

ВИКОРИСТАННЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОГО КРИТЕРІЮ МАКСИМІЗАЦІЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

О. І. ДАВИДОВ, кандидат економічних наук
(Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна)

Анотація. Розглянуто зміст результативного критерію максимізації вартості підприємства. Досліджено відмітні особливості вартісного критерію результативної діяльності підприємства порівняно з альтернативним критерієм у вигляді зростання прибутку. Обґрунтовано переваги використання результативного критерію у формі максимізації вартості підприємства.

Ключові слова: результативний критерій, результат діяльності підприємства, максимізація вартості підприємства, вартісний критерій, зростання прибутку.

У ринковій економіці ефективно та стійке функціонування підприємства слід забезпечувати шляхом його цілеспрямованого розвитку, досягнення суб'єктом господарювання бажаних результатів діяльності. Вихідним пунктом розв'язання цієї проблеми є визначення результативних критеріїв діяльності підприємства.

У просторі багатоцільових векторів розвитку особливий інтерес підприємства проявляється у спрямованості діяльності на максимізацію його вартості в рамках реалізації інноваційної концепції вартісно-орієнтованого управління – Value-Based Management (VBM).

Водночас традиційним і найбільш розповсюдженим у сучасних умовах господарювання цільовим орієнтиром виступає зростання прибутку.

Наявність такої альтернативи результативного критерію максимізації вартості підприємства потребує більш глибокого осмислення його змісту в площині виявлення відмітних особливостей порівняно з орієнтацією в діяльності підприємства на зростання прибутку, актуалізує необхідність обґрунтування переваг використання вартісного критерію.

Останнім часом значний внесок у дослідження питань використання результативного критерію діяльності підприємства у формі максимізації його вартості зробили такі вітчизняні

і зарубіжні вчені-економісти, як Т. Л. Керанчук [5], Н. А. Мамонтова [8], О. О. Терещенко [10], А. М. Турило [11], І. В. Івашковська [2, 3], Т. В. Теплова [9], Т. Коупленд [6], Т. Коллер [6], Дж. Муррін [6] та ін.

Проте наразі в економічній науці лише частково розкрито сутнісні основи вартісного критерію результативної діяльності підприємства, не досліджено достатньою мірою відмітні особливості цього критерію порівняно з альтернативним критерієм – зростанням прибутку; до кінця не обґрунтовано пріоритетність цілепокладання в діяльності підприємства у вигляді максимізації його вартості.

Мета дослідження – обґрунтувати переваги використання результативного критерію у формі максимізації вартості підприємства порівняно з орієнтацією в його діяльності на зростання прибутку.

Вартість підприємства є грошовим еквівалентом його цінності. В основі цінності цього специфічного товару в ринковій економіці лежить корисність, а корисність підприємства визначається бажаним результатом його діяльності для всіх зацікавлених осіб, тобто стейкхолдерів.

Підприємство в сучасних умовах ринкових трансформацій є об'єктом реалізації інтересів різних груп стейкхолдерів – власників, кредиторів, менеджерів, персоналу, партнерів підприємства, суспільства. Причому в ін-

новаційній економіці зростає роль взаємодії між стейкхолдерами, які з метою отримання вигод від зв'язків з компанією залучені в активні або пасивні форми участі в її операціях [2, с. 136–137].

Кожна з груп стейкхолдерів прагне зробити свій внесок в інтегральний результат діяльності підприємства у вигляді приросту його вартості та розраховує на задоволення власних інтересів, тобто отримання відповідної вигоди. Тому ефективно і стійке функціонування підприємства має ґрунтуватися на регулярному відстеженні системи інтересів усіх груп стейкхолдерів, прийнятті своєчасних заходів щодо їх узгодження і балансування.

Розв'язати вищевказану проблему можливо лише в разі забезпечення цілеспрямованого розвитку підприємства на основі результативного критерію у формі максимізації вартості суб'єкта господарювання. В такому критерії в концентрованому вигляді відображаються очікування вигод усіма зацікавленими у діяльності підприємства особами.

Прагнення до зростання прибутку звичайно обґрунтовується необхідністю фінансування за рахунок цього джерела доходів (дивідендів) власників підприємства. Водночас зацікавленість акціонерів у збільшенні потоку дивідендів можна розглядати тільки протягом тривалого часу, тобто в довгостроковій перспективі [1, с. 10–11].

