

Рукопис опубліковано:

Захаркін О. О. Фактори формування вартості в контексті вартісно-орієнтованого підходу управління підприємством // Бізнес Інформ. – 2014. – №7. – С. 208–214.

## **Фактори формування вартості в контексті вартісно-орієнтованого підходу управління підприємством**

Захаркін О.О.

**Постановка проблеми в загальному вигляді.** Суб'єкти господарювання, що функціонують у відкритій ринковій економіці, перебувають під впливом багатьох чинників зовнішнього і внутрішнього середовища, які можуть бути як підконтрольні підприємству, так і знаходитися поза сферою його керування. У своїй діяльності підприємства повинні враховувати існування різних ризиків і обмежень, особливостей формування кон'юнктури та конкуренції на ринку.

Визначення та оцінка всіх цих параметрів є необхідною складовою у забезпеченні ефективності діяльності суб'єкта господарювання, а при побудові системи його управління на базі вартісно-орієнтованого підходу це стає одним із ключових завдань, оскільки саме ідентифікація чинників, які прямо чи опосередковано впливають на вартість, визначення сили і пріоритетності їх впливу, дозволяє сформулювати відповідні завдання щодо управління даними факторами та досягти основної мети підприємства – максимізації його вартості.

Виходячи з цього, необхідним є дослідження підходів вітчизняних та зарубіжних дослідників до визначення факторів впливу на вартість підприємства, їх класифікації та оцінки характеру впливу.

Фактором вартості можна вважати будь-який параметр, який прямо чи опосередковано впливає на формування величини вартості. Для кожного підприємства таких факторів може бути безліч, тому для успішного управління на базі вартісно-орієнтованого підходу важливо не лише ідентифікувати такі фактори, але й встановити їх пріоритетність, тобто силу впливу на цільовий

показник вартості компанії, та зосередити увагу на управлінні найбільш значущими факторами.

### **Аналіз останніх досліджень та публікацій де закладені основи вирішення даної проблеми.**

Аналізуючи сучасну літературу за напрямком дослідження можна відмітити, що на сьогодні в науковій літературі сформувалося декілька підходів до виділення груп факторів вартості. Одні дослідники при характеристиці факторів вартості зупиняються виключно на матеріальних (фінансових) показниках. Як правило, при застосуванні даного підходу процес формування вартості підприємства здійснюється шляхом дослідження його грошових потоків та розрахунку приведеної вартості. Такого підходу дотримуються, наприклад, О.В. Брезіцька [1], Н.В. Грапко [2], О.Г. Мендрул [10], А. Раппопорт [19]. Інші дослідники, окрім фінансових показників формування вартості, значну увагу приділяють також і нефінансовим показникам. Застосування даного підходу розглядається у роботах І.В. Івашковської [4], С.А. Казанцевої [5], З.О. Ковалю [6], Ю.Г. Шишової [17].

Також фактори формування вартості розглядають в своїх роботах А.Н. Єкіменко [3], М.В. Кудіна [8], О.В. Макарюк [9], В. Самохвалов [12], П.Ю. Старюк [14], С.І. Тарасенко [15], Н.Л. Харіна, Є.В. Бабенкова [16] та інші.

