

ІДЕНТИФІКАЦІЯ ТА ОЦІНКА ЧИННИКІВ ФОРМУВАННЯ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ: ТЕОРЕТИКО-ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ

© Мних О.Б., 2007

Розглянуто теоретико-методичні та прикладні аспекти оцінювання вартості підприємства і джерела її формування на основі вивчення досвіду іноземних та вітчизняних компаній. Проблему розглянуто з погляду зростання капіталізації економіки країни та господарюючих суб'єктів як важливого чинника зміцнення конкурентних переваг. Узагальнено зарубіжний і вітчизняний досвід щодо виявлення довгострокових джерел формування вартості. Особливу увагу акцентовано на необхідності визначення спільних видів діяльності ділових партнерів для формування вартості для клієнтів.

In the article the theoretical-methodical and applied aspects of evaluation and long-term sources of forming of market value of enterprise are examined on the basis of study of experience of foreign. A problem is examined under the corner of growth of capitalization of economy of country and being in a charge subjects as important factor of strengthening of competitive edges. Generalized foreign and domestic experience in relation to the exposure of long-term sources of forming of cost. The special attention is accented on the necessity of determination of general views of activity of business partners for forming of cost for clients.

Постановка проблеми. Перехід до ринкового механізму господарювання значно підвищив актуальність дослідження такого поняття, як “ринкова вартість підприємства” та чинників її зростання. Недокапіталізована економіка країни, її структурна недосконалість при розбалансованому фондовому ринку та високому рівні монополізації товарних ринків призведе до різкого загострення проблеми її конкурентоспроможності.

У “Програмі соціально-економічного розвитку України на 2006 рік” з'явився розділ “Фондовий ринок”, в якому поданий прогноз розвитку ринку цінних паперів за такими параметрами, як обсяги торгів і рівень капіталізації. Отже, вперше на рівні держави зроблена спроба планування розвитку такого значущого сегменту фінансового ринку, як фондовий ринок, і вперше в українське законодавство введено визначення “фінансового інструменту”. Навіть після прийняття в 2006 році ЗУ “Про холдингові компанії в Україні”, орієнтованого на вирішення проблем підконтрольності і керованості в державних холдингах, практично неврегульованими залишилися економічні стимули для концентрації капіталу і активів в єдині компанії, а також механізми співпраці з приватним капіталом, оскільки акценти зроблені на необґрунтованих, з погляду корпоративних відносин, обмеженнях власників у створенні холдингів. 26 червня 2006 року на засіданні Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ) значну увагу було приділено проекту Закону України “Про внесення змін до Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” (щодо оподаткування емісійного доходу), який був прийнятий 17 листопада 2006 року Верховною Радою України, і його впливу на діяльність компанії з управління активами. Законопроектом пропонувалося доповнити пункт 4.2 статті 4 нормою, відповідно до якої сума одержаного платником податку емісійного доходу не включається до складу валового доходу. Така норма була чинною до 01.07.2004 року (вилучена Законом України „Про внесення змін до Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” №1957-IV від 01.07.2004 року). *Звільнення від оподаткування емісійного доходу сприятиме якісному зростанню числа публічних вітчизняних компаній на фондовому ринку.* Поточний 2006 рік став рекордним з розпродажів збиткових державних холдингів (ліквідуються ДАК “Укррудпром”, “НАК “Вугілля України”, ДАК “Укрполіметали”).

Збитковість і банкрутство АТ обезцінюють їх активи, причому ризики фінансових інструментів вищого рівня (ф'ючерсів, опціонів тощо) значно вищі від ризиків їх базового рівня ; ризики операцій з грошовими засобами вищі від операцій з реальним товаром.

Низька капіталізація знижує інноваційно-інвестиційну привабливість виробничої сфери і гальмує потік інвестицій у фінансовий сектор (станом на 1 січня 2006 р. найбільші обсяги прямих іноземних інвестицій були зосереджені на підприємствах оптової торгівлі та їх посередників; їхня частка 16,0 % від загального обсягу інвестицій; водночас на машинобудування припадало 6,3 %). Інвестиції існують лише тоді, коли створюється новий реальний капітал. Через політичні та економічні ризики темпи зростання інвестицій у 2005 р. основний капітал у 2005 р. різко знизилися до 1,9 %. Тому ФДМУ розроблено комплекс заходів , що стосуються вдосконалення механізму капіталізації прибутку акціонерних товариств і спрощення порядку виплати дивідендів акціями товариства з метою підвищення прозорості процесу приватизації і , зокрема, під час реалізації програм, що фінансуються міжнародними організаціями-донорами – Британським фондом Ноу-Хау, ЄБРР, ЄС, Міжнародною фінансовою корпорацією (IFC), Агентством США з міжнародного розвитку (USAID) та Світовим банком. Про актуальність цієї проблеми свідчить проведений у жовтні 2006 року в м. Києві II Міжнародний форум “ІРО + підвищення вартості компаній” .

В останні роки зароджується тенденція прискореного нівелювання такого важливого фактора конкурентоспроможності (особливо за низької платоспроможності в Україні), як цінові переваги, що зумовлюється зовнішніми енергетичними ціновими "шоками". Це диктує необхідність пошуку нових джерел формування і зростання ринкової вартості, критичного осмислення соціального змісту рейтингових показників під час визначення компаній-лідерів та причин їхнього комерційного успіху за високої тінізації бізнесу і порушення принципів розвитку корпоративного управління. Капіталізація економіки, її галузей і підприємств – це основа економічної безпеки країни .

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вартість підприємства визначається як сума ринкової вартості власного капіталу (вартість для акціонерів – Shareholders Value), а також вартості позичених сторонніх капіталів (заборгованість). Отже, вартість для акціонерів детермінована вартістю підприємства, яку становлять два основні елементи [1] :

- теперішня вартість майбутніх грошових потоків *cash flow*, тобто від операцій у цілому періоді прогнозування;
- *довгострокова або так звана резидуальна вартість*, яка описує майбутній грошовий потік (*cash flow*) після періоду, охопленого прогнозом.

З метою точнішого аналізу, на думку Т. Коупленда, потрібно додатково враховувати третю складову, якою є *теперішня вартість ринкових цінних паперів*, що перебувають у власності підприємства і можуть бути замінені на готівку, але в поточному періоді не є безпосередньо залученими в основну господарську діяльність. Операції з цими активами не охоплені у *cash flow* від операційної діяльності, але як такі, що мають свою вартість, повинні бути включені в оцінювання підприємства. Після врахування вищенаведених зауважень формула вартості підприємства виглядає так:

$$\text{Вартість підприємства} = \text{Теперішня вартість (cash flow) від операційної діяльності} + \text{Резидуальна вартість} + \text{Ринкова вартість цінних паперів.}$$

Власний капітал становить вартість акціонерів (Shareholders Value), яка охоплює теперішню вартість майбутніх грошових потоків (*cash flow*) від операцій у цілому періоді прогнозування і *довгострокову або так звану резидуальну вартість, яка описує майбутній cash flow, після періоду, охопленого прогнозом.* Точнішого спеціального аналізу вимагає третя складова, якою виступає *ринкова вартість цінних паперів*, що перебувають у власності підприємства і можуть бути замінені на готівку (згідно з чинним законодавством про конверсію ЦП) , хоча на сьогодні такі ЦП не є безпосередньо залученими в основну господарську діяльність, тому операції з цими активами не охоплені у *cash flow* від операційної діяльності в поточному періоді, але мають свою вартість і повинні бути охоплені в межах оцінювання майбутньої вартості підприємства.

Ці три складові визначають основні напрямки подальшого розвитку підприємства і зростання його вартості. Резидуальна вартість здебільшого становить значний відсоток сукупної вартості

підприємства, що підтверджують результати досліджень американських підприємств, проведених Т. Коуплендом: її частка в сукупній вартості підприємства коливається в межах від 56% у тютюновій промисловості до 125% у промисловості, в якій використовуються капіталомісткі прогресивні технології. Тому поточна вартість готівкових потоків є від'ємною (-25%) [1, с. 265].

Виплачуючи дивіденди, компанія може розраховувати на підвищений інтерес на фондовому ринку. Для західних інвестфондів дивідендна історія компанії – це постійні виплати 25% дивідендів від прибутку протягом останніх п'яти років з подальшим збільшенням до 30% у найближчі 2–3 роки. Крім того, коли компанія рекапіталізується, вона замінює значну частину свого власного капіталу позиковим капіталом, виплачуючи акціонерам високі дивіденди (як протизагарбницький захист). Проте в Україні навіть коли виплачується 40% дивідендів – це своєрідна втеча від сплати податків. Такою є дивідендна політика державних компаній-монополістів : якщо державі належить контрольний пакет, то у вигляді дивідендів виплачується навіть 90–100% прибутку. *Що стосується американських моделей корпоративного управління, то факт регулярної виплати високих дивідендів свідчить про відсутність привабливих інвестиційних проєктів, для яких потрібне реінвестування прибутку.* Наприклад, за низької норми виплат дивідендів ринкова вартість акцій Microsoft протягом 90-х років була вищою, ніж в останнє десятиріччя за зростання норми дивідендів ; менеджери обгрунтовували таку позицію високими темпами зростання бізнесу (20–30% на рік) і амбітними планами на майбутнє.

