

Островська Г. Й., к.е.н., доцент

ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ ОЦІНЮВАННЯ ЕКОНОМІЧНИХ РЕСУРСІВ У СИСТЕМІ ФОРМУВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Управління підприємством, націлене на зростання його вартості, найповніше узгоджує інтереси суб'єктів, пов'язаних з його діяльністю. Вартісну парадигму управління іноді характеризують “корпоративною відповіддю революції акціонерів” [1, с. 37], додаючи при цьому, що “з ринком капіталу потрібно розмовляти мовою вартості, а не прибутку” [2, с. 16]. Показники капіталізації активів і зростання вартості капіталу розглядаються базовими, за якими оцінюють ефективність функціонування сучасного підприємства. Із загальноекономічного погляду вартісна характеристика підприємства є головним індикатором його інвестиційної вартості (привабливості).

Нестабільність ринків капіталів і економічні коливання економіки сформулювали додаткові вимоги як до самого процесу вартісного оцінювання підприємства і бізнесу, так і до принципового переосмислення методологічних засад існуючих моделей, систем і методик вартісного оцінювання. Р. Лістер, аналізуючи практичне застосування вартісних оцінних характеристик капіталу, зазначив: “Ведуться дебати щодо того, чи виражає вартість капіталу раціональні вимоги інвесторів Непереборні труднощі оцінки вимагають припущень, які є настільки небезпечними, що підривають корисність наслідків оцінювання” [3, с. 142].

Особливість функціонування та негативні тенденції у відтворенні власного капіталу вітчизняних підприємств – збитковість і пов'язані з нею негативні значення чистих грошових потоків, невиклата дивідендних платежів, некапіталізованість значної кількості наявних економічних ресурсів та інші вартісно-орієнтовані критерії, посилюють проблемність використання сформованих методик.

Авторитетний фахівець в галузі оцінки вартості компаній та бізнесу А. Дамодаран доводить, що “основні правила оцінки вартості однакові, незалежно від того, яку компанію оцінюють і на якому ринку вона здійснює свою діяльність” [4, с. 83]. Фінансові аналітики і консультанти компанії McKinsey вважають, що “багато прикладів взято з американської реальності, але фундаментальні принципи оцінки вартості і описані методи цієї оцінки прийнятні в будь-якій країні” [5, с. 18].

Однак можливості використання зарубіжних систем економічної оцінки компаній з деяким коригуванням на особливості вітчизняної економіки, на наш погляд, не настільки однозначні, як це переважно подається у вітчизняних публікаціях. Незважаючи на обґрунтування доцільності брати за основу загальноприйняті в міжнародній практиці методи, багато дослідників відзначають, що “в умовах України традиційні способи оцінки і насамперед метод дисконтованих грошових потоків недооцінюють потенціал українського бізнесу” [6, с. 229].

На тлі флуктуації фондових ринків і ринків капіталів, невизначеності підходів до оцінки перспектив розміщення інвестиційних ресурсів виникає ряд проблемних питань щодо можливості використання “класичних” систем і моделей на розвинених ринках, що пов’язано насамперед з рівнем використання прогнозних доходів і ставки дисконтування. Проблемні аспекти вартісного виміру стосуються не тільки методичного характеру, але і вироблених принципів положень економічної оцінки майбутнього потенціалу компаній, оскільки “іноді прогноз може складатися і на тривалий термін, аж до 40 періодів” [7, с. 95].

Для обчислення доданої вартості використовують загальновідомі формули, що базуються на дисконтуванні будь-якого вибраного виду доходів, грошових потоків, дивідендних платежів господарського суб’єкта, прогнозованих ставки дисконтування і довгострокового стабільного темпу зростання базового показника. Виходячи із показників діяльності підприємств та їх динаміки, використовуваних формул розрахунків доданої вартості за різними підходами, очевидним є факт неможливості їхнього застосування на вітчизняних підприємствах. В оглядовій перспективі, із введенням зобов’язальних приписів виходу підприємств на вторинний ринок цінних паперів, доцільне використання на початкових етапах методу визначення вартості із застосуванням мультиплікаторів ціна/обсяг реалізації або ціна/загальні витрати підприємства [8, с. 21].