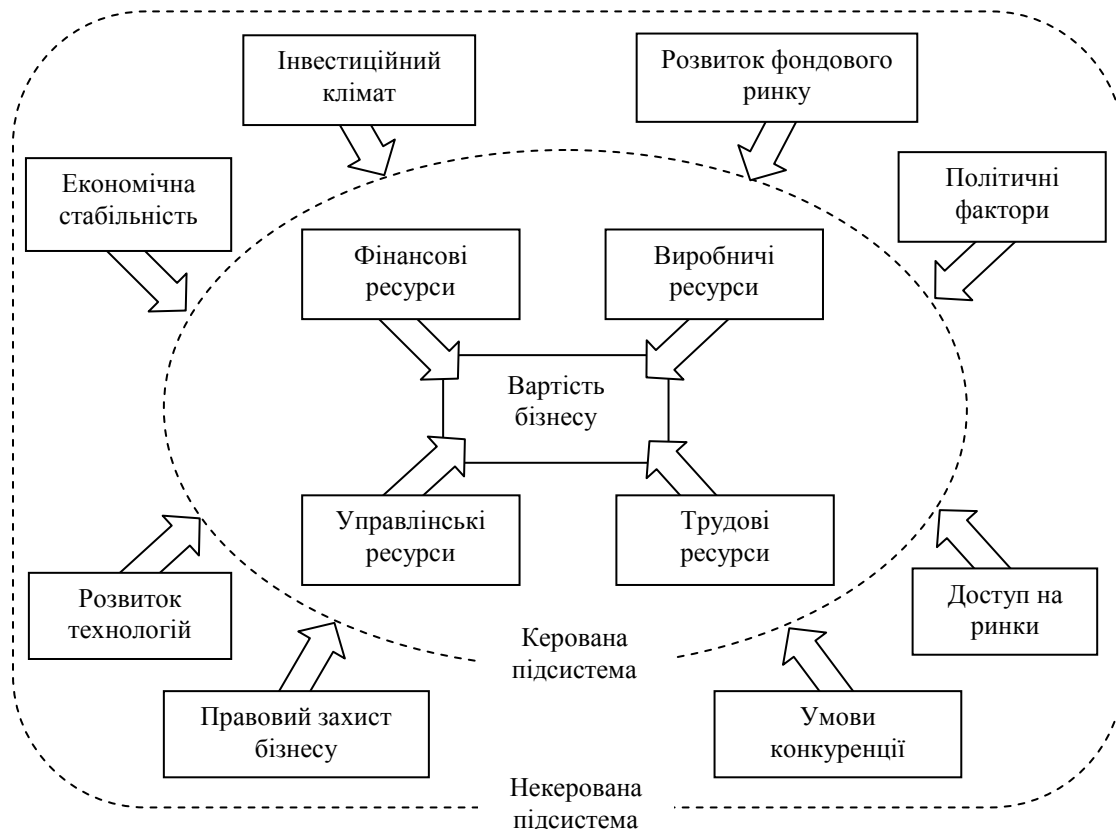
**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Ідентифікація факторів вартості має важливе значення для застосування управлінських підходів, що базуються на вартості. У той же час, аналіз наукових досліджень з даної тематики засвідчив, що на сьогоднішній день у науковців немає однастайності у поглядах стосовно вибору показників, що характеризують вартість, та факторів, які на неї впливають, що відкриває перспективи для подальшого вивчення даної проблематики.

**Мета дослідження.** Метою роботи є комплексний аналіз факторів, що впливають на формування вартості підприємства, їх класифікація та систематизація.

## Виклад основних результатів дослідження та їх обґрунтування.

Аналіз факторів, що формують вартість підприємства, доцільно проводити, спираючись на певну їх класифікацію та систематизацію. Одним із найбільш поширених та узагальнюючих підходів є поділ факторів за рівнем або місцем виникнення. Відповідно до нього, фактори вартості класифікуються на внутрішні і зовнішні, або фактори мікро-, мезо- та макрорівня. Внутрішні фактори включають всі параметри діяльності підприємства, у тому числі виробничі, фінансові, управлінські, інноваційні, маркетингові та інші, що пов'язані з використанням всіх видів ресурсів, необхідних підприємству для провадження своєї діяльності, та є цілком йому підконтрольними.

Зовнішні фактори, навпаки, визначають ті параметри середовища функціонування, якими суб'єкт господарювання не може керувати. Вони включають фактори мезорівня – рівень конкуренції, кон'юнктура ринку, інші характеристики галузі чи сфери діяльності підприємства, та фактори макрорівня, що об'єднують загальні економічні, політичні, демографічні, соціальні та інші чинники (рис. 1).