Найуживанішим в останні роки показником, що відображає зростання вартості фірми, є додана економічна вартість (EVA). В англійській мові value означає “вартість” і “цінність” .Вона є грошовою мірою доданої вартості, створеної інвестиційним проєктом або портфелем інвестицій; є додатною величиною, якщо повернення від інвестованого капіталу є вищим від витрат капіталу. Значення EVA, тобто економічний прибуток, розраховують згідно з формулою

Економічна додана вартість (EVA) = операційний прибуток після оподаткування – (витрати капіталу * інвестований капітал)= вартість всіх доходів корпорації – всі доходи від капіталовкладень =(очікувана рентабельність капіталу – витрати позикового капіталу) * *інвестований капітал.

Для визначення витрат капіталу використовується метод середньозваженої величини витрат капіталу (власного і позикового капіталу – *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, залученого з різних джерел. *Проте власний капітал також має свою особливу ціну, яка впливає з так званих альтернативних витрат розміщення капіталу в перспективі як всередині, так і за межами підприємства.*

Важливе значення в сучасній економіці має те, як абстрактно сприйнята цінність марки відображається у вартості нематеріальних активів (НДКР, контракти, торговельна марка тощо), а також визначення поточної вартості EVA і очікуваного приросту Future Growth Value – FGV. *Здебільшого потенціал росту і поточна вартість залежать від марок і зв'язаних з ними нематеріальних активів.* За результатами всесвітньовідомого рекламного агентства Young & Rubicam (Y&R), яка використовувала базу даних Brand Asset Valuator і метод інтегрованої координатної сітки PowerGrid („Потенціал”), *максимізація інвестицій у зміцнення марок більше підвищує очікувану, ніж поточну вартість нематеріальних активів,* причому виявлена закономірність проявляється на всіх стадіях розвитку марки. Вартість нематеріальних активів для компаній, що володіють серйозно ослабленими марками, менша, ніж обсяги продажів, що негативно відбивається на фінансових показниках. Подібний аналіз необхідно проводити в межах загальної концепції стратегічного менеджменту, оскільки благополуччя марок залежить не тільки від вмілого керівництва, але й продуманих інвестицій [2, с. 481–482]. На стратегію марки як елемент, який істотно впливає на зростання ринкової вартості підприємств, вказало 44,4% польських фірм, а додатково кожна десята (10,2%) визнала його найважливішим чинником. У “рейтингу важливості” цей елемент розмістився на третьому місці, отримуючи 19,9% усіх балів. Порівняно високе значення марки у формуванні ринкової вартості підприємств свідчить про важливість інвестування у нематеріальні активи, яке є одночасно проявом “довгострокового” мислення: створення ринкової вартості фірм залежать від правової форми, а також тенденції розвитку ринку, на якому функціонує.

Вартість чистих активів відображає цінність власного капіталу у грошових одиницях – це ринкова (або інвестиційна) вартість компанії мінус балансової вартості позикових коштів, яку визначають дисконтуванням відповідних грошових потоків (поток дивідендів — DPS, грошового потоку для власного капіталу — FCFE) за ставкою необхідної дохідності власного капіталу. Понятійний апарат вартості підприємства та її типи показано в роботах [3–5, 16, 20–21].

Ринкова капіталізація, як добуток кількості випущених корпорацією акцій, що перебувають в обігу, на їхній ринковий курс, відображає оцінену ринком вартість акціонерного капіталу. Такі ЦП стосуються відкритих АТ, акції яких є ліквідними, тобто привабливими для потенційних інвесторів. Стратегічні перспективи розвитку інтелектуального капіталу компанії, висока взаємодія сфер застосування продукції – ключові фактори зростання ринкової капіталізації, які проілюструємо таким порівнянням: ринкова капіталізація компанії Disney, за даними компанії Ernst&Young, становить 58 380 млн.\$ при сумі інвестованого капіталу 67 775 млн.\$, а для Microsoft сума капіталізації і обсяг інвестованого капіталу збігаються 290 714 млн.\$. Такі відхилення показників можна пояснити різною привабливістю акцій і “прогресивності” майнової структури. Так, в компанії Disney нематеріальні активи (НМА) становлять 66% в сумі інвестованого капіталу, а в Microsoft – аж 84%. Вартість марки входить у вартість всіх нематеріальних активів. Індустрія програмування як ніяка інша опинилась у центрі процесів глобалізації світової економіки, ці процеси набули яскравого відображення в широкому використанні провідними ІТ-компаніями у своїх проектах людських ресурсів з інших країн (так званий ІТ-аутсорсінг). У галузі інформаційних технологій (ІТ) особливо високими темпами розвивається експорт програмної продукції (ПП) індійських компаній, який за за 2003 фінансовий рік становив 12,5 млрд. дол. США, а в 2004 році уже перевищив 17 млрд. дол. США. Прогноз обсягу світового ринку ІТ-аутсорсінгу на 2007 рік – 27 млрд дол. США; в Україні цей показник за останні роки за різними оцінками становить лише 70–150 млн дол. США, хоча у вітчизняній індустрії розробки програмної продукції існують всі передумови для швидкого розвитку її “експортоорієнтованої” складової. “Пальму” першості на ринку ПК у США утримують такі компанії, як HP, IBM, NEC, частка яких зросла від 41,3% у 1994 році до 47,3 % – в 2002 році (від 41,4 млрд.дол. до 82,7 млрд. дол.).

Темпи зростання EVA і ринкової капіталізації істотно залежать від динаміки бізнесу високих технологій і його впливу на галузеву сферу функціонування компанії. Аудиторська компанія Deloitte опублікувала рейтинг 500 найшвидше зростаючих компаній Європи, зайнятих у сфері високих технологій: на 1-му місці — італійський інтернет-провайдер Tiscali, ріст виторгу якого за п'ять років становив 56769%, на 2-му і 3-му – норвезький виробник програмного забезпечення East Search & Traster (ріст виторгу — 44108%) і французький виробник мережевого устаткування Netsize (30620%). Компанії-розробники мають високий рівень організаційного і проектного менеджменту, розвинуту інфраструктуру з продажу та підтримки програмних продуктів, тому обсяг доходів так званих “софтверних” компаній світового рівня на 1–2 порядки вищий, ніж українських, що дозволяє їм реінвестувати значні ресурси у розвиток своїх технологій та продуктів. У Wal-Mart професійно налагоджені системи дистрибуції і закупівель, дуже тісні стосунки з постачальниками як важливий фактор високої продуктивності. Оригінальна “формула процвітання” — більше споживачів, вища продуктивність, широкі можливостей для розвитку ключових компетенцій — дає змогу раціоналізаторам виходити на нові ринки, наприклад, вихід Wal-Mart на ринок вживаних автомобілів і фінансових послуг ; розширення асортименту Dell (з 1997 р. компанія втричі збільшила свою частку на американському ринку недорогих серверів, а сьогодні контролює понад 30% і вийшла в лідери, випередивши Gateway, HP та IBM. Навіть якщо якась компанія зрівняється або обіграє подібних гравців у цій політиці за короткий час, то ще не означає, що вона переможе у боротьбі за симпатії споживачів.

Отже, визначення джерел формування ринкової вартості – це не тільки фінансова, але й проблема *метрологічного аналізу діяльності бізнес-структур*, адже показники діяльності – це інструменти, що дають змогу визначити напрямок руху до успішної реалізації стратегії. Ці питання *фундаментально досліджує проф. Г.І. Башияннин* І: “...аналізуючи безпосередньо ринковий механізм, принципи та правила формування попиту і пропозиції, ринкової ціни, ми не можемо

ідентифікувати природу останньої” [6, с. 496]. Це означає, що економічна вигода однієї із сторін бізнес-операцій виходить на перший план і порушується принцип ринкової рівноваги, який передбачає збіжність інтересів двох сторін бізнес-операцій. Ринковий механізм регулювання економіки країни та окремих галузей в цьому випадку приховує в собі „роздвоєність” фінансово-економічного вимірювання, яка буде показана нами на емпіричному матеріалі фінансових результатів діяльності суб’єктів господарювання.

