

Давидов Олександр Іванович,

канд. екон. наук, доцент, доцент кафедри фінансів та кредиту,
Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна (м. Харків, Україна)

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЗАСТОСУВАННЯ КОНЦЕПЦІЇ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ

У статті розглянуто концепцію управління вартістю підприємств з позицій її застосування в Україні. Розкрито роль ринкової вартості та ринкової капіталізації підприємств у формуванні цільової функції вартісного управління. Проаналізовано можливості управління вартістю українських підприємств за критерієм максимізації їх ринкової капіталізації. Обґрунтовано необхідність використання в вартісному управлінні цільового критерію максимізації фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємств. Досліджено показники та моделі оцінювання вартості підприємств. Визначено особливості сучасних моделей оцінювання вартості підприємств. Виявлено проблематику використання у вартісному управлінні моделей оцінювання вартості підприємств в економічних умовах України. Сформульовані пропозиції щодо вдосконалення показників та моделей оцінювання вартості вітчизняних підприємств.

Ключові слова: вартість підприємств, управління вартістю підприємств, ринкова вартість підприємств, ринкова капіталізація підприємств, максимізація фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємств, показники та моделі оцінювання вартості підприємств.

Постановка проблеми в загальному вигляді. Управління вартістю (*Value-Based Management* – VBM) є інноваційною концепцією менеджменту на мікрорівні сучасної української економіки. Метою впровадження цієї концепції є забезпечення сталого та ефективного розвитку підприємств в умовах значних змін у зовнішньому та внутрішньому середовищі їх функціонування, посилення кризових явищ у національній та світовій економіці.

Упровадження системи управління вартістю підприємств в Україні потребує її адаптації до сучасних реалій вітчизняної економіки, глибокого усвідомлення понять ринкової вартості та ринкової капіталізації підприємств у рамках дослідження цільової спрямованості такого управління, проведення детального аналізу можливостей використання у вартісному управлінні цільового критерію у вигляді максимізації ринкової капіталізації підприємств. Актуальною проблемою є визначення обґрунтованого цільового орієнтира вартісного управління, застосування адекватних українським економічним умовам показників та моделей оцінювання вартості підприємств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Загальна проблематика управління вартістю підприємств на основі максимізації їх ринкової вартості та ринкової капіталізації розглядаються у працях таких вчених, як Д. Весселс [19], М. Гоедхарт [19], Т. Коллер [6; 19], Т. Коупленд [6]. Аналізу специфіки формування ринкової вартості та ринкової капіталізації підприємств в умовах українського фондового ринку присвячені праці І.Г. Курочкиної [16], Н.А. Мамонтової [7], О.Г. Мендрула [8], В.С. Хаустової [16]. У дослідження проблем застосування в рамках концепції вартісного управління показників та моделей оцінювання вартості підприємств суттєвий внесок зробили такі науковці: Д.С. Бірюкова [10], Д.Л. Волков [2], В.В. Назарова [10], Н.В. Шевчук [18].

Невирішені частини загальної проблеми. Економічною наукою до кінця не досліджено роль ринкової вартості та ринкової капіталізації підприємств у формуванні

цільової функції вартісного управління, достатньою мірою не проаналізовано можливості управління вартістю вітчизняних підприємств за критерієм максимізації їх ринкової капіталізації. Ученими-економістами не вироблено єдиного підходу до розуміння цільового критерію вартісного управління в українських реаліях, повністю не вирішено проблему застосування у вартісному управлінні показників та моделей оцінювання вартості підприємств.

Метою статті є визначення проблем та перспектив застосування концепції управління вартістю підприємств в українських економічних умовах на основі аналізу цільової функції вартісного управління, показників та моделей оцінювання вартості підприємств.

Основний матеріал дослідження. Підприємство як відкрита соціально-економічна система характеризується статичними та динамічними параметрами функціонування. Цілепокладання є невід'ємним атрибутом цієї системи. Ступінь досягнення цілей функціонування системи у певний момент часу можна оцінити шляхом введення цільової функції, що задає вектор управлінського впливу для корегування системи для досягнення її бажаного стану. Вибір цільової функції визначається змістом управлінських задач. Концепція управління вартістю підприємств заснована на введенні цільової функції. Відповідно до такого підходу управлінські рішення в організації приймаються тільки у випадку, якщо їх реалізація обумовлює зміну цільової функції у необхідному напрямку.