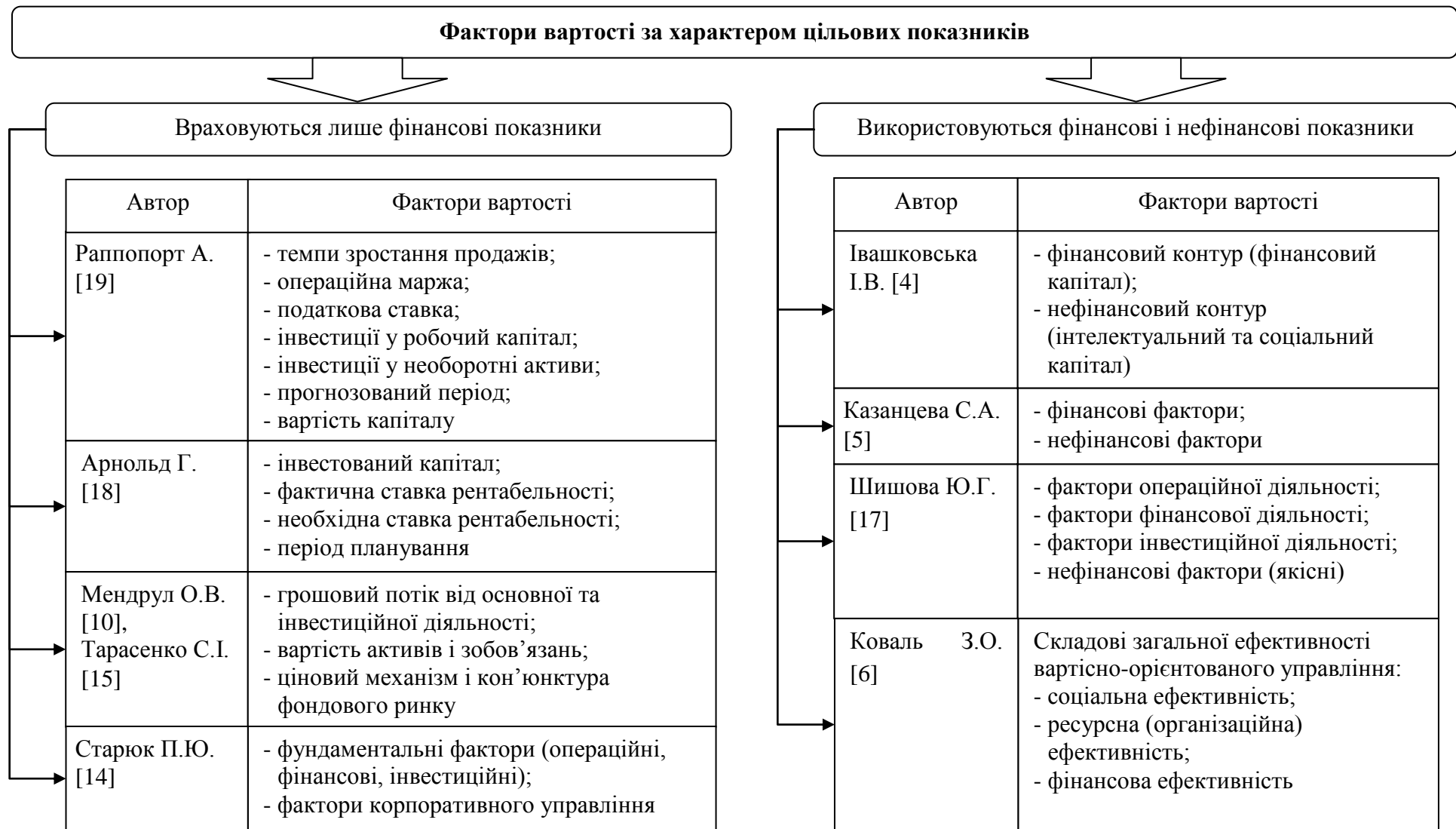
**Рис. 1. Фактори впливу на вартість підприємства за рівнем формування та можливістю управління (складено на основі [3, 7, 9, 11, 12, 13])**

Інший підхід до класифікації факторів вартості передбачає їх поділ залежно від можливості вимірювання на кількісні та якісні. Хоча однією із передумов застосування вартісно-орієнтованого управління є встановлення кількісно виражених цільових параметрів та врахування в функції максимізації вартості саме кількісних показників – наприклад, операційного прибутку, вартості активів, рентабельності інвестицій тощо, проте часто якісні показники (імідж компанії, ділові зв'язки, досвід роботи працівників тощо) забезпечують не менший вплив на приріст вартості підприємства, тому також потребують визначення та оцінки в процесі управління вартістю.

Залежно від типу показників, що використовуються для кількісного вираження факторів вартості, розрізняють фактори, виражені фінансовими показниками (наприклад, рентабельність капіталу, активів, інвестицій, економічна додана вартість, чистий грошовий потік, вартість капіталу тощо) та фактори, виражені операційними показниками (показники оборотності активів, оновлення основних засобів, частка на ринку, приріст/зменшення активів тощо) [7].