Формулювання цілей статті. Характеристика джерел формування ринкової вартості підприємств в сучасній економіці на основі узагальнення вітчизняного та зарубіжного досвіду, а також виявлення проблем у її подальшому зростанні та підходів до їх вирішення – основна мета наукової статті.

Виклад основного матеріалу. Під час визначення чистої поточної (теперішньої) вартості майбутніх грошових потоків (NPV – Net Present Value) за формулою (1) :

$$NPV = \sum_{t=0}^n NCV_t / (1 + R)^t, \quad (1)$$

де NCV_t – чистий грошовий потік для t -го періоду; R – ставка дисконту, що враховує ризик, виникають наступні питання:

- скільки подібних товаровиробників буде на ринку і як співвідносяться їхні потужності;
- як співвідносяться ЖЦ фірми-виробника і його стратегічних клієнтів;
- якими є критерії визначення розміру дисконтної ставки і тривалості періоду прогнозування;
- яка маркетингова географія збуту (в межах національного ринку і/або закордонні ринки);
- якою буде реакція виробника на зміну цін товарів та економічних ремурсів у прогнозованому періоді ;
- яка з відомих моделей взаємодії виробників і споживачів більш притаманні для досліджуваного об’єкта: модель Еванса (ринок одного товару і неперервний час прогнозування чи модель Вальраса з розвинутою ринковою економікою з численними господарськими одиницями і споживачами);
- які спільні види діяльності під час формування вартості підприємства (див.рис.1).

Своєю чергою, NCV_t , можна показати у вигляді

$$NCV_t = \Pi + A - I - C, \quad (2)$$

де Π – валовий прибуток; A – амортизація нематеріальних активів і знос основних засобів; I – початкові інвестиції; C – податки.

Це означає, що NCV_t є відображенням чинників макро- і мікросередовища, некерованих і керованих, зокрема: можливостей реалізації цінової стратегії на товарних ринках для певного типу ринкової кон’юнктури; наявності доступних альтернативних джерел зовнішнього фінансування; рівня ефективності використання виробничого капіталу, зокрема, нематеріальних активів (НМА); дієвості системи мотивації менеджерів у зростанні маржинального доходу (прибуток + амортизація) і освоєнні ризикованих інноваційних проектів; узгодженості виробничого і фінансового циклів товаровиробника; швидкості реакції топ-менеджерів на зміну ринкової кон’юнктури і перерозподілу обмежених ресурсів. Складність прогнозування NCV_t полягає в тому, що припущення про остаточні результати наводяться ще до того, як досліджені засоби для їх досягнення.

Крім того, визначення довгострокової або так званої резидуальної вартості пов’язане з необхідністю визначення тривалості цього періоду: теоретично під довгостроковим розуміють період часу, достатній для того, щоб фірми могли раціоналізувати пропорцію факторів виробництва відповідно до визначених стратегій і пріоритетів розвитку. Прискорення процесів трансформації економіки країни в напрямку євроінтеграції, підготовки суб’єктів господарювання до вступу у СОТ і ЄС – ці явища виступають вагомими факторами впливу на матеріально-речові, фінансові та інформаційні потоки. Тому довгостроковий період практично збігається з періодом часу, який технічно необхідний для збільшення діючих, або створення нових підприємств галузі і буде різним для підприємств різних видів економічної діяльності з різною величиною їх стартового капіталу та

рівнем його економічної і політичної влади у вищих ешелонах влади. Це означає, що стирається грань між макро- і мікроекономікою за збільшення часового горизонту прогнозування фінансово-економічних показників підприємств.

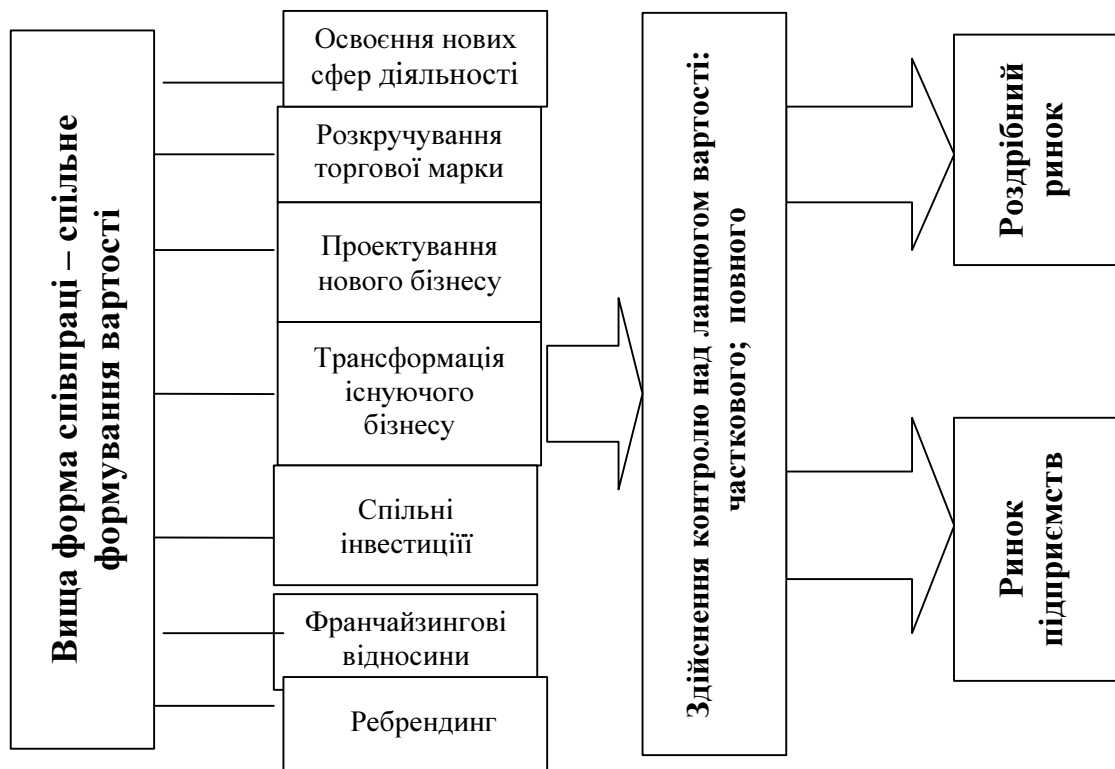


Рис. 1. Види діяльності зі спільного формування вартості

Джерело: власна праця

Про важливість подібних досліджень свідчить той факт, що в 1995 р. Роберт Лукас став нобелівським лауреатом у галузі економіки за розроблення та використання гіпотези раціональних очікувань; у своїх дослідженнях вчений обґрунтував, що сам взаємозв'язок між макроекономічними змінами може піддаватися впливу з боку економічної політики і ефекти макроекономічної політики не можна аналізувати й трактувати без чітко визначених мікроекономічних основ. Він дійшов висновку, що лише моделюючи поведінку індивідуальних економічних агентів, таких як споживачі чи фірми, можна говорити про вплив приватного сектору на економічну політику. Лауреати Нобелівської премії 2004 року Кідланд та Прескот інтегрували аналіз тривалого економічного зростання та короткотермінових макроекономічних коливань, стверджуючи, що найважливіший чинник довготермінової підтримки рівня стандарту життя, яким є розвиток технологій, може також створювати короткотермінові ділові цикли. Вчені довели, що кількісні показники справжніх бізнес-циклів, такі як синхронні зміни у центральних макроекономічних змінних та їхніх суміжних показниках, можна інтерпретувати моделлю на основі шоків пропозиції технологій і змодельовали діловий цикл на основі стандартних мікроекономічних механізмів, з яких ціни, зарплати та процентні ставки „розчищають” ринки. Отже, періоди тимчасового спаду виробництва не обов'язково пов'язані з ринковими механізмами, вони можуть просто впливати з тимчасових повільних політисень у виробничих технологіях, що тісно пов'язано з теоріями інновацій та ділових циклів Й. Шумпетера та інноваційних “довгих хвиль” М. Кондратьєва.

Отже, оцінювання перспектив розвитку бізнесу та його вартості переходить в площину стратегічного корпоративного управління, маркетингового, виробничого та фінансово-інформаційного менеджменту, що охоплює:

- аналіз змін у технологічному розвитку — головному джерелі тривалого економічного зростання та їх впливу на короткотермінові коливання в ринковому оточенні;

- визначення основних стратегічних учасників ринкових відносин- стратегічних клієнтів;
- вибір відповідних прогностичних моделей бізнесу з ключовими параметрами, що відображають джерела формування вартості в коротко- і довгостроковій перспективі;
- обмежуючі умови чи бар'єри (фінансові, матеріальні, соціальні, екологічні тощо) для досягнення перспективних цілей;
- обґрунтування критеріїв сегментації ринку та цінових стратегій щодо цільових груп споживачів.