У сучасному термінологічному апараті вартісних характеристик підприємства виникає плутанина у визначенні найважливіших чинників зростання або збереження вартості власного (акціонерного) капіталу підприємства. Це насамперед стосується кількісно невизначених за вартістю і недостатньо конкретизованих категорійно і термінологічно нематеріальних складових вартості і невідчутного капіталу підприємства, їх широкоамплітудною експертно-суб’єктивною оцінкою, розрахованою неформалізованими показниками і індикаторами. Результати дослідження тенденцій зміни чинників впливу на вартість підприємства дають змогу, на протипагу настійним обґрунтуванням, стверджувати, що нематеріальні активи (об’єкти інтелектуальних ресурсів) такої значимої функції на вартість підприємства не чинять. На нашу думку, власне завищена вартість неосяжної

складової капіталу спричиняє перекапіталізацію “рейтингових” підприємств, утворюючи надмірну величину фіктивного капіталу.

У практичній площині управлінській орган підприємства повинен вирішувати надскладне завдання – одночасно формувати прибуток і капіталізацію підприємства: “Саме через неможливість зробити єдину оцінку ефективності функціонування компанії як в стратегічному аспекті, так і в оперативному управлінні не дозволяє розглядати концепцію BSC як універсальну” [9, с. 67].

Аналіз різних систем і моделей вартісного вимірювання доводить, що різниця оцінних методик у використанні та агрегуванні неформалізованих показників обумовлює різні результати. Збалансована система показників (Balanced Scorecard – BSC) та інші концепції (наприклад, The Technology Broker) виміру неосяжного капіталу підприємства, що використовують методи прямого вимірювання чи ринкової капіталізації, гранично відійшли від кількісних оцінок, інтегруючи у свою модель експертним чином визначені якісні характеристики нематеріальних активів фірми. Існуючі методичні підходи до побудови різноформатних систем вартісного оцінювання інтелектуального капіталу лежать у площині “арифметичної вартості” найрізноманітнішої “комбінаторики”, охарактеризованих, в той чи інший спосіб, його складових (бренд, людський капітал, ділова репутація, енергія торгової марки тощо). Вартісний вимір здійснюється за двома спрямуваннями – на базі агрегування неформалізованих індикаторів або витрат на їх утворення за принципами стандартизації фінансової звітності.

Враховуючи надмірну складність і одночасно елементарну можливість з прогнозування та визначення майбутніх доходів, крайній суб’єктивізм встановлення кон’юнктури галузевого ринку продукції та проблемність оцінювання ставки дисконтування (рівень ризику бізнесу), темпів зростання майбутніх прибутків і вироблення політики дивідендних виплат, вітчизняні науковці дотримуються позиції про більшу об’єктивність національної системи вартісного оцінювання, що ґрунтується на майновому підході [10, с. 177]. За базову основу приймається як сам зміст поняття “витратний підхід” (cost approach), який розглядається як “підхід за активами” (asset approach). Майбутній потенціал економічних ресурсів, на наш погляд, має бути уточнений (скоригований) з урахуванням продуктивної і репродуктивної здатності капіталу підприємства. Проблематика побудови такого багатовимірного показника, як всеосяжного критерію економічної ефективності використання наявних економічних ресурсів підприємства й одночасно їх потенційної здатності створювати майбутні доходи, є глобальною. Саме тому, характеризуючи цільовий взаємозв’язок доходів і зростання вартості компанії, англійський економіст М. Байє розмежував цілі підприємства, вказавши, що

“мета більшості компаній – максимізація прибутку або вартості компанії” [11, с. 23].

Таким чином, проблема об’єктивності методології сучасних моделей економічної оцінки вартісних характеристик підприємства проявляється у використанні великої кількості припущень, виражених неформалізованими показниками і індикаторами, які викликають неадекватність результатів теорії та їх практичної реальності. Внаслідок зміни фінансової архітектури глобальної економіки, формулювання “посткризової моделі бізнесу” і, як наслідок, результатів вартісного виміру реального потенціалу підприємства, система економічної оцінки повинна ґрунтуватися на міждисциплінарній методологічній основі. Розроблення вітчизняної системи вартісного оцінювання повинно формуватися на основі майнового підходу з використанням формалізованої аналітики та офіційно підтверджених джерел інформації. Розвиток концептуальних засад формування вірогідної аналітичної бази оцінювання вартісних параметрів потенціалу підприємств пов’язується з оцінкою наявних економічних ресурсів та оцінених нематеріальних активів підприємства, обчислених з урахуванням фінансової концепції збереження капіталу і ресурсної концепції.

