

ФОРМУВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА: ГІПОТЕЗИ, ОСНОВОПОЛОЖНІ ЗАСАДИ, ІНСТРУМЕНТАРІЙ

У сучасній економіці вартісні категорії пронизують усі трансакції суб'єктів господарювання: консолідація капіталів, злиття і поглинання та купівля-продаж цілих підприємств стають сталими явищами реальної економіки у глобальному економічному просторі. Крім цього, головним індикатором оцінювання потенціалу розвитку та ефективності функціонування підприємства дедалі частіше висувається критерій створеної вартості та показники його капіталізації.

Виходячи із таких сформованих принципів корпоративного управління і засад оцінювання діяльності суб'єкта господарювання на ринку капіталів, розвиток будь-якої економічної системи й аналіз функціонування підприємства найдоцільніше відслідковувати на основі критеріїв створеної вартості. У такому контексті теорія вартості виступає базовою методологічною основою оцінювання економічних параметрів підприємства; концепція управління, орієнтованого на створення вартості, дедалі більше розглядається найефективнішою парадигмою менеджменту. Вартісні категорії динамічно набувають нового змісту і нових форм прояву; динамізм їх використання збільшує амплітуду, зміщує субординацію супутніх понять і критеріальні значення оцінених показників та індикаторів, і, як наслідок, передумовлює відмінні результати обчислених параметрів складових вартості за різними концепціями вартісного виміру.

Тенденція розвитку вартісної теорії характеризується широкою варіабельністю термінологічного ряду категорій, які у різний спосіб розкривають вартість окремих складових сукупного потенціалу підприємства. Традиційно вважається, що незалежно від того, виступає оцінювання кількісним чи якісним (формалізовані і неформалізовані показники), воно повинно проводитися у регламентованому порядку, згідно з формальною методологією та правилами, відповідно до канонів, прийнятих у сфері досліджень суспільних наук. Проте, значні розбіжності результатів різних систем вартісного оцінювання зумовлені відмінними їх концептуальними засадами і використанням багатьох суб'єктивних значень показників у вимірі створеної вартості підприємством, вказують на значну частину невирішених методологічних проблем у визначенні справедливої вартості підприємства. Наявність і розкриття в економічній літературі значної кількості вагомих недоліків у кожному із сучасних підходів і, відповідно, способів оцінки, з одного боку, сприяє постійному розвитку і вдосконаленню інструментів оцінювання, з іншого – формує певну стереотипність їх сприйняття за визначенням, змістовим і сутнісним наповненням. Ці фактори передумовлюють потребу фундаментальних досліджень саме методології оцінки вартості підприємства.

Метою статті є дослідження рівня обґрунтованості методологічної основи оцінних систем і моделей, методичної взаємоузгодженості формалізованих і неформалізованих показників, якісного рівня їх достовірності і можливості практичного застосування у визначенні як справедливої вартості власного капіталу підприємства, так і загального рівня його капіталізації.

Ціна компанії у процесі купівлі-продажу, злиття чи поглинання розглядається як функція від її поточної вартості, сформованої значною мірою ринковим механізмом оцінки акцій цієї компанії. Поточна вартість підприємства (бізнесу) об'єктивізується за суб'єктивним індикатором сприйняття ринком ефективності його корпоративної стратегії: вартість власного капіталу підприємства, оцінена як потенційна спроможність його сукупного потенціалу генерувати майбутні доходи, виступає відправним моментом ціни підприємства: “... розвиток економічної системи відбувається шляхом поступового освоєння потенціалу цієї системи, тому для керування таким процесом необхідно визначити межі потенціалу системи, в тому числі і з застосуванням фінансово-економічних показників, які стають індикаторами виміру досягнень” [1, с. 123].

Сучасні умови функціонування суб'єктів діяльності у глобальному економічному середовищі як додаткову продуктивну силу потенціалу підприємства висунули інформаційно-інтелектуальний ресурс, який повинен бути вимірним і оціненим. Перетворення інтелектуально-інформаційного потенціалу в домінуючий об'єкт власності, основний ресурс ефективного функціонування підприємства значно розширює методологічну і методичну основу економічного оцінювання. Практика економічного вимірювання цієї “нематеріальної економічної матерії” виступає вихідним пунктом і серцевиною методологічної основи систем оцінювання ринкової капіталізації підприємства.

Традиційно у статичному варіанті вартість компанії, її капіталізацію на ринку визначають за ринковим курсом її цінних паперів, що перебувають в обігу, а під додатково створеною вартістю йдеться

про зростання ринкової вартості власного (акціонерного) капіталу в різних інтерпретаціях: “Максимальна ринкова вартість оцінюваного підприємства можлива за умови, коли розглядається “ідеальна” ситуація ... мінімальне значення ринкової вартості підприємства відповідає ситуації, коли враховані всі поточні ризики, пов’язані з діяльністю оцінюваного підприємства” [2, с. 56].