Варто підкреслити те, що людським капіталом володіють працівники, котрих в новій економіці необхідно розглядати не як об'єкт затрат, а як важливий актив. Саме в них, а не в організації, знаходиться ключ до формування вартості та її зростання через побудову довіри з цільовими клієнтами, в основі якої знаходиться задоволення їхніх потреб у ефективніший спосіб, ніж в конкурентів, що принесе вигоду товаровиробнику. Отже, активи підприємства, що відображені в бухгалтерському балансі, особливо НМА, навіть за однакової їх вартісної оцінки матимуть різну цінність у перспективі під час формування доданої вартості і для виробника, і для споживачів. Це залежить від професійних якостей менеджерів з “зв'язування” окремих НМА в цілісну систему. Про їх важливість для розвитку бізнесу свідчать такі дані: якщо у 1982 р. частка НМА в організаціях США становила 38%, то в 2004 році – 75%. *Такий стрибкоподібний перехід під час створення вартості від матеріальних активів до НМА, як справедливо зауважує Пол Р. Нівен, має серйозні наслідки для оцінних систем, адже фінансові показники ідеально підходили для економіки, в якій пріоритетними були матеріальні активи, проте в умовах розвитку цифрової економіки “оціночні системи повинні вміти виявляти, описувати, відслідковувати і забезпечувати обернений зв'язок по нематеріальних активах, що визначають успіх організації” [9].*

На початку XXI ст. спостерігається тенденція інтенсивної дифузії комп'ютерних знань у всіх секторах економіки – реальному і фінансовому. Проте внутрішній ринок України ще не став активним споживачем інноваційної продукції, зокрема, національних виробників. Це підтверджується зростанням частки інноваційної продукції промислових підприємств, яка спрямовується на експорт: якщо у 2000 р. цей показник становив 20,9 %, то в 2004 р. – 42,5 %. Така ситуація відображає: організаційно-технологічну непідготовленість, низьку мотивацію потенційних вітчизняних споживачів інновацій; недовіру інституційних чинників структурних перетворень в економіці; неефективність механізму надання податкових пільг для реалізації інвестиційних та інноваційних проектів у формі податкового кредиту, який підлягає поверненню у разі невиконання інвестором проектних зобов'язань. Відсутність пріоритетів стратегічного розвитку економіки, ключових індикаторів стану індустрії і єдиної стратегії структурної трансформації, а також орієнтація сировинних та низькотехнологічних галузей і підприємств на зовнішній попит – все це призвело до інтенсивної експлуатації ресурсних переваг економіки, що підтверджується такими даними: у 2005 р. частка сировинної продукції в загальному обсязі реалізованої продукції для добувної та обробної промисловості становила у 2005 р. 66,7 %, а на інвестиційну продукцію припадало 13,3 %, а товари тривалого користування – лише 1,3 % [7].

Вартим для вивчення є досвід зростання вартості Міжнародного автомобільного холдингу “Атланта-М”, створений у 1991 році, сфера діяльності якого – продаж автомобілів (нині 22 марки), запасних частин, гарантійне і сервісне обслуговування. Оргструктура холдингу охоплює 31 комерційне відділення, підпорядковане корпоративному управлінню в Україні, Росії, Білорусі, а кількість працівників: 2623 особи [8]. Дуже важливим від початку заснування власної справи стало усвідомлення топ-менеджерами вартості бізнесу. Хоча в цьому бізнесі мало нерухомоті, матеріальних активів, однак тепер ці речі у вартості бізнесу становлять невелику частку, а вартість компанії складається здебільшого з частки ринку та якості бізнес-процесів, якими володіє компанія. Консультанти Deutsche Bank взагалі рекомендують продати нерухомоть і взяти будинки в оренду для створення додаткової вартості холдингу через генерування прибутку й позитивного грошового потоку. Такий підхід істотно змінив ставлення менеджерів до якості бізнес-процесів та її оцінювання: якщо до 2004 р. єдиним мірилом комерційних підрозділів були прибуток і коефіцієнт ефективності, то нині у компанії “Атланта- М” впроваджена система збалансованих показників і

робота холдингу оцінюється за 12 параметрами; керівництву готують агреговані 2–3 показники, (наприклад, відкриття нових автоцентрів, продаж найбільшої кількості автомобілів і отримання найвищої задоволеності клієнтів), стосовно яких регулюється діяльність компанії по всій мережі формування доданої вартості.

З вищевикладеного випливає, що *ринкова вартість підприємства не стільки залежить від володіння майном, його розмірів, і структури, скільки від ефективності роботи підприємства як на товарних, так і на фондових ринках*. Багатство, як відомо, залежить не від того, чим володіємо, а чим користуємося, що є в нашому розпорядженні, і як поєднуються в просторі і в часі виробничі ресурси. Така комбінація визначає тривалість їх ефективної віддачі і форму кривої результативності виробництва і продажів.

Традиційний погляд на підприємство має статичний характер, коли підприємство розглядається як сукупність елементів, якими є кількісно оцінювані виробничі засоби. Найпростіша модель підприємства – виробнича функція Кобба-Дугласа, що описує два взаємозамінювані засоби: капітал (K) і працю (L), які можуть виступати у різних пропорціях залежно від техніко-технологічного рівня виробництва; функцію виробництва (Q) подають як $Q = f(K, L)$. Проте важче піддаються кількісній оцінці такі елементи, як “організація” або “підприємництво” “ключові організаційні компетенції топ-менеджменту”, а також трансакції, наприклад, вексельна схема трансакцій чи трансакції в системі “банк-позичальник”. Інколи для реалізації схеми високої концентрації (аж до 70–80% сукупного прибутку компанії) в головній компанії-монополіста відкривається більше 100 банківських рахунків, обслуговування яких підвищує суму трансакційних витрат. Згідно з науковою позицією Дж. К. Коммонса, трансакції (контракт) треба вважати основною одиницею аналізу [10]. Різні типи контрактів, а також опціони мають неоднакову корисність щодо засобів різного типу, поза тим вони регулюються правом і звичаєм, а, отже, є основними інституціями, про що наголошує польський економіст А. Рутковський [16]. Зазначимо, що ХХ ст. минуло в Японії та в інших промислово-розвинутих країнах під прапором п'ятої управлінської революції, названої менеджерською, яка почалася з впровадження в практику розробок Ф. Тейлора щодо механізму управління людьми через вивчення закону економії часу; такий підхід підвищив науково-практичний інтерес до концепцій “timemanagement”, реінжинірингу, маркетингу і логістики, що уможлиблюють прискорення інновацій, диверсифікацію ринків і виробництва і стратегічний розвиток ключових компетенцій. Підприємство вимушене вирішувати проблеми різного характеру при постійному дефіциті часу. Цінність часового ресурсу особливо зростає, коли під тиском конкурентів необхідно оперативно змінити стратегічні плани, що відображаються на майновій і фінансовій структурі капіталу і маркетингових стратегіях диверсифікації виробництва і ринків. Про високі успіхи під час формування довгострокових джерел формування ринкової вартості свідчать практичні результати компанії Total Merrill – дочірньої компанії Merrill Lynch, яка пропонує весь спектр послуг материнській компанії (зокрема інвестиційні продукти, іпотечні кредити, надання позик, страхові послуги, довірче управління майном, продукти пенсійного забезпечення і послуги для малого бізнесу).

Нині далеко не є достатнім вже само посилення на економічну вигоду та фінансові результати, які виникають з масштабу виробництва і високої ринкової частки. Загроза такої маркетингової стратегії стає тим більшою, чим більше національний ринок монополізований, перебуває в тіньовому секторі, перестає бути захищеним від негативного впливу закордонних конкурентів і через збільшення впливу різного роду протекціоністських практик у світовій економіці. Як показують дані табл. 1 і рис. 2, для 12 нафтогазових компаній м. Києва за 2005 р. такі показники, як прибуток, чистий дохід і вартість активів практично не корелюють між собою, тобто фінансові результати операційної діяльності, як джерела формування вартості підприємства, практично не залежать від вартості активів (коефіцієнт кореляції становить 0,00022); для чистого доходу і прибутку $r = 0,2093$; для чистого доходу і активів $r = 0,9154$. Це пов'язано насамперед з гіпертрофованою високою часткою тіньового сектору (в 3-му кварталі рівень тіньового сектору в промисловості за даними КМУ становив 18%), який є основним каналом приховування доходів підприємств від оподаткування, а також використанням так званих цін “відкат”, коли закупівельні ціни перевищують ринкові ціни, внаслідок чого в економіці маємо завищену собівартість і, як

наслідок, занижений прибуток у підприємств-покупців. Крім того, багато політиків і урядовців різних рівнів тісно співпрацюють з бізнесом і вони самі належать до організаторів бізнесу з ухилення від сплати податків; сьогодні створений особливий ринок, на якому пропонують свої послуги з ухилення від сплати податків.

