, які використовуються в межах концепції вартісно-орієнтованого управління орієнтовані на динаміку і прогнозування вартості підприємства, що дає можливість вирішити конфлікт інтересів акціонерів і менеджерів та оцінювати ефективність використання капіталу підприємства [1].

## ВИСНОВКИ

Отже, на сучасному етапі розвитку теорії менеджменту, ринкова вартість бізнесу за своєю комплексністю не має рівних серед інших критеріїв ефективності підприємства, які не спроможні відобразити в єдиному значенні сукупність різних факторів мікро- та макросередовища. Використання концепції управління вартістю служить основою для

розробки стратегії підприємства, дає можливість оцінити потенційні можливості його розвитку, сприяє підвищенню інвестиційної привабливості і відповідно здатності підприємства виживати у довгостроковій перспективі. Відповідно головною метою менеджменту компанії стає не отримання прибутку в чистому вигляді, а максимізація вартості підприємства. В результаті проведеного дослідження автором доведено, що саме принцип максимізації вартості стає базою для оцінки результатів функціонування бізнесу, універсальною системою для управління як окремими підсистемами, так і підприємства в цілому, єдиною шкалою для виміру успіху в процесі реалізації стратегії. Тільки при наявності вказаного критерію забезпечується взаємоузгодженість, збалансованість та ефективність повсякденних зусиль на всіх рівнях управління.

## ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Афанасьєва, Т. А. Управління вартістю підприємства [Електронний ресурс] / Т. А. Афанасьєва. – Режим доступу: <http://intkonf.org/afanaseva-ta-upravlinnya-vartistvu-pidpriemstva/>.
2. Брезіцька О.В. Управління вартістю: фактори формування вартості підприємства [Електронний ресурс] / Проблеми підвищення ефективності інфраструктури (економічні науки). Збірник наукових праць. – 2011. – №31. - Режим доступу: <http://jml.nau.edu.ua/index.php/PPEI/article/view/346/335>.
3. Капаруліна М.С. Максимізація вартості підприємства як критерій ефективності його функціонування // Стратегічні пріоритети. – 2007. - №3(4). – С. 84-89.
4. Петруха С.В., Петруха Н.М. Економічна стратегія промислових підприємств: методологія, теорія та практика (частина 1) [Електронний ресурс] // Ефективна економіка. – 2013. - №2. - Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1786>.
5. Тарасенко С.І. Формування системи факторів вартості підприємства // Культура народів Причорномор'я. Проблеми матеріальної культури – економічні науки. Научний журнал - № 80. – Симферополь, изд. ТНУ, 2006. – С.149-153.
6. Турило А. М. Оцінка вартості підприємства в системі фінансово-економічної стратегії його розвитку // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С. 95-100.
7. Хелферт Э. Техника фінансового аналізу. 10-е изд. / Э.Хелферт. – СПб.: Питер, 2004. – 640 с.: ил. – (Серия «Академия финансов»).
8. Шульга А. Стоимость бизнеса как основа для принятия управленческих решений [Електронний ресурс] / А. Шульга, Я. Нагул. - Режим доступу: <http://uto-kiiev.com.ua/in6-4.html>

Одержано 15.03.2014 р.