Необхідно зазначити, що управління вартістю підприємств є не єдиною концепцією, у якій застосовується цільова функція. Зокрема, у неокласичній теорії основним завданням підприємств вважається максимізація прибутку, який є формою вираження результативності та ефективності їх функціонування. В агентській теорії основною метою діяльності підприємства є максимізація багатства його власників (акціонерів). При цьому відносини між акціонерами та менеджерами розглядаються як контрактні. Менеджери (агенти) за певну винагороду здійснюють за дорученням акціонерів (принципалів) управління підприємством в інтересах останніх. Вартісна парадигма в її традиційному розумінні виходить з того, що цільовою функцією прийняття управлінських рішень та критерієм їх оцінювання є максимізація ринкової вартості підприємств. І.Г. Хаустова та В.Є. Курочкіна вважають, що ринкова вартість бізнесу – це така вартість, яка формується на організованому та відкритому фондовому ринку в умовах конкуренції під впливом факторів макро- та мікрорівня. Ця вартість є грошовою величиною, за яку передбачається перехід бізнесу (майна) від продавця до покупця на певну дату в результаті комерційної угоди за умови, що кожна зі сторін діє розумно та без примусу, володіючи всією необхідною інформацією [16, с. 61].

На думку О. Мниха, ринкова вартість підприємства впливає з класичної концепції реальної вартості (що відповідає ціні рівноваги), яка ґрунтується на попиту і пропозиції – випадкової мінусової вартості і споживчої вартості, а об'єктивність оцінювання ринкової вартості підприємства залежна від рівня ефективності ринку, що можна оцінити через фінансові та товарні ринки [15, с. 280].

Ринкова вартість підприємства формується незалежно від бажань окремих ринкових суб'єктів та відображає ситуацію на ринку, його очікування та реакцію на підприємство як об'єкт угоди купівлі-продажу. У той самий час формування ринкової вартості передбачає дотримання певних умов здійснення самої угоди:

- наявність відкритого та конкурентного ринку;
- достатня інформованість покупця та продавця щодо предмету угоди;
- достатність строку експозиції об'єкту оцінювання на ринку для забезпечення його доступності потенційним покупцям;
- здійснення оплати за об'єкт оцінювання у грошовій формі;
- типова мотивація сторін;
- використання покупцем та продавцем загальноприйнятих на ринку умов оплати за об'єкт угоди.

У дослідженні ринкової вартості підприємства, як справедливо зазначає Т.В. Теплова, необхідно розрізнити два його поняття: 1) ринкова капіталізація підприємства як вартість, що відстежується на ринку, у вигляді сумарної величини біржових котирувань його акцій; 2) розрахункова ринкова вартість підприємства та власного капіталу, яка є оцінкою інвестиційної цінності власного капіталу з урахуванням можливості отримання з певним ризиком інвесторами грошових потоків у майбутньому за певною компанією за наявністю ринкових інвестиційних альтернатив [14, с. 23-26]. Ринкова капіталізація є інтегральним показником оцінювання фондовим ринком фінансово-економічного стану підприємства – емітента акцій, рівня його конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості, якості корпоративного управління та інших характеристик. Ринкова капіталізація акціонерних товариств у сучасних економічних джерелах розглядається як критерій у визначенні ринкової вартості суб'єктів господарювання [17, с. 22]. Таким чином, управління підприємствами за критерієм максимізації їх ринкової вартості фактично може бути трансформоване у вартісне управління, що спрямоване на максимізацію ринкової капіталізації даних підприємств.

На думку В.В. Ковальова, ринкова капіталізація підприємства оцінюється фондовим ринком як середня з оцінок теоретичної вартості його акцій, що складаються на цьому ринку та ґрунтується на очікуваннях учасників ринку відносно потенційних можливостей підприємства [4, с. 850].

Для реалізації вартісного управлінського підходу на основі максимізації ринкової капіталізації підприємств важливе значення має рівень її індикативності й керованості у сучасних економічних умовах. Індикативність ринкової капіталізації виражає її здатність бути індикатором реальної ринкової вартості підприємств. Керованість характеризує ринкову капіталізацію як об'єкт управління. Індикативність ринкової капіталізації підприємств визначається станом макро- та мікроекономічного середовища їх функціонування. У зв'язку з цим виконання індикативної функції ринкової капіталізації підприємств залежить від рівня розвитку ринку акцій та ефективності діяльності емітентів як носіїв ринкової вартості акцій, які випущені ними. Розвинений ринок акцій сприяє активізації процесу формування ринкової капіталізації підприємств, підвищенню її індикативності. Однак рівень розвитку українського ринку цінних паперів в цілому та ринку акцій зокрема, ще не є високим.