Тісна залежність впливу *цінових стратегій на формування вартості для клієнта, а разом з тим, і вартості фірми для співвласників*, є одним з найістотніших питань в пошуку ефективних інструментів маркетингу в управлінні ринковою вартістю підприємства. Проте використання різноманітного роду грошових сурогатів (податкових заліків, схем взаємозаліків боргових, а також векселів підприємств і організацій) сприяють викривленню цінових пропорцій і приховуванню прибутку. Особливо актуальною ця проблема є при емітуванні векселів і реалізації їх з дисконтом близько 30–60% від номіналу. Формально покупець купує продукцію за цінами відповідно до номіналу векселя, що завищує його витрати, а фактично він отримує продукцію зі знижкою, пропорційною дисконту векселя.

Таблиця 1

**Рейтинг компаній нафтогазу м. Києва
за величиною чистого доходу за червень 2006 р.**

№ з/п	Підприємства нафтогазу	Чистий дохід, тис. грн	Чистий прибуток, тис. грн.	Активи, тис. грн.
1	НАК „Нафтогаз України”	35104486	2833	37592448
2	„ГАЗ України”, ДП НАК НАФТОГАЗ України	12792136	-927538	7973702
3	УКРТРАНСГАЗ, ДП НАК НАФТОГАЗ України	5299521	29365	16870986
4	УКРНАФТА	4362132	1347207	8195562
5	УКРГАЗВИДОБУВАННЯ, ДП НАК НАФТОГАЗ УКРАЇНИ	3378724	155	9695604
6	НК АЛЬФА-НАФТА	2240051	-37813	448871
7	УКРНАФТОГАЗКОМПЛЕКТ, ДП НАК НАФТОГАЗ України	2005864	-20724	382948
8	Торговий Дім НК „Альянс –Україна”	1468182	-751	333894
9	Укрнафтопродукт, АХК	1229675	-1387	236958
10	УКРТРАНСНАФТА	1091151	195283	3817340
11	ГАЗ-ТЕПЛО, ДП	972511	-5865	524878
12	ЛУКОЙЛ-Україна	963479	4942	445980

Джерело: Український діловий тижневик”, 25.10.2006

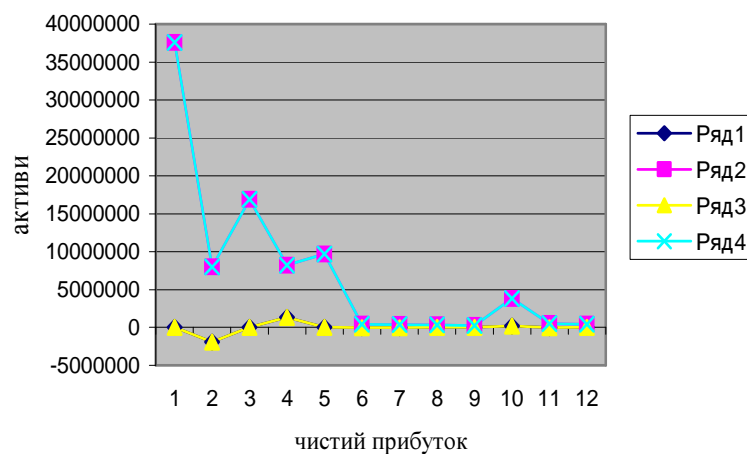


Рис. 2. Залежність чистого прибутку від вартості активів для 12 нафтогазових компаній Києва

Стратегічне бачення топ-менеджерів, спрямоване на клієнта, тобто задоволення його потреб, які відображені в контрактах, мусить бути погодженим не тільки з фінансовими аспектами, яке враховує вартість для акціонерів, але й *соціально-екологічними нормативами, що регулюють розвиток бізнесу і його масштаби*. Орієнтація маркетингу на максимальне задоволення потреб клієнта не впливає автоматично на ринкову вартість самих учасників бізнес-операцій, тому що низькі ціни чи інші дієві способи маркетингових заходів не можуть запевнити в утриманні продуцентом довготермінової переваги, якщо витрачені у зв'язку з тим кошти, зокрема, на стимулювання продажів, будуть вищими від цін споживання. Ця тісна залежність впливу *цінових стратегій на формування вартості для клієнта, а разом з тим і вартості фірми для співвласників*, є одним з найістотніших питань у пошуку ефективних інструментів впливу маркетингу на управління ринковою вартістю підприємства.

Ця проблематика особливо важлива у разі :

- виявлення протиріччя між очікуваними впливами високих ринкових цін на поведінку різних зацікавлених груп (а саме клієнтів, власників, постачальників, конкурентів);
- визначення доцільності змін цінової політики та її інструментів, які можуть впливати на формування вартості фірми, особливо актуальні ці питання для міжнародних компаній з широкою маркетинговою географією;
- емпіричного аналізу чинників як довгострокових джерел формування ринкової вартості кожного підприємства в системі ділового партнерства.

Основні блоки рис. 3 відображають джерела формування ринкової вартості та їх тісну взаємодію. За різного співвідношення тих складових можна досягнути того самого результату (так званий структурний ефект, що відображає вклад кожного виду діяльності – операційної, інвестиційної та фінансової як джерел формування вартості). Теперішня вартість майбутніх грошових потоків (*cash flow*) від операційної діяльності віддзеркалює не тільки платоспроможність клієнтів компанії та ритмічність грошових потоків протягом фінансового року, але й зміну ЖЦ клієнтів, інтенсивності їх інноваційної діяльності, зокрема і динаміку технологічного потенціалу, коли споживачами є юридичні особи. Вже сам вибір джерел фінансування (кредитів, різних боргових фондів інструментів з різним терміном їх погашення, позик ПФГ чи додаткової емісії ЦП) відображає стратегічне бачення топ-менеджерами перспектив розвитку бізнесу, їх готовність ризикувати, їх вміння формувати альтернативи і вибирати пріоритети відповідно до задекларованих цінностей компанії, їх готовність стати прозорою компанією для зовнішнього аудиту і спеціалізованих маркетингових досліджень. Від такого вибору залежатиме ціна залученого капіталу і можливості зміцнення ділового іміджу (коли йдеться про додаткову емісію акцій і облігацій на міжнародних фондових ринках IPO). Для прикладу, компанія “Астарта-Київ”, один із лідерів цукрової галузі України, 21 серпня 2006 р. успішно здійснила лістинг під час первинного публічного розміщення акцій IPO на Варшавській фондовій біржі. Капіталізація компанії становила 158,17 млн. дол. США. Це є рекордом серед українських аграрних компаній, причому для публічного розміщення акцій було випущено додатково 5 мільйонів акцій. Серед інвесторів компанії понад 400 індивідуальних інвесторів з портфелем у розмірі 850,5 тис. акцій та більше 20 інституційних інвесторів з портфелем, більшим від 4 1млн. акцій. Найбільшим інституційним інвестором компанії став шведський інвестиційний фонд East Capital, який бере активну участь у придбанні акцій російських та українських компаній під час організації первинного розміщення акцій на міжнародних фондових ринках.

Публічний ринок IPO відкриває значно ширші можливості для залучення необхідних для розгортання бізнесу коштів інвестфондів – потенційних акціонерів компанії. У цьому контексті досить цікавими є результати фінансового моніторингу оператора мобільного зв'язку УМС, 100%-на дочірньої

компанії ВАТ "Мобільні ТелеСистеми" (NYSE: під символом "МВТ". Компанія надсилає Комісії США з цінних паперів і бірж, включаючи форму 20-F. Ці документи містять та описують важливі чинники, включені в розділі "Чинники ризику" форми 20-F. Вони можуть вплинути на відхилення реальних результатів від проектів і прогнозів. І відображають: можливі зміни квартальних результатів, умови конкуренції, залежність від розвитку нових послуг і тарифних структур, швидкі зміни технологічних процесів і положення на ринку, стратегію придбання, ризик, пов'язаний з інфраструктурою телекомунікацій, ризик роботи на російському ринку, коливання котирувань акцій, керування фінансовими ризиками, а також поява інших чинників ризику.