Вплив факторів на формування вартості підприємства може проявлятися як у короткостроковому, так і довгостроковому періоді. Відповідно до цього, у роботі І.В. Новикової [11] запропоновано розглядати фактори створення вартості за характером їх впливу, а саме: фактори стратегічного впливу, що забезпечують зростання вартості у довгостроковій перспективі, та фактори поточного впливу, дія яких проявляється у короткостроковому періоді.

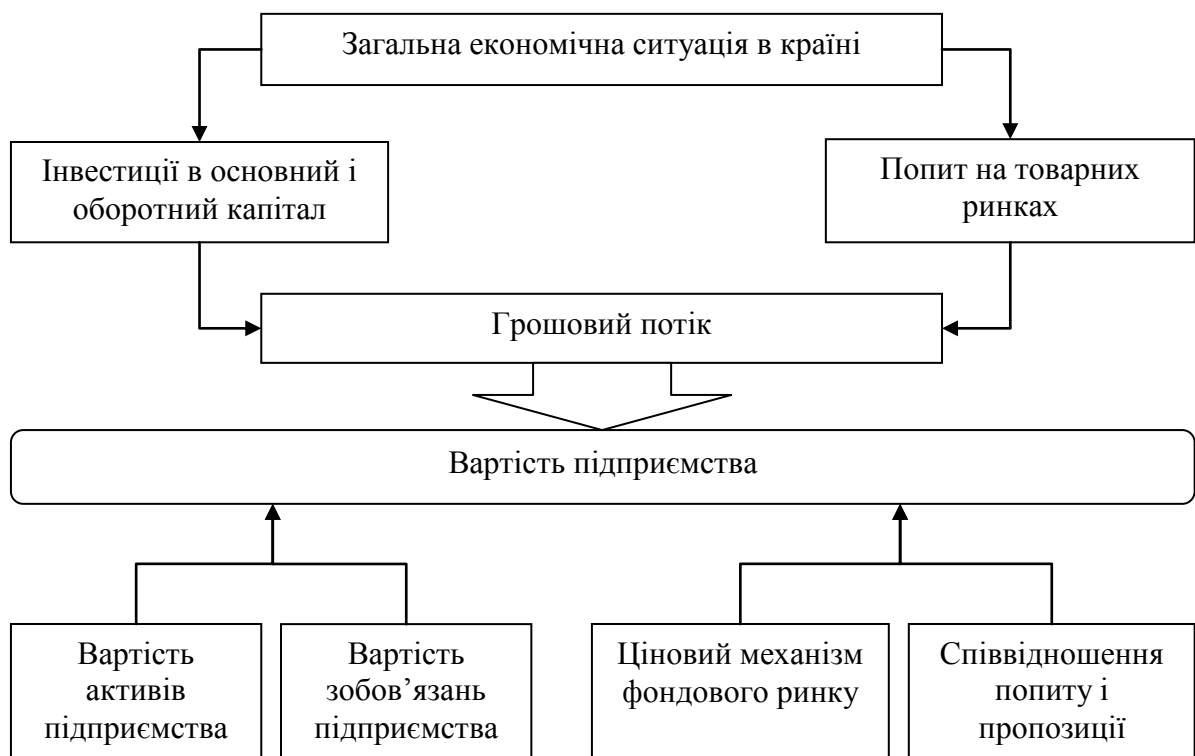
Узагальнено класифікація підходів вітчизняних і зарубіжних дослідників стосовно виділення фінансових і не фінансових факторів вартості представлена на рис. 2. Проаналізуємо зазначені підходи більш детально.



**Рис. 2. – Систематизація підходів до виділення факторів вартості**

Розвиток вартісно-орієнтованого управління підприємством на перших етапах базувався виключно на дослідженні фінансових факторів вартості та її розрахунку через приведену вартість грошових потоків. Один із перших теоретиків даного напрямку А. Раппопорт виділив 7 факторів вартості, які враховували рух операційних, інвестиційних та фінансових грошових потоків у прогностному і постпрогностному періодах [19]. Аналогічного підходу дотримувався і інший дослідник – Г. Арнольд [18], хоча у своїх роботах він представив фактори вартості більш узагальнено, об'єднавши їх у 4 основні (інвестований капітал, фактична і необхідна ставки рентабельності, прогностний період). Приріст або скорочення вартості, згідно підходу Г. Арнольда залежить від співвідношення фактичної і необхідної ставок рентабельності: створення вартості відбувається при перевищенні фактичної ставки над необхідною, скорочення вартості – при зворотній ситуації.