Власники підприємства (акціонери) є ініціаторами бізнесу, формують власний капітал суб'єкта господарювання і беруть на себе значні ризики. Тому вони мають право на отримання додаткового прибутку, що створюється підприємством, і найбільшою мірою зацікавлені у зростанні прибутку. Проте ця обставина не може слугувати основою для ігнорування власниками підприємства інтересів інших економічних суб'єктів по відношенню до підприємства.

Філософія бізнесу полягає в тому, що для найкращого задоволення своїх інтересів власники підприємства повинні враховувати інтереси інших стейкхолдерів – менеджерів, персоналу, партнерів підприємства, суспільства загалом. Таку проблему неможливо розв'язати

в межах використання результативного критерію у вигляді зростання прибутку.

Досягнення гармонії багатьох інтересів різних категорій стейкхолдерів забезпечується цілеспрямованою діяльністю підприємства (компанії) щодо створення доданої вартості для стейкхолдерів [3, с. 59].

Застосування вартісного критерію активізує процес формування в довгостроковому періоді часу позитивного результату діяльності підприємства для його власників, забезпечує трансформацію формального цілепокладання в постановку мети з урахуванням способу її досягнення через збільшення вартості для всіх зацікавлених осіб.

Максимізація вартості підприємства як результативний критерій його діяльності має високий рівень об'єктивності.

Даний критерій виражає комплексну оцінку минулих, теперішніх і майбутніх результатів операційної, фінансової, інвестиційної діяльності підприємства; характеризує сумарний ефект різних напрямів бізнесу і функціонування структурних підрозділів, а також у консолідованому вигляді враховує грошові потоки в його взаємовідносинах з багатьма учасниками господарської діяльності.

На противагу цьому критерій зростання прибутку недостатньо об'єктивно виражає результат діяльності суб'єкта господарювання, перш за все через те, що не дає повного уявлення про рух грошових потоків, по суті, обмежуючи їх балансом поточних доходів і витрат.

Показник прибутку не можна використовувати як об'єктивний критерій перспективності бізнесу також тому, що вимірює результати минулої діяльності компанії, а не її майбутній потенціал [4, с. 90].

Крім того, самі підприємства (компанії) можуть систематично коректувати прибуток у зворотному напрямку – в бік зниження через такі причини:

- навмисно низька (навіть від'ємна) рентабельність компанії полегшує її керівництву отримання контролю в період приватизації шляхом скорочення кількості зовнішніх претендентів на великі пакети акцій і дешевої скупки акцій у дрібних акціонерів;

- з метою оптимізації оподаткування компанія прагне знизити оподатковуваний прибуток до рівня, що достатній для власного розвитку;
- при певній фінансовій схемі роботи з партнером компанія може бути зацікавлена в продажу йому продукції навіть за собівартістю, з подальшим виведенням прихованого таким чином прибутку в «офшорні підприємства», тобто компанія «не показує» свій прибуток для оподаткування;
- працівники-співвласники компанії можуть наполягати на високій заробітній платі, що спонукає керівництво нарощувати витрати виробництва за рахунок зростання фонду оплати праці, скорочуючи при цьому прибуток;
- висока, неодноразово переоцінена вартість основних засобів компанії створює можливість для акумулювання значних амортизаційних відрахувань, достатніх для поточного оновлення обладнання без залучення прибутку;
- особи, що приймають рішення, не є єдиними отримувачами доходів фірми і тому можуть бути зацікавлені не стільки в максимізації загального доходу, скільки в максимізації своєї частки в ньому [7, с. 64–65].

Результативні критерії у формі максимізації вартості підприємства і зростання прибутку відрізняються один від одного за характером формування результату господарчої діяльності.

Якщо результат у вигляді прибутку є поточним і відтворювальним (у кожному наступному році його величина заново формується, розраховується і використовується), то приріст ринкової вартості підприємства (разом із приростом власного капіталу) за своєю суттю є накопичувальним. Це пояснюється тим, що величина приросту вартості підприємства додається до базового значення цього показника, яким є значення відповідного показника, що нагромаджено наростаючим підсумком за всі попередні періоди функціонування підприємства [11, с. 39–40].

Вартість, на відміну від інших показників, що характеризують результати діяльності підприємства (компанії), довгострокова за своєю

суттю [12, с. 484]. Тому з погляду цільової формалізації результату діяльності підприємства критерій максимізації його вартості являє собою стратегічну мету, досягнення якої передбачає формування в довгостроковій перспективі бажаного результату у вигляді прирощування вартості підприємства.

Отже, результативна діяльність підприємства в цьому випадку орієнтована не тільки на створення його вартості в поточний момент часу, але й на активізацію вартісно-утворюючих процесів на підприємстві на віддалену перспективу.