Література

1. Мартін Дж. VBM – управління, що базується на вартості. Корпоративна відповідь революції акціонерів / Дж. Мартін, В. Петті; пер. з англ.; за наук. ред. О.Б. Максимової, Ю.І. Шарাপової. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2006. – 272 с.
2. Экклз Р. Революция в корпоративной отчетности. Как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли / Р. Экклз, Р. Герц, Э.М. Киган, Д. Филипс / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: Олимп-Бизнес, 2002. – 400 с.
3. Lister R. Cost of capital: the case for the prosecution / R. Lister // Investment Management and Financial Innovations. International Research journal, Volume 2, Issue 2, 2005. – P. 142-157.
4. Damodaran A. Value Creation and Enhancement: Back to the Future / A. Damodaran. – Los Angeles: Stern School of Business, 1999. – 468 p.
5. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Мурин; пер. с англ. – [2-е изд., стер.]. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576 с.
6. Момот Т.В. Вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління акціонерними товариствами: теорія, методологія і практика: дис. ... д-ра екон. наук: 08.07.03 – економіка будівництва / Т.В. Момот. – Харківська національна академія міського господарства, 2006. – 426 с.
7. Кеннет Ф. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / Ф. Кеннет; пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 256 с.
8. Яремко І.Й. Оцінювання та формування вартості машинобудівних підприємств: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (машинобудування та приладобудування) / І.Й. Яремко. – Національний університет “Львівська політехніка”, 2010. – 43 с.
9. Чумаченко М.Г. Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу / М.Г. Чумаченко, В.А. Панков // Фінанси України. – 2004. – № 2. – С. 66-79.

10. Яремко І.Й. Оцінка ринкової вартості підприємства: майновий (витратний) підхід / І.Й. Яремко // Прометей. – 2007. – №2 (23). – С. 174-178.

11. Байе М. Управленческая экономика и стратегия бизнеса / М. Байе; пер. с англ. В.Н. Егорова; под ред. А.М. Никитина. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999. – 743 с.

Паламарчук В. П., ст. гр. ФСГм-11
Рендович П. М., к.е.н.

СУТЬ ТА КЛАСИФІКАЦІЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПІДПРИЄМСТВ

Існують різні підходи до визначення поняття “грошовий потік”. Найпростіше визначення запропоновано Е. Джонсом: “... у бізнесі рух грошей є ключовим чинником його прогресу й успіху. Ми називаємо це потоком коштів” [2].

Б. Коласс дає більш точне та ширше визначення поняття “грошовий потік”: “Під загальним грошовим потоком варто розуміти надлишок коштів, що утвориться на підприємстві в результаті всіх операцій, пов’язаних і не пов’язаних з господарською діяльністю. Таким чином, він складається з господарського залишку коштів (грошовий потік від господарської діяльності) і грошового потоку, не пов’язаного з господарською діяльністю” [3].

У буквальному значенні cash-flow перекладається як грошовий потік, потік касової готівки, потік коштів. Грошовий потік однієї операції (однієї угоди) чи цілого підприємства становить собою гроші, що залишаються на підприємстві. Іншими словами, це різниця між прибутком (надходженням у касу) і витратами (виплатою з каси) у результаті однієї чи всіх операцій [1].

Оксфордський тлумачний словник [5] визначає cash-flow таким чином: “cash-flow (рух готівки) – суми готівки, отримані чи виплачені підприємством, що часто аналізуються по різних статтях. План руху готівки (чи наявний бюджет) установлює всі очікувані в даному періоді платежі і надходження”.

Грошові потоки підприємства можуть бути класифіковані за різними ознаками. А отже, саме з метою ефективного управління грошові потоки підприємства доцільно класифікувати за наступними ознаками:

1. За масштабами обслуговування: грошові потоки по підприємству в цілому; грошові потоки по структурних підрозділах; по окремих господарських операціях, а також по видах продукції.

2. За видами господарської діяльності грошові потоки класифікують на: грошові потоки по операційній, фінансовій та інвестиційній діяльності.

3. За напрямком руху грошових коштів: вхідний грошовий потік – сукупність надходжень грошових коштів по підприємству; вихідний грошовий потік – сукупність всіх видатків по підприємству. Як вхідний, так і вихідний