Ряд дослідників дотримуються підходу, що вартість підприємства залежить, з одного боку, від сформованих грошових потоків за операційною діяльністю, що у свою чергу визначається обсягами інвестицій, вкладених в основний і оборотний капітал, кон'юктурою товарних ринків та загальною економічною ситуацією в країні, а з іншого боку, характеризується параметрами фінансової та інвестиційної діяльності, що виражаються у співвідношенні активів і зобов'язань підприємства, ціновим механізмом і кон'юктурою фондового ринку (рис. 3). Такий підхід, зокрема, представлений у роботах О.В. Брезіцької [1], О.Г. Мендрула [10], С.І. Тарасенка [15] та інших.



**Рис. 3 – Система факторів вартості підприємства [10]**

Поряд із тим, в роботі О.В. Брезіцької [1] зазначається, що фактори вартості повинні узгоджуватися з відповідними показниками, на основі яких приймаються функціональні та оперативні управлінські рішення. Відповідно до цього, всі чинники вартості автор пропонує класифікувати в залежності від рівня їх використання на фактори загального рівня (прибуток від основної діяльності, інвестований капітал, рентабельність інвестицій); специфічні – фактори рівня ділової одиниці (клієнтська база, продуктивність збутових служб, операційний дохід, розподіл постійних витрат) та фактори низового рівня або оперативні фактори вартості (умови і термін погашення кредиторської і дебіторської заборгованості, частка поновлюваних рахунків, витрати на доставку, частка завантажених потужностей, частка оплачених годин у загальному фонді робочого часу та ін.).

Спроба представити фактори вартості з урахуванням їх ієрархічних взаємозв'язків у вигляді дерева факторів вартості зроблена також у роботі Н.В. Грапко [2]. Аналогічно до попереднього підходу, автор пропонує використовувати ієрархічний метод («знизу вгору») для ідентифікації та



затвердження показників, що характеризують процес створення вартості, з обов'язковою участю в обговоренні та прийнятті рішень менеджменту середньої ланки.

Поділ факторів вартості на групи в даній роботі здійснюється у розрізі виокремлення абсолютних (EVA, SVA, MVA, VaR, DRV) та відносних показників (RONA, ROIC, ROI, CFROI, ROS). Дерево ключових факторів вартості в роботі Н.В. Грапко запропоновано будувати з урахуванням їх місця у процесі формування результативного показника – рентабельності інвестованого капіталу (ROIC) [2].

Аналізуючи підходи, в яких розглядаються виключно фінансові фактори вартості, необхідно зупинитися на роботах П.Ю. Старюка [14]. Особливістю позиції даного автора є поділ факторів вартості на фундаментальні показники та фактори корпоративного управління. У свою чергу, фундаментальні показники розглядаються дослідником у розрізі грошових надходжень за 3 видами діяльності та характеризується відповідними групами показників:

- фактори операційної ефективності – темп росту обсягів реалізації, рентабельність продажів, ціна, продуктивність;
- фактори інвестиційної ефективності – обсяги та ефективність інвестицій в оборотні і необоротні активи;
- фактори фінансової ефективності – структура і вартість капіталу, ставка за кредитами.

Незважаючи на чисельність наукових досліджень, що базуються виключно на аналізі фінансових факторів вартості, на сьогоднішній день науковці все частіше звертають увагу на необхідність врахування нефінансових показників при дослідженні процесу формування вартості підприємства [4, 5, 8, 15, 16]. Це пояснюється тим, що на відміну від фінансових факторів, які дають інформацію про результати діяльності підприємства, але не відображають шляхи їх досягнення, нефінансові фактори вартості виступають основою для розрахунку фінансових показників та характеризуються довгостроковим впливом на вартість [5].

На увагу заслуговує підхід І.В. Івашковської [4], в роботах якої виокремлено фінансовий контур вартості, пов'язаний з використанням фінансового капіталу, та нефінансовий контур, що опосередковує використання інтелектуального та соціального капіталу. Доцільність врахування нефінансового контуру, на думку автора, пов'язана з необхідністю задоволення інтересів всіх стейкхолдерів компанії – як фінансових, так і нефінансових – у короткостроковому та довгостроковому періодах.