Заслуговує на увагу, на нашу думку, японський досвід оцінювання премії за ризик і зниження ціни залученого капіталу, що сприяло завоюванню значних тривалих конкурентних позицій на міжнародних ринках за період 1955–1985 рр. [12, с. 66, 70, 71]. Великі японські банки управляли багатими "зв'язаними" капіталами, а їх місією було реальне сприяння розвитку підприємств і стратегічний розвиток відносин "банк–підприємство–позичальник". Ці банки були також безпосередньо залучені до управління групами підприємств.

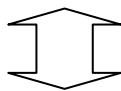
Як наслідок, японські підприємства могли розвиватися згідно зі структурою капіталу, в межах якої норма заборгованості (відношення позичкового капіталу до власного D/E) досягала рівня 7 або 8 за середньої норми заборгованості в 60-х і 70-х роках (D/E) на рівні, що перевищував 4. Величина власних засобів (K_e) також неістотно впливала на рівень заборгованості підприємства, оскільки премія за ризик банків була невисокою і наявний борг рідко призводив до банкрутства підприємства-позичальника. У такій ситуації істотно підвищується значення консалтингу і зовнішнього банківського аудиту за: цільовим використанням зовнішніх джерел, обґрунтуванням вибору об'єктів інвестування, зокрема і в розкручування брендів, у рекламні компанії, ефективною реалізації маркетингових агресивних стратегій експансії ринків та ЖЦ інноваційних товарів.

Через появу різночасових ефектів технологічного чи організаційного досвіду поза межами підприємства вимагається розгляд кожного управлінського рішення як певного типу інвестицій – в людський капітал, техніку, рекламу товарної марки. Це визначає необхідність передінвестиційного маркетингового дослідження потенційних сфер застосування очікуваних результатів інвестиційних проектів (якісно нової продукції чи її окремих компонент, послуг, знань тощо) з різною інтенсивністю їх дифузії на товарних біржах чи споживчих ринках, і, відповідно, мінливою прибутковістю в різні часові інтервали. Отже, мінусові грошові потоки потребують якісної інтерпретації в контексті дослідження можливостей забезпечення стійкіших конкурентних переваг, особливо за несприятливої кон'юнктури товарних і фондових ринків. Варто зазначити, що аналітики ЗАТ "Альфа-банк" (Київ) розцінюють лавиноподібне зростання облігаційних позик компаній торговельного сектора в 2006 р. як можливий чинник, здатний спровокувати дефолт на ринку в найближчих 1–2 років після дефолта в будівельному секторі. На облігаційному ринку спостерігається активізація первинного ринку у вузькому галузевому сегменті. З вересня 2005 р. на ринок вишли облігації мереж продуктивних супермаркетів Фоззі, Фуршет, Інтермаркет, Рорус, ТАВРІЯ-В і мереж магазинів побутової електроніки Алло, Світ Електроніки, Фокстрот-телеком, Домотехніка, Юкон Кому на загальну суму 223 млн.грн. (\$44, 16 млн).

Висока інтеграція іноземного капіталу, що супроводжується викупамися неефективних підприємств (навіть стратегічно важливих для країни) або таких, які втратили фінансову автономію через неефективний маркетинговий менеджмент, наслідки якого особливо відчутні у разі подорожчання зовнішніх джерел фінансування, високий рівень тінізації економіки в сфері обігу – всі ці явища визначають нагальну потребу спрямування державної політики на формування механізмів зростання капіталізації економіки по всій вертикалі управління, нагромадження капіталу на перспективних з погляду національних соціально-економічних інтересів напрямках діяльності.

Зовнішні джерела формування вартості підприємства:

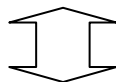
- Пріоритети державної економічної політики і преференції (соціологізація, екологізація)
- Євроінтеграція і глобалізація економіки
- Концентрація капіталу ПФГ за видами діяльності
- Доходність державних цінних паперів
- Досконалість ринків –товарного, фондового, ринку праці
- Інвестиційна привабливість економіки країни і окремих секторів
- Ефективність корпоративного управління і діяльності ФДМУ
- Рейтингова оцінка країни і компаній
- Ціна кредитних ресурсів
- Тінізація економіки
- Частка валової доданої вартості галузі у валовому доході

**ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА (VB):**

- Економічна (EVG);
- Інвестиційна (IV)
- Ринкова (FMV)
- Ринкова додана (EVA)
- Майнова (PV)
- Бухгалтерська (book-keeping value –BKV)

Вартість для акціонерів:

- Ринкова додана (MVA)
- Економічна додана (EVA)
- Додана (SVA)
- Повне повернення для акціонерів (TSR)



Внутрішні джерела формування вартості*: Типи капіталів: <ul style="list-style-type: none">• реальний ;• інтелектуальний ;• людський ;• організаційний• загальний	Рушійні сили зростання вартості в сучасній економіці: <ul style="list-style-type: none">• Концентрація та інтеграція капіталу на внутрішньому і міжнародних ринках• Інтелектуальний капітал (нематеріальні активи)• Політико-економічна влада (участь в адмінресурсах держструктур)• Економіка споживачів• Логістико-орієнтована і маркетингова концепція розвитку корпоративного управління
--	---

Рис. 3. Джерела формування вартості підприємства і рушійні сили її зростання в сучасній економіці

*Власна праця на основі джерела : [11]

Основними мотивами для іноземних інвесторів є доступ до ресурсів, а також орієнтація на високоприбуткові, швидкоокупні, динамічні сегменти національної економіки, що загострює проблему національної безпеки країни. У цій ситуації вміння АТ захиститися від потенційних “загарбників” стала одним з важливіших критеріїв оцінки маркетингового та фінансового менеджменту у розвинутій ринковій економіці. Найрезультативнішою формою реакції на цей виклик є, як це показує досвід багатьох АТ, *чітке визначення маркетингових стратегій, а також інтегрованих систем управління, що охоплюють різні функціональні стратегії і скеровані не тільки на створення доданої вартості для акціонерів, але й зростання споживчої цінності для клієнтів на тривалу перспективу*. Фірми, в яких недооцінені активи, особливо нематеріальні, які управляються неефективно з погляду вартості для акціонера, мають порівняно низьку ринкову оцінку і в цій ситуації стають привабливими для конкурентів із реального сектору або для фінансових інвесторів, наприклад, через так званий менеджерський викуп. Яскравим прикладом продажу боргів збиткових підприємств є проведений п’ятнадцятий відкритий аукціон з продажу Мінфіном прав на вимоги погашення простроченої понад три роки заборгованості перед державою за кредитами, залученими державою або під державні гарантії, що проводився ЗАТ „Українською міжбанківською валютною біржею” 05.12.2006; Мінфіном було подано заяву на продаж на аукціоні непроданих на попередніх аукціонах *573 простих векселів загальною вартістю 133,03 млн. грн.*, з них до корпоративного сектору належать: 101 простий вексель загальною вартістю 1,01 млн. дол. США або 5,08 млн. грн. і номінальною вартістю від 50,5 тис. грн. до 34,8 тис. грн., якими оформлена прострочена понад три роки заборгованість перед державою ВАТ “Херсонський бавовняний комбінат”; 17 простих векселів загальною вартістю 0,83 млн. грн., номінальною вартістю від 50 тис. грн. до 30 тис. грн., яким оформлена прострочена понад три роки заборгованість перед державою ВАТ „Білоцерківський завод гумових технічних виробів”; виставлено 57 нових лотів загальною вартістю 28,67 млн. грн. (1 лот – 1 простий вексель номінальною вартістю від 505 тис. грн. до 385,5 тис. грн., яким оформлена прострочена понад три роки заборгованість перед державою Закритого акціонерного товариства „Укראгробізнес”. Початкова ціна продажу векселів була встановлена в розмірі 100% їх номінальної вартості, яка у торгів була знижена до 60%, проте так і не були викуплені *із запропонованим дисконтом* [13].

Нагромаджені борги тих АТ є певною мірою відображенням неефективного маркетингового та фінансового менеджменту, невміння працювати на фондових ринках та незнання інструментів залучення венчурних фондів, механізму управління в часі (“*time management*”) і кризового менеджменту, аде гнучке керування активами і пасивами та вибудовування тривалих відносин із клієнтами, що передбачає високу адаптацію діяльності товаровиробників до змін в макро-і мікросередовищі, належать до вагомих нематеріальних активів компаній, які функціонують у конкурентному середовищі.