Оцінка ринкової вартості власного капіталу підприємства розраховується за очікуваними майбутніми доходами (грошовими потоками), які приносить суб’єктивно оцінений потенціал підприємства, а тому за цією фіктивною капіталізацією ніяких реальних перетворень у вартості потенціалу в поточному моменті не криється.

Сучасна практика злиттів, поглинань і банкрутств відомих фінансових установ і компаній наводять чимало доказів надмірної розбіжності реальної і фіктивної вартості їх капіталів. Приведення капіталізованої вартості економічного потенціалу компанії до її реальної вартості зазвичай супроводжується значною втратою акціонерного капіталу: “... помилки у визначенні вартості, допущені об’єктивно чи свідомо, призводять до кризових явищ, стагнації виробництва, надмірного збагачення окремих та зубожіння великих прошарків населення” [3, с. 18]. Незважаючи на окремі збої вартісного виміру, аналітичні огляди оцінки функціонування провідних компаній і корпорацій засвідчують, що аналіз їх діяльності в ринкових процесах й надалі здійснюється на основі оперування вартісними поняттями за загальноприйнятими підходами до сучасних вимірювань корпоративної ефективності.

Засади сучасної методології оцінювання витікають із методологічних принципів раніше сформованих теорій вартості і капіталу, які із введенням нового фінансового інструментарію трансформувалися у сучасну концепцію теорії вартості (“робочу теорію вартості”). Визначення вартості економічного потенціалу, здатного у майбутньому приносити доход (генерувати грошові потоки) – основне спрямування методик сучасних систем виміру.

Достатньо зрозуміле завдання оцінити вартість за грошовим потоком ускладнюється потребою визначити у поточному моменті майбутню продуктивність сукупного потенціалу підприємства. Тобто концептуальні засади такої оцінки передбачають функцію трьох перемінних: грошових потоків, які генеруватиме актив, часу очікування цих грошових потоків і ступеня невизначеності прогнозу грошових потоків. З цієї причини розбіжності між оцінкою визначеної вартості компанії різними експертними групами можуть бути суттєвими, що пов’язано із наданням різної ваги суб’єктивним критеріям для прогнозування майбутнього впливу різних факторів на вартість компанії та оцінкою розвитку сегменту ринку, на якому вона працює: “це обумовлено розбіжностями у врахуванні окремих показників, впливом інфляції на їх формування, невідповідністю між балансовою та ринковою вартістю окремих активів та іншими об’єктивними причинами, які визначають необхідність використання коефіцієнтів значимості показників” [4, с. 52].

Формування теорії вартісних інструментів, очевидно, повинно б базуватися на об’ємнішому врахуванні заінтересованих сторін (міноритарних акціонерів) або, по-іншому, закладати у свою основу суспільний характер (ринкова вартість корпоративних цінних паперів значною мірою зосереджена в інституціональних інвесторів – пенсійних компаніях, страхових фондах тощо). Хоча, виходячи із концептуальних основ вартісного управління, й вважається, що вартість створюється для добробуту акціонерів, – цей аспект в оцінних системах носить більше декларативний і формальний характер, аніж змістовний. Цим підкреслюється потреба розширення оціночного уявлення про вартісну величину потенціалу суб’єкта з суспільної точки зору, а не лише з принципів оцінювання, ґрунтованих на механізмі координації вартісної взаємодії ринкових суб’єктів.

Традиційні фінансово-аналітичні системи оцінювання діяльності підприємства, що базуються виключно на фінансових показниках та індикаторах, оцінюючи поточну ефективність функціонування підприємства, переважно спрямовані на визначення рентабельності капіталу, але всього параметру створення вартості не охоплюють. Висновок про більш достовірне оцінювання ефективності функціонування підприємства вартісними індикаторами обґрунтовується тим фактом, що в сучасній економіці капітал дедалі більше інвестується в технології і комунікації (витрати на формування такого потенціалу і доходи від нього роз’єднані в часовому інтервалі), які не можуть бути достовірно оцінені традиційною фінансовою моделлю.