Певним удосконаленням розробок П.Ю. Старюка, який розглядав 3 групи фундаментальних факторів вартості – операційної, інвестиційної та фінансової ефективності, можна вважати підхід, запропонований З.О. Ковалем [6], відповідно до якого дослідження вартісно-орієнтованого управління здійснюється у розрізі 3 груп факторів, а саме: фінансової ефективності (прибуток, дохід на акцію), ресурсної (організаційної) ефективності (співвідношення обсягів діяльності та використаних ресурсів) та соціальної ефективності (соціальна відповідальність, рівень задоволення потреб споживачів).

На основі узагальнення існуючих підходів до ідентифікації показників вартості, у роботі Ю.Г. Шишової [17] проведено систематизацію загального набору факторів вартості за наступними 4 групами:

- фактори операційної діяльності, у тому числі обсяги реалізації, ціна, обсяг та частка витрат, виробнича потужність, ступінь використання основних засобів, продуктивність;

- фактори фінансової діяльності, що включають обсяги власного та залученого капіталу, фінансовий важіль, ліквідність, відсоткову ставку за кредитами, податкову ставку;

- фактори інвестиційної діяльності, до яких віднесено обсяг та рентабельність інвестицій у виробництво, інвестиційні проекти, злиття та поглинання;

- нефінансові (якісні) фактори, до яких належать ділова репутація, позиція на ринку, рівень конкуренції в галузі, надійність постачальників, рівень

корпоративного управління та соціальної відповідальності, людський капітал, інновації, прозорість та відкритість інформації, вплив на довкілля.

Наявність різних підходів до систематизації факторів вартості зумовлене багатоаспектністю та комплексним характером їх впливу на формування цільового показника вартості підприємства. У той же час, для цілей управління підприємством в рамках вартісно-орієнтованого підходу визначення факторів вартості повинно бути науково обґрунтованим та базуватися на наступних принципах, визначених в роботах Т. Коупленда [7]. По-перше, ідентифіковані фактори повинні мати безпосередній зв'язок із створенням вартості та доводитися до всіх підрозділів підприємства, незалежно від їх рівня. Виконання даного принципу забезпечує формування єдиних цільових установок та орієнтирів в діяльності підприємства, забезпечує узгодженість завдань, що ставляться перед різними підрозділами, та спрощує процедуру прийняття складних управлінських рішень за рахунок встановлення пріоритету на довгострокове зростання вартості.

Другим принципом є використання як фінансових, так і не фінансових (операційних) показників для кількісної оцінки та характеристики факторів формування вартості, встановлення їх у якості цільових індикаторів. Зосередження виключно на фінансових показниках (переважно це показники рентабельності) в більшості випадків не дозволяє виявляти всі чинники впливу на вартість та комплексно розглядати механізм її формування на підприємстві.

Так, фінансові коефіцієнти, відображаючи певні співвідношення та параметри розвитку суб'єкта господарювання, не можуть самі по собі стати інструментами впливу на вартість, тому виникає об'єктивна потреба у подальшій деталізації та ідентифікації тих складових, які враховуються при розрахунку, визначенні, від чого саме залежить поточний рівень доходів і витрат, та як їх можливо змінити у майбутньому. Таким чином, встановлення операційних показників, що характеризують фактори формування вартості, у якості цільових індикаторів є більш зрозумілим та зручним в процесі управління підприємством.

Третій принцип визначення факторів вартості полягає у виборі таких параметрів, які б не тільки характеризували досягнутий на поточний момент рівень ефективності, але й відображали перспективи зростання у довгостроковому періоді. Максимізація показників рентабельності, нарощення частки ринку, збільшення виручки від реалізації чи інших аналогічних показників діяльності підприємства у поточному періоді не гарантує збереження такого ж високого їх рівня чи темпів приросту у майбутньому. З іншого боку, підвищення рівня інвестиційних витрат у поточному періоді може мати наслідком зростання показників рентабельності, формування конкурентних переваг та приріст вартості підприємства у майбутньому.