У свою чергу, результативний критерій максимізації прибутку означає постановку оперативної мети, яка є формою вираження поточного результату діяльності суб'єкта господарювання в короткостроковому періоді.

Для отримання приросту прибутку в поточному році підприємство може відмовитися від напрямів бізнесу і проектів, які є перспективними з погляду генерування потоку прибутку в майбутньому. У підсумку орієнтація на короткострокову мету у вигляді зростання прибутку може закласти підвалини для її зниження у довгостроковому періоді. В цьому полягає глибока суперечливість максимізації прибутку як результативного критерію господарської діяльності.

На відміну від прибутку, заснованому на бухгалтерській моделі аналізу, вартісний критерій враховує у разі формування результату діяльності підприємства ринкові параметри його розвитку: час, ризик, ринкову ціну залученого капіталу й ін.

У вартості підприємства відображається зміна цінності грошей у часі, яка відбувається через інфляцію і здатність грошей приносити різний дохід залежно від варіантів інвестування.

Ризик пов'язаний із імовірнісною невизначеністю отримання результату діяльності підприємства у формі приросту його вартості. Причому різним рівням ризику відповідає неоднакова значущість такого результату: більш високий ризик висуває підвищення вимоги до результату як абсолютної величини бажаного ефекту функціонування підприємства у вигляді приросту його вартості.

Фінансовою основою створення вартості підприємства в процесі його діяльності є власний і залучений капітал. Капітал є ринковим товаром і, відповідно, має свою ціну. Ця ціна, з одного боку, визначає рівень дохідності, який очікують інвестори – постачальники власного й позикового капіталу від вкладень у підприємство; з іншого боку, характеризує рівень витрат підприємства із залучення капіталу для фінансування своєї діяльності, але не фактичних бухгалтерських витрат, а альтернативних витрат із залучення капіталу на ринку.

Величина витрат на капітал виступає бар'єрою (пороговою) ставкою дохідності за залученим капіталом компанії, яка є своєрідним «вхідним білетом» на ринок [9, с. 18].

З огляду на це, формування результату діяльності підприємства у вигляді приросту його вартості істотно впливає капітал і ціна його залучення на ринку.

Показник вартості підприємства найбільш адаптований до управлінського процесу, оскільки характеризує системний результат управлінських дій в умовах трансформацій внутрішнього та зовнішнього середовища; з урахуванням сценарності й альтернатив роз-

витку господарської діяльності, зміни цінності грошей у часі та рівня ризиків.

Управлінська адаптивність у критерію прибутку значно нижча через обмеження традиційної бухгалтерської моделі аналізу, що покладена в основу цього критерію.

Успішний результат за логікою бухгалтерської моделі являє собою ситуацію утворення бухгалтерського прибутку, коли зароблена виручка покриває здійснені підприємством фактичні чи явні витрати. При цьому бухгалтерська модель аналізу фокусується на вираженні результату діяльності, вже досягнутого компанією; виключає альтернативність можливих управлінських дій; не спрямовує аналіз у бік проблеми невизначеності очікуваного результату; викликає сумніви з погляду придатності у процесі управління для повноцінного фінансового аналізу перспектив і оцінки стратегічної ефективності підприємства (компанії) [2, с. 58–62].

Ураховуючи проведені дослідження, порівняльна характеристика результативних критеріїв максимізації вартості підприємства і зростання прибутку має такий вигляд (табл. 1).

У сучасних умовах відбувається поступова трансформація класичного визначення осно-

Таблиця 1

Порівняльна характеристика результативних критеріїв максимізації вартості підприємства та зростання прибутку (авторська розробка на основі [1–3, 10, 11])

Ознаки порівняння	Результативні критерії діяльності підприємства	
	Максимізація вартості підприємства	Зростання прибутку
Відображення в результаті діяльності підприємства інтересів стейкхолдерів	Враховування інтересів усіх стейкхолдерів	Спрямованість на задоволення інтересів окремої групи стейкхолдерів – власників підприємства
Рівень об'єктивності результату діяльності підприємства	Високий	Низький
Процес формування результату діяльності підприємства	Виражає накопичувальний результат	Характеризує відтворювальний результат
Цільова формалізація результату діяльності підприємства	Постановка стратегічної мети діяльності, досягнення якої пов'язано з отриманням результату в довгостроковій перспективі	Постановка оперативної мети діяльності, яка є формою вираження поточного результату функціонування підприємства в короткостроковому періоді
Враховування в результаті діяльності ринкових параметрів розвитку підприємства	Враховує	Не враховує
Управлінська адаптивність	Висока	Низька

вної мети діяльності компанії (підприємства) у вигляді максимізації прибутку в максимізацію його вартості [8, с. 22]. Цей процес супроводжується переходом від традиційної бухгалтерської моделі до фінансової (вартісної) моделі аналізу та розвитку діяльності підприємства.