За відсутності чіткої концепції стратегічного розвитку країни досить складно розробляти маркетингові і фінансові стратегії для вітчизняних компаній, оскільки не зовсім зрозуміло, які галузі для нашої країни є пріоритетними, які з них держава підтримуватиме і за рахунок яких галузей воно вибудовуватиме конкурентоспроможність власної економіки. Ще в 2003 р. Верховна Рада прийняла Закон “Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні”, який включає перелік напрямків інноваційної діяльності – близько 120 пріоритетних напрямків (для порівняння: у Росії — 17, у Японії — 8). У непередбачуваному майбутньому багато компаній змушені будуть реструктуризувати бізнес-процеси, змінювати філософію ведення бізнесу, диверсифікувати маркетингові стратегії, впроваджували нові принципи корпоративної культури і брендингові технології. Головну роль в цьому процесі відіграватимуть керівники компаній – локомотиви змін у цілях, цінностях і стратегіях розвитку компаній. Це вимагатиме додаткових інвестицій в людський капітал, в НМА (в навчання персоналу, покращання якості логістичного обслуговування, впровадження концепції партнерського маркетингу тощо). Проте НМА не можуть мати безпосереднього впливу на фінансові показники.

З вищевикладеного можна зробити висновок про необхідність розроблення якісно нових методичних підходів до формування вартості підприємства та детермінації змінних бізнес-моделей, в основі яких повинні бути еластичні власні і позикові фінансові ресурси і нефінансові показники, що відображають форму власності, мотивацію менеджерів, державну частку в акціонерному капіталі, імідж компанії на міжнародних товарних і фондових ринках, частку нематеріальних активів у загальній сумі інвестованого капіталу тощо. Подібні показники стають предметом дослідження в ситуаційному маркетинговому аналізі. Згідно з результатами досліджень, проведених в 1999 р. компанією Ernst and Young, рішення інвестора в середньому залежить від нефінансових критеріїв на 35%. Тому методологію збалансованої системи показників все частіше використовують для відображення вартості нематеріальних активів або поєднують її з іншими методиками, наприклад, з Business Navigator “Бізнес Навігатор”, як це практикує шведська організація Skandia, де використовується п’ять складових: фінанси, клієнти, процеси, кадри і розвиток та оновлення [9, с. 26, с. 30].

Особливе значення маркетингу в формуванні ринкової вартості підприємства полягає в розробленні та *обґрунтуванні стратегії підбору відповідних з погляду наявних і контрольованих підприємством засобів і компетенцій, розвитку відносин “підприємство-клієнт” і, як наслідок ділового партнерства, що ґрунтується на довірі, підсилення їх довгострокової лояльності переважно через додану вартість для споживачів, вищу ніж в конкурентів. Одним із варіантів реалізації подібної стратегії може бути сумісна участь у спеціальних програмах чи стратегічно важливих інноваційно-інвестиційних проектах. Розвиток ділового партнерства на міжнародному рівні як важливого джерела зростання ринкової вартості підприємства можна проілюструвати на прикладі стратегічного менеджменту компанії Silicon Border Development з Каліфорнії, США, яка планує вкласти мільярд доларів в Мексиці, у пустелі біля південного кордону зі Сполученими Штатами, у створення одноіменного технопарку, що має наміри привабити низку хай-тек бізнесів, включно з виробниками напівпровідників, пласких дисплеїв та мікросхем. Для освоєння “Силіконового кордону” мексиканська влада встановила для розміщених на території технопарку хай-тек компаній десятирічні податкові канікули [13].*

Зважаючи на вищенаведене, нижче показано послідовність вирішення проблем, пов’язаних із ідентифікацією чинників формування і зростання вартості підприємства (див. рис. 4).

На підприємствах корпоративного сектору, де не дооцінені активи, загострюються конфлікти між мажоритарними і міноритарними акціонерами, ускладнюється не тільки доступ до вигідних ресурсів та поступового здешевлення зовнішніх джерел фінансування, але й унеможливується своєчасна реалізація соціальних програм, фінансових та маркетингових стратегій. Їхня ефективна взаємодія з іншими функціональними стратегіями, через розбіжність інтересів, коротко- і довгострокових цілей співвласників і найманих менеджерів, які не ризикують власністю АТ, стає проблематичною. Такі товариства з відкритою пропозицією ЦП на фондових ринках мають серйозні проблеми щодо втілення в практику господарювання задекларованої місії та цінностей компанії у разі зміни топ-менеджменту, адже в кожного керівника своє бачення стратегічних перспектив розвитку бізнесу і “своя” ціна ризику підприємницької інноваційної діяльності, формування довгострокових відносин з клієнтами тощо. Останні стають мішенню для фінансових спекуляцій через заниження цін ЦП, несправедливий перерозподіл власності, наслідком яких є зростання соціальної напруги та активізація діяльності рейдерів. Показовим прикладом можуть бути тривалі рейдерські атаки на Дніпропетровський олійноекстраційний завод (ДООЕЗ), який було акціоновано 1993 року, а 1994-го його контрольний пакет передали під інвестиційні зобов’язання швейцарській компанії Pta Holding S.A. 1995-го ОЕЗ перепродали французькій компанії Cereol. Придбавши групу Cereol восени 2002-го, корпорація Bunge стала основною співвласницею і дніпропетровського заводу. Нині рейдери намагаються оспорити саму історію приватизації підприємства. ДООЕЗ належить корпорації Bunge, одному зі світових лідерів з переробки олійних культур і з продажів олії. Частка корпорації з переробки олійних культур 20% від світового обсягу. На сьогодні у Bunge більш як 450 підприємств у 32 країнах світу, на яких задіяні 25 тис. осіб. Це підриває імідж світової компанії Bunge і знижує інвестиційну привабливість вітчизняного бізнесу.

<p>1. Підвищення темпу чистих готівкових надходжень завдяки: більш ефективно-му використанню наявних активів- потенціалу діючої технологічної системи; експансії товарних ринків і ефекту масштабу; організаційних інновацій ; партнерському маркетингу на освоєних ринках:</p> <p>(Чистий дохід) (рентабельність продаж)=(ЕВІТ)= прибуток від реалізації (ЕВІТ) (1-t) – (I – A) – ΔW= FCF</p> <p>FCF – чистий грошовий потік (Free cash flow- FCF) t – ставка податку на прибуток (діюча стака t= 0,25) ΔW – зміна негрошової форми оборотних активів (I – A) – інвестований капітал мінус амортизація</p>
<p>2. Зростання FCF завдяки: зниженню норми виплат дивідендів на користь реінвестицій та розвитку інноваційних процесів на власному підприємстві і ділових партнерів (пайова участь в капіталі) , в т.ч. в нематеріальні активи :маркетинг, логістику, які забезпечують умову додатнього значення чистої теперішньої вартості майбутніх грошових потоків на тривалу перспективу – Netto – present value (NPV) > 0</p>
<p>3. Зниження ціни капіталу (середньозважених витрат капіталу) завдяки:</p> <ul style="list-style-type: none"> • покращення ділової репутації в міжнародному бізнесі; • здійснення операцій IPO на міжнародних фондових біржах; • високий кредитній рейтинговій оцінці банку; • вдосконаленню структури портфеля ЦП; • грамотній фінансово-маркетинговій стратегії і підвищенню рівня фінансової автономії; • поділу ризиків в системі ділового партнерства і зниженню ставки дисконтування; • додатковій емісії акцій як безстрокових ЦП
<p>4. Продовження часового періоду зростання вартості , при якому рентабельність капіталу перевищуватиме ціну капіталу (T → max) через:</p> <ul style="list-style-type: none"> • грамотне використання фінансових та нефінансових критеріїв розвитку майбутнього бізнесу та підвищення цінності нематеріальних активів та їх пріоритетне фінансування – Balanced Scorecard ; • участь в глобальних (міжнародних, міжрегіональних і регіональних) стратегічних інноваційно-інвестиційних проектах; • впровадження системи франчайзингу; • застосування маркетингових технологій брендингу і ребрендингу, впровадження концепцій логістичного обслуговування; • вдосконалення корпоративного управління ; • спільне формування вартості із стратегічними партнерами і сумісний розвиток їх компетенцій, реінжиніринг бізнес-операцій

Рис. 4. Основні етапи зростання вартості підприємства

Глибинні причини подібних явищ приховуються у:

- невизначеності стратегічних пріоритетів розвитку країни, її регіонів та способів захисту національної економіки в умовах посилення конкуренції та інтеграції вітчизняного та іноземного капіталу;
- розбалансованості тріади “критерії – цінності – мотиви” стосовно учасників ринкових відносин, зокрема і державних структур, що регулюють діяльність фондового і товарного ринків; це, зокрема, проявляється: у завоюванні лідерських позицій через спекулятивні фінансові операції, особливо з реекспортом продукції, і/або порушення екологічних нормативів, що уможливають отримання надприбутків на різниці цін; у розподілі капіталу на споживчий і нагромаджуваний на користь першого; у нагромадженні непрацюючого “мертвого” капіталу як наслідок неефективного маркетингу тощо;
- недосконалість метрологічній економічній системі оцінювання результатів господарювання, особливо великих за розміром бізнес-структур, та невідповідності публічних та реальних фінансових показників;

- наявності “тіньового” капіталу, який є своєю реакцією підприємців на встановлені державою жорсткі “правила гри” в економіці, насамперед, на невідповідно високий рівень оподаткування підприємницької діяльності;
- неузгодженості матеріальних і нематеріальних активів за їх кількісно-якісними і просторово-часовими параметрами та переоцінюванні фінансових критеріїв під час вибору інноваційно-інвестиційних проєктів.