У цьому аспекті варто цілком погодитися з думкою І.В. Івашковської, в роботі якої критерії оцінки вартості запропоновано розглядати як з точки зору генерованих грошових потоків, так і з позиції тривалості зростання компанії, формування стратегічних конкурентних переваг [4]. Комплексне врахування цих двох аспектів забезпечить виконання третього принципу та дозволить узгодити поточні та стратегічні рішення в процесі вартісно-орієнтованого управління підприємством.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** Узагальнюючи результати проведеного дослідження щодо визначення основних факторів, що впливають на формування вартості підприємства, можна зробити висновок, що у якості одного із таких факторів у роботах багатьох сучасних дослідників розглядаються інновації. Найчастіше їх відносять до групи якісних показників, адже очевидним є вплив інноваційної діяльності саме на поліпшення якісних характеристик функціонування підприємства – його ділової репутації, конкурентоспроможності, споживчої цінності продукції тощо. Водночас, необхідно відзначити комплексність впливу інновацій на вартість підприємства, що знаходить своє вираження не тільки у якісних, але і в кількісних показниках – прирості виручки від реалізації і чистого прибутку, зростанні фондовіддачі, рентабельності та інших відносних показників.

Подальші дослідження з цієї проблематики мають сприяти розробці науково-методичного апарату, що дозволить використовувати розглянуті фактори впливу під час прийняття рішень в системі вартісно-орієнтованого управління в процесі інноваційних перетворень на підприємстві.

#### Список використаних джерел

1. Брезіцька О.В. Управління вартістю: фактори формування вартості підприємства [Електронний ресурс] / О. В. Брезіцька // Проблеми підвищення ефективності інфраструктури (економічні науки). – 2011. – № 31. – Режим доступу: <http://jrn1.nau.edu.ua/index.php/PPEI/article/view/346>

2. Грапко Н.В. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами підприємств [Електронний ресурс] / Н.В. Грапко // Наукові праці КНТУ. Економічні науки. – 2010. – Вип. 17. – Режим доступу: [http://www.kntu.kr.ua/doc/zb\\_17\\_ekon/stat\\_17/35.pdf](http://www.kntu.kr.ua/doc/zb_17_ekon/stat_17/35.pdf)

3. Екименко А.Н. Факторы роста стоимости компании [Электронный ресурс] / А. Н. Екименко // Государственное управление. Электронный вестник. – 2008. – № 14. – Режим доступа : <http://e-journal.spa.msu.ru/images/File/2008/14/Ekimenko.pdf>

4. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании – новый вектор финансовой аналитики фирмы / И. В. Ивашковская // ЖУК. – 2004. – № 5. – С. 30-33.

5. Казанцева С. А. Проблемы определения факторов, влияющих на формирование стоимости предприятия / С.А. Казанцева // Актуальные вопросы экономики и управления: материалы междунар. науч. конф. (г. Москва, апрель 2011 г.).Т. I. – М.: РИОР, 2011. – С. 183-188.

6. Коваль З.О. Оцінювання ефективності вартісно-орієнтованого управління підприємством в екосистемі інновацій / З.О. Коваль // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 2011. – № 714. – С. 348-357.

7. Коупленд Т. Стоимость компании : оценка и управление / Т. Коупленд, Дж. Муррин. – М. : Олимп-Бизнес, 2005 – 569 с.

8. Кудина М.В. Теория стоимости компании / М.В. Кудина. – М.: ИД «Форум»: ИНФРА-М, 2010. – 368 с.

9. Макарюк О.В. Управління вартістю бізнесу в контексті формування його безпеки і розвитку / О.В. Макарюк // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 3. – С. 131-138.

10. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств : Монографія / О. Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.

11. Новикова І.В. Вартісно-орієнтоване управління інвестиційною діяльністю підприємства : дисертація на здобуття наукового ступеня канд. економічних наук / І. В. Новикова; Наук. керівн. В.Л. Акуленко. – Суми: СумДУ, 2013. – 219 с.

12. Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости? / Владимир Самохвалов // Корпоративные финансы. – 2004. – № 5. – С. 34-38.

13. Ситник Г. В. Цільова функція підприємства : еволюція концепцій та сучасні погляди / Г.В. Ситник // Проблеми економіки. – 2013. – № 1. – С. 243-254.

14. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления [Электронный ресурс] / П. Ю. Старюк // Корпоративный менеджмент. – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/management/finance/valman/corp\\_governance\\_in\\_vbm.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/valman/corp_governance_in_vbm.shtml)

15. Тарасенко С.І. Формування системи факторів вартості підприємства / С.І. Тарасенко // Культура народів Причорномор'я. – 2006. – № 80. – С. 149-153.