Виконаний аналіз конкретизує пріоритетні можливості використання в результативній діяльності підприємства вартісного критерію порівняно з критерієм зростання прибутку, зумовлює кардинальні зміни цільових орієнтирів у процесі функціонування суб'єкта господарювання в бік максимізації його вартості.

Результативний критерій максимізації вартості підприємства виражає стратегічну спрямованість його діяльності на досягнення накопичувального результату в довгостроковій перспективі з погляду отримання вигод усіма стейкхолдерами. Цей критерій характеризується високим рівнем об'єктивності та управлінської адаптивності, урахуванням у результативній діяльності підприємства ринкових параметрів його розвитку.

Сукупність відмітних характеристик результативного критерію максимізації вартості підприємства зумовлює його пріоритетне використання в діяльності суб'єкта господарювання порівняно з цільовим орієнтиром – зростанням прибутку.

Виявлення відмітних особливостей вартісного критерію результативної діяльності підприємства має важливе значення для його реалізації у системі оцінки й управління вартістю підприємства.

Подальші дослідження в цьому напрямі пов'язані з пошуком відповідних методичних підходів до вимірювання вартості підприємства, з розробкою алгоритму прийняття управлінських рішень на основі максимізації вартості суб'єкта господарювання.

ЛІТЕРАТУРА

1. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам: Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Г. Арнольд; [пер. с англ.; под науч. ред. О. Б. Максимовой]. – Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2007. – 752 с.
2. Ивашковская И. В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И. В. Ивашковская. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 430 с.
3. 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://ecsocman.hse.ru/mags/cfjournal>. – Назва з екрана.
4. Ищенко Е. Прибыль как критерий эффективности функционирования предприятия / Е. Ищенко // Экономист. – 2005. – № 8. – С. 90–92.
5. Керанчук Т. Л. Концепція вартісно-орієнтованого управління підприємством та можливості її адаптації в Україні / Т. Л. Керанчук // Фінанси України. – 2011. – № 7. – С. 104–113.
6. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление : [пер. с англ.] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
7. Ласточкин Ю. В. Модели управления добавленной стоимостью и прибылью в крупных производственных компаниях / Ю. В. Ласточкин, И. И. Ицкович // Экономика и математические методы. – 2005. – Т. 41. – № 2. – С. 64–73.
8. Мамонтова Н. А. Побудова системи управління вартістю компанії / Н. А. Мамонтова // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 1. – С. 21–26.
9. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т. В. Теплова. – М. : Вершина, 2007. – 272 с.
10. Терещенко О. О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту / О. О. Терещенко, М. В. Стецько // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 91–99.
11. Турило А. М. Фінансово-економічні аспекти оцінки результатів і ефективності діяльності підприємства / А. М. Турило, О. А. Зінченко // Фінанси України. – 2008. – № 8. – С. 35–44.
12. Экономический потенциал административных и производственных систем : монография / под общ. ред. О. Ф. Балацкого. – Сумы : Унив. кн., 2006. – 973 с.

А. И. Давыдов, кандидат экономических наук (Харковский национальный университет имени В. Н. Каразина). **Использование результативного критерия максимизации стоимости предприятия.**

Аннотация. Рассмотрено содержание результативного критерия максимизации стоимости предприятия. Исследованы отличительные особенности стоимостного критерия результативной деятельности предприятия по сравнению с альтернативным критерием в виде роста прибыли. Обоснованы преимущества использования результативного критерия в форме максимизации стоимости предприятия.

Ключевые слова: результативный критерий, результат деятельности предприятия, максимизация стоимости предприятия, стоимостной критерий, рост прибыли.

O. I. Davydov, Cand. Econ. Sci., associate professor (V. N. Karazin Kharkiv National University). **Use of a resultative criterion for maximum increase of enterprise value.**

Summary. There is considered the essence of a resultative criterion for maximum increase of enterprise value. There are researched peculiarities of a value criterion of resultative activity of an enterprise in comparison with an alternative criterion such as profit growth. There are also given reasons for priority use of a resultative criterion in the view of enterprise value maximum increase.

Keywords: a resultative criterion, a result of enterprise activity, maximum increase of enterprise value, a value criterion, profit growth.