Висновки та перспективи подальших досліджень. У сучасних умовах істотними чинниками формування і динаміки ринкової вартості підприємства є посилення впливу високотехнологічних галузей на динаміку ринкової вартості підприємства, насамперед, через зростання вартості нематеріальних активів і значення інвестицій в людський капітал.

Спостерігаються тенденції впровадження глобальних інноваційно-інвестиційних проєктів з розширенням числа економічних агентів – з різним рівнем їх економічної і політичної влади, а також зниження значимості таких факторів формування вартості, як місцерозташування і обсяг матеріальних активів.

Конкуренти активно експериментують з різними моделями бізнесу і з новими джерелами формування його вартості. Оскільки вартість НМА за своїм характером потенційна, тому її необхідно трансформувати в інтегрованому ланцюгу створення доданої вартості для клієнтів з використанням як фінансових, так і нефінансових показників, відомої як Balanced Scorecard. Це означає, що корпоративну культуру, якість логістичного обслуговування і систему маркетингу необхідно перетворити з потужної рушійної сили у фактичні можливості з створення додаткової вартості і для виробника, і для його клієнтів. Для цього необхідно забезпечити тісну взаємодію кількісно-якісних і просторово-часових параметрів НМА не тільки власного підприємства, але і його стратегічних партнерів.

Всі ці явища визначають нагальну потребу спрямування державної політики на формування механізмів зростання капіталізації економіки на засадах маркетингу, логістики, фінансового менеджменту і сучасних прогресивних моделей корпоративного управління [22–25].

1. Т.Е. Copeland, *Why Value Value?*, “The McKinsey Quarterly” nr 4 z 1994 r. 2. Келлер, Кевин Лейн. *Стратегический брэнд-менеджмент: создание, оценка и управление марочным капиталом.* – Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Издат. Дом “Вильямс”, 2005. – 704 с. 3. Кишиштоф Капера, Мариуш Кузяк. *Маркетингові стратегії формування вартості підприємства* // Міжнар. наук. конф. Академія економічна в Кракові. Факультет управління. Краків 2006 // Науковий редактор Анна Чубала. – С. 211–228. 4. Херман А. *Нові тенденції в управлінні вартістю підприємства – актуальний стан і перспективи розвитку*. Розділ 7 // *Управління вартістю підприємства в економіці, що спирається на знання.* – С. 89–99. 5. Мних О.Б. *Маркетингові інструменти впливу на зростання ринкової вартості підприємства: зарубіжний і вітчизняний досвід* // *Регіон. збірник наукових праць з економіки “Прометей”, 2006. №1(19).* – С. 103–109. 6. Башиянин Г.І. *Метрологічні економічні системи: вступ у загальну метрологію і методологію формування економічних параметрів.* – Львів: Новий світ-2005. – 1083 с. 7. www.mon.gov.ua. 8. Підгайна Є., Кульпінюв В. *Напівмільяртери* // *Український діловий тижневик “Контракти”, / №14 від 03-04.2006р.* 9. Нивен Пол Р. *Сбалансованная система показателей: шаг за шагом: максимальное повышение эффективности и закрепление полученных результатов* / Пер. с англ. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2004. – 328 с. 10. R. Commons: *Institutional Economics*, Transaction Publishers, New Branswick 1990. 11. Andrej Jaki. *Wycena przedsiębiorstwa.* – Kraków, 2004. 12. Yvan Allaire, Mihaela E. *Fitsirotu .Myšlenie strategiczne / Przekład Jan Anush.* Warszawa., 2000. 13. <http://patent.km.ua/ukr/news/group11/i829>. 14. Мних О.Б., Бек О.М. *Рушійні сили формування економічної вартості підприємства: стратегічні, фінансові, корпораційні* // *Матер. ІХ Всеукр. наук.-практ.конф. Менеджмент та маркетинг: досягнення і перспективи, Київ, КІІ, 13.03.2002.* 15. L. Bednarski, R. Boroweski, J. Duraj i in. *Analisa ekonomichna przedsiębiorstwa.* Wrocław. 1996. 16. A. Rutkowski, *Wykorzystanie opcji rzeczywistych w wycenie firmy*//J. DURAJ (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2001.

17. R.S. Kaplan; D.P. Norton, *Strategiczna karta wyników*, PWN, Warszawa 2001. 18. M. Szatański, *Wskaźniki dla skutecznego zarządzania firmą*, „Master of Business Administration” 200, nr 1. 19. www.minfin.gov.ua. 20. T. Budziak. *Ile jest warte przedsiębiorstwo*. CIM, Warszawa, 1991. 21. Мних О.Б. Оцінювання ринкової вартості підприємства: методологічні проблеми / Вісник “Логістика” НУ “Львівська політехніка”, 2006. – № 552. – С. 87–94. 22. Крикавський Євген. *Логістичне управління: Підручник*. – Львів: Вид-во Нац. ун-ту “Львівська політехніка”, 2005. – 684 с. Розділ 5 “Економіка та організація логістики”. – С. 212–323. 23. Гайдаенко Т.А. *Маркетинговое управление: Полный курс МВА. Принципы управленческих решений и российская практика*. – М.: Изд-во Эксмо, 2005. – 480 с. – С. 40–58. 24. Шмидт Р., Райт Х. *Финансовые аспекты маркетинга / Пер. с англ.* М.: ЮНИТИ, 2000. 25. *Стратегическое управление организационно-экономической устойчивостью фирмы: логистикоориентированное проектирование бизнеса / А.Д. Канчавели, А.А. Колобов, И.Н. Омельченко и др.; Под ред. А.А. Колобова, И.Н. Омельченкл.* – М.: Изд-во МГТУ им. Н.Э. Баумана, 2001. – 600 с.

УДК 339.138

В.О. Морозов, Е.В. Лянце

Львівський інститут менеджменту

МОДУЛЬ ДІАГНОСТИКИ ПІДПРИЄМСТВА

© Морозов В.О., Лянце Е.В., 2007

Розглянуто новий модульний підхід до технології маркетингових досліджень з використанням принципів індустріалізації складових. Індустріалізація передбачає типізацію модулів. Базовим модулем обрано діагностику підприємства. Наведено дослідження умовного ринку з використанням нейронних мереж та розв'язання задачі кластеризації діагностики підприємств.

It is examined new module approach to technology of marketing researches with the use of principles of industrialization of constituents. Industrialization foresees typification of the modules. It is select diagnostics of enterprise by the base module. Conditional market research is resulted with the use of neural networks and solution of task of clusterization of diagnostics of enterprises.

Постановка проблеми. Проблема у загальному вигляді полягає в тому, що частка витрат на маркетингові дослідження (МД) в кінцевій вартості нового продукту має стійку тенденцію до зростання. Самі МД також необхідно розглядати як товар зі своєю високоінтелектуальною специфікою. При тому, хоча обсяги МД та витрати на них зростають, маркетингові рішення часто запізнюються в часі [1]. Цю проблему можливо вирішувати застосуванням індустріальних підходів до методів оброблення маркетингової інформації, зокрема, **модульних технологій (МТ)**, які мають вже доволі довгу історію застосування в багатьох сферах продуктивної діяльності людини. Різноманіття напрямів і методів МД можна звести до базисного мінімуму, якщо їх структуризація ґрунтуватиметься на використанні типових елементів МТ, загальних для всіх видів МД, відповідно до їх технологічної класифікації. Типізація процесів МД – основний напрям технологічної уніфікації, що передбачає, насамперед, класифікацію термінології і елементних складових МД за групами і конструктивно-технологічними ознаками. В процесі типізації виявляються технологічні процеси, що лежать в основі проведення МД цього класу, подальшої обробки отриманої інформації та ґрунтуються на нових ефективних методах сучасної комп'ютерної техніки та програмного забезпечення. Новий модуль можна зібрати з вже існуючих і налагоджених блоків з використанням проблемно орієнтованих зв'язків і параметричного настроювання. До переваг цього підходу варто зарахувати насамперед відносну простоту створення робочих моделей навіть не дуже підготовленим користувачем. Іншою перевагою є локальна ефективність реалізації елементних блоків. В