16. Харина Н.Л. Нематериальные факторы роста стоимости компании и их роль в реализации стратегических задач компании / Н.Л. Харина, Е.В. Бабенкова // Материалы международной научно-практической конференции «Экономика и управление: прошлое, настоящее, будущее», г.

Новосибирск 15 мая 2012 года. – Ч.1. – Новосибирск: Изд. «Сибирская ассоциация консультантов», 2011.

17. Шишова Ю.Г. Вартісно-орієнтоване управління підприємствами в умовах екологоорієнтованого розвитку на основі методу вартісних розривів / Ю.Г. Шишова, М.В. Костель // Проблеми економіки. – 2013. – № 4. – С. 206-214.

18. Arnold G. The Financial Times Guide to Investing: A Definitive Introduction to Investment and the Financial Markets, 2004. – 410 p.

19. Rappaport A. Creating shareholder value: a guide for managers and investors. – Rev. and updated ed. New York: Free Press, 1998. – 205 p.

**Захаркін О.О.**

**Фактори формування вартості в контексті вартісно-орієнтованого підходу управління підприємством**

Метою статті є дослідження та комплексний аналіз факторів, що формують вартість підприємства, їх класифікація та систематизація. На основі огляду сучасної літератури з даного питання були визначені основні підходи до виділення груп факторів вартості за рівнем формування, місцем виникнення та можливістю управління. У результаті дослідження було узагальнено класифікацію підходів вітчизняних та зарубіжних науковців щодо розподілу факторів вартості за фінансовою та нефінансовою ознакою.

Обґрунтовано, що комплексне врахування різноспрямованих факторів, дозволить застосовувати вартісно-орієнтовану систему управління у практиці діяльності вітчизняних підприємств і особливо під час здійснення ними інноваційних перетворень, адже інновації виступають вагомим важелем формування вартості підприємства, та найчастіше відносяться до групи нефінансових (якісних) факторів.

Перспективами подальших досліджень в цьому напрямі є розробка науково-методичного апарату, що дозволить враховувати розглянуті фактори під час прийняття рішень в системі вартісно-орієнтованого управління підприємством.

**Ключові слова:**

фактори вартості, фінансові показники, нефінансові показники, інновації

**Захаркин А.А.**

**Факторы формирования стоимости в контексте стоимостно-ориентированного подхода управления предприятием**

Целью статьи является исследование и комплексный анализ факторов, формирующих стоимость предприятия, их классификация и систематизация. На основе обзора современной литературы по данному вопросу были определены основные подходы к группированию факторов формирования стоимости по уровню и месту возникновения, возможности управления. В результате исследования была обобщена классификация подходов отечественных и зарубежных ученых относительно распределения факторов стоимости по финансовым и нефинансовым признакам.

Обосновано, что комплексный учет разнонаправленных факторов, позволит применять стоимостно-ориентированную систему управления в практике деятельности отечественных предприятий и особенно при осуществлении ими инновационных преобразований, так как инновации выступают весомым рычагом формирования стоимости предприятия, и чаще всего относятся к группе нефинансовых (качественных) факторов.

Перспективами дальнейших исследований в этом направлении является разработка научно-методического аппарата, позволяющего учитывать рассмотренные факторы при принятии решений в системе стоимостно-ориентированного управления предприятием.

**Ключевые слова:** факторы стоимости, финансовые показатели, нефинансовые показатели, инновации.



**Zakharkin O. O.**

**Factors of Value Formation in the Context of Value-oriented Approach to Business Management**

The goal of the article is to study the factors forming the value of an enterprise, their complex analysis, classification and systematization. The review of modern literature on this matter defined the main approaches to the grouping of the factors of value formation by the level and place of origin, as well as the capability of management. The research allowed to summarize the classification of approaches by local and foreign scientists in regard to the division of value factors by their financial and non-financial features. It proves that the complex account of multidirectional factors allows to put the value-oriented system on the practice of local enterprises activities, especially during their innovative transformation since innovations are an important linchpin of forming the value of an enterprise and most often belong to the group of non-financial (qualitative) factors. The perspective of future studies in this direction is to develop scientific and methodical mechanism that will allow to consider the factors investigated when taking a decision within the frameworks of the system of value-oriented management of an enterprise.

**Key words:** value factors, financial indicators, non-financial indicators, innovations.