При аналізі акціонерної вартості за фінансовими показниками акцент в основному зосереджується на звітному прибутку у взаємозв’язку з ринковою оцінкою цього прибутку, вираженого відношенням ціна/прибуток на акцію. Проте, оцінюючи ефективність підприємства за вартісними критеріями, на практиці все ж значною мірою орієнтуються на показник прибутковості підприємства. Тому сучасні системи вартісного виміру є, по суті, дуалістичними теоріями, спираючись на прибутковість і примноження капіталу. В принципі, дуалізм оцінювання ефективності функціонування підприємства є неминучим для будь-якої економічної системи, оскільки через різноплановість цілей та напрямків

діяльності оцінювання пов'язують як з визначенням вартості ресурсів, так і рівня результатної діяльності. Тому, "показники і коефіцієнти оцінки фінансового стану підприємства, запропоновані Робертом С. Капланом, Дейвідом П. Нортонем, Хюбертом К. Рамперсардом, також відносяться до фінансової складової системи збалансованих показників" [5, с. 34].

Незважаючи на намагання консалтингових фірм подати свої системи виміру самодостатніми, на практиці оцінка акціонерної вартості здійснюється на основі двох альтернативних систем виміру: на основі показників фінансової (бухгалтерської) звітності і моделі дисконтованого грошового потоку. Для координації результатів цих моделей економісти пропонують використовувати додаткову систему, яка встановлює "системні взаємозалежності та взаємозв'язки між різними підходами до оцінки вартості підприємства, зокрема тими, які базуються на грошових потоках та показниках прибутковості, дозволяє виявити теорема обчислення показників ефективності, визначених на базі доходів та витрат підприємства" [6, с. 59-60].

Іншою індикативною основою, яка характеризує створення вартості, опираючись на бухгалтерський показник прибутку, є показники EVA і MVA. Концепція економічної доданої вартості (EVA – Economic Value Added) і ринкової доданої вартості (MVA – Market Value Added) – інформативна система показників обчислення ефективності підприємства, узгоджена з ринковими методами вартісної оцінки – розроблена Д.М. Стерном і Дж.Б. Стюартом. Мета цієї концепції, яка наведена у базовій праці "У пошуках цінності – посібник з управління економічною доданою вартістю" (1981 р.), полягає у створенні ефективної системи фінансового менеджменту для формування управлінських рішень, спрямованих для досягнення однієї мети – збільшення вартості власного капіталу підприємства.

З методологічної точки зору EVA являє собою просто модифікований і удосконалений критерій економічного прибутку. Тому, сам по собі показник EVA не дає достатнього уявлення про спроможність компанії досягати приросту додаткової вартості капіталу і в наступні роки. В кінцевому результаті якраз поточна вартість майбутньої EVA визначає ринкову вартість компанії. З цієї причини сам показник EVA неспроможний оцінювати на основі загальноприйнятих принципів справедливої вартості компанії. Показник Market Value Added є не що інше, як поточна вартість всіх очікуваних ринком майбутніх EVA, тобто різниця між ринковою вартістю компанії та інвестованим капіталом.

Дисконтовані потоки і показники економічної доданої вартості та ринкової доданої вартості базуються на багатьох припущеннях щодо розвитку компанії і її майбутньої ринкової вартості, а тому не завжди достовірні навіть для того економічного середовища, для якого вони були розроблені. Крім цього, при використанні цих методик на практиці "результати розрахунку коригуються через внесення поправок: на індивідуальні особливості підприємства, на ризики інвестування" [7, с. 206].

Для економік перехідного типу ці системи виміру вартості підприємства навряд чи можуть бути придатні для практичного використання: "На теперішній час такий аспект проблеми виміру вартості бізнесу, як коригуючий вплив транзитивної економіки на формування вартості підприємства не досліджений і не отримав достатньо повного відображення у сучасній економічній літературі" [8, с. 92].

Аналізуючи принципи і методи вартісного оцінювання в Україні, вказують на нерозвинутість фондового ринку, відсутність прозорості під час здійснення трансакцій, а також інформативності про угоди купівлі-продажу цінних паперів. Відсутність такої інформаційної бази свідчить про те, що біржові котирування вітчизняних підприємств "... не можуть бути орієнтиром для визначення ринкової вартості, а сама процедура оцінки бізнесу компаній, та їх цінних паперів містить комплекс досить складних аналітичних досліджень" [9, с. 91].

Недивлячись на те, оцінюється вартість компанії розвинутої економіки, чи підприємства перехідної економіки, методологічна основа сучасних систем виміру повинна зазнати суттєвих змін. Деякі фінансові аналітики і багато інвесторів прямо стверджують, що модель оцінки власного капіталу компанії за допомогою дисконтованого грошового потоку несумісна з непостійною і мінливою природою ринку: "У даному випадку ми маємо справу з типовою ситуацією, за якої за простенькою (з боку суто математичного) формулою дисконтування криється система різних реальних вартостей" [10]. На практиці результати дисконтованих грошових потоків, за якими здійснюють оцінку капіталу, підлягають обов'язковому коригуванню: деякі із вимушених поправок спираються на певну логіку, інші являються не більше чим прагматична реакція на конкретні аспекти бізнес-середовища, у якому приводиться розрахунок вартості капіталу [11, с. 244].

Незважаючи на методологічні вади оцінних систем, сама концепція Value Based Management є достатньо обґрунтованою, оскільки має своїм завданням збільшення вартості капіталу акціонерів. У вітчизняній практиці засади корпоративного управління, націленого на створення вартості, на думку автора цієї статті, повинні визнаватися пріоритетними. Формування вартості - тривалий, поступовий процес, чим компанії засвідчують серйозність своїх намірів працювати на українському ринку.

Напротивагу вартісному управлінню, прибуткова концепція більшою мірою засвідчує про наміри транснаціональних корпорацій чи інвестиційних проєктів заробити швидкі доходи.

Теорії фінансів, фінансового менеджменту раціонально висунули вартість капіталу і його зростання як критерій оцінки ефективності функціонування сучасного підприємства. При цьому розвиток глобальної економічної системи, мінливість і прискорення руху фінансових активів та інтелектуально-інформаційних ресурсів передумовлює пошук більш об'ємних методик оцінювання підприємства для формування нових засобів в інституційному інструментарії.

Методика дисконтування, що складає основу будь-якого із сучасних підходів до оцінки ринкової вартості підприємства і його капіталізації повинна зазнати суттєвих коригувань, оскільки охоплює надмірно довгий часовий інтервал. Ця майбутня оцінка, приведена до поточної вартості, ще більше посилює суб'єктивність критеріальних значень, закладених у алгоритм оцінних моделей. Крім цього, такі оцінки не передбачають офіційного підтвердження і не піддаються незалежній перевірці (аудиту) методично.

Розвиток методологічних засад для формування “прозорої” системи вартісного оцінювання з чіткими формалізованими базисними категоріями виступає передумовою побудови її надійної теоретичної основи. Подальший розвиток систем оцінювання вартісних параметрів підприємства і його капіталізації пропонується розглядати лише на основі результатів фундаментальних досліджень, які визначають формалізовану базу методологічно узгоджених показників.

Література

1. Кунцевич В.О. Поняття фінансового потенціалу розвитку підприємства та його оцінки // Актуальні проблеми економіки. Науковий економічний журнал / Національна академія управління (Україна). – 2004. - № 7 (37). – С. 123-130.
2. Перекупнєва Т.В. Побудова системи управління ринковою вартістю малих і середніх підприємств України // Академічний огляд. Науково-практичний журнал (Дніпропетровський університет економіки та права, Національний гірничий університет МОН України). – 2007. – С. 55-60.
3. Євтух О.Т. Теорія вартості через призму фінансів // Фінанси України. Науково-теоретичний та інформаційно-практичний журнал Міністерства фінансів України. – 2005. - №11. – С.7-20.
4. Проноза П.В., Кузнєцов В.В. Різні підходи до визначення ринкової вартості підприємства // Економіка розвитку. Науковий журнал (Харківський національний економічний університет). – 2003. - № 1. – С. 51-53.
5. Момот Т.В. Аналіз фінансової складової збалансованої системи показників // Бізнес Інформ. Науковий інформаційний журнал (Харківський національний економічний університет МОН України). – 2007. - № 12(1). – С. 31-34.
6. Терещенко О., Приймак С. Управління вартістю підприємства в системі контролінгу // Ринок цінних паперів України. – 2007. - № 1-2. – С. 53-60.
7. Дем'яненко І.І. Методичне забезпечення оцінки вартості підприємства // Вісник Хмельницького національного університету МОН України. – 2008. - № 3. Т. 1. – С. 203-211.
8. Панков В.А., Гаршина О.К. Теоретичні основи визначення вартості підприємства в транзитивній економіці // Вісник економічної науки України. Науковий журнал (Академія економічних наук України; Інститут економіки промисловості НАН України). – 2005. - №2. – С.91-94.
9. Мних О.Б. Оцінювання ринкової вартості підприємства: методологічні проблеми // Логістика. Вісник національного університету “Львівська політехніка” МОН України. – 2006. - № 552. – С. 87-94.
10. Башнянин Г.І., Турянський Ю.І. Ефективність капіталізації і лібералізації економічних систем в умовах ринкової транзиції: методологічні проблеми метрологічного аналізу. – Львів: Видавництво Львівської комерційної академії, 2008. – 480 с.
11. Ogier T., Rugman J., Spicer L. The real cost of capital: a business field guide to better financial decisions / Пер. з англ.; За наук. ред. О.Б. Вагченко. – Дніпропетровськ: Balance Business Books, 2007 – 288 с.