Український ринок акцій слабо зв'язаний з реальними процесами в економіці. Про це свідчить, перш за все, різноспрямована динаміка обсягу торгівлі акціями та ВВП в Україні у 2011-2013 роках (рис. 1).

Переважає більшість акцій українських емітентів – «блакитних фішок» має занижений відсоток акцій у вільному обігу (*free float*). На більшості фондових бірж світу цей показник повинен становити не менше 25% (іноді для альтернативних сегментів

Розділ 4 Проблеми управління інноваційним розвитком

біржової торгівлі встановлюються нижчі вимоги – 15%). Середня частка українських акцій у вільному обігу становить 8-9% [1, с. 21].

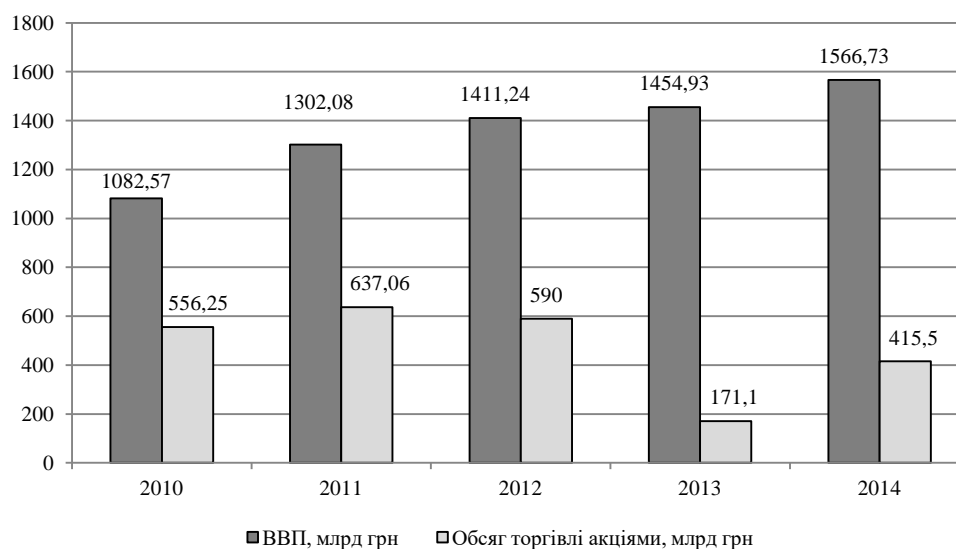


Рисунок 1 – Порівняльна динаміка обсягу торгівлі акціями та ВВП в Україні в 2010-2014 рр [11]

Значна частина акцій в Україні апріорі не є ринковими інструментами, так як випускається приватними та закритими акціонерними товариствами. Такі акціонерні товариства станом на 31.12.2014 рік домінували у загальній кількості акціонерних товариств: 16 434 із 22 852 [11].

В Україні недостатньо розвинута організована біржова торгівля акціями, питома вага якої в загальному обсязі торгівлі акціями на ринку цінних паперів є незначною на відміну від світової практики. Так, значення цього показника складало: у 2010 році – 7,87%, у 2011 році – 10,78%, у 2012 році – 3,65%, у 2013 році – 26,25%, у 2014 році – 6,26% [11]. Така ситуація робить непрозорими та інформаційно закритими торгові операції з акціями та створює сприятливе середовище для маніпулювання з цінами на ці фінансові інструменти, значно спотворює механізм ціноутворення на ринку акцій, обумовлює значні перешкоди в процесі формування справедливої ринкової вартості акцій. Фондові біржі в Україні слабо взаємодіють з системами виконання та гарантування біржових угод, а біржові торги технологічно відокремлені від Національної депозитарної системи. Це істотно порушує цілісність біржової торгівлі в Україні.

Ринок акцій в Україні характеризується низькою ліквідністю, яка обумовлена, з однієї сторони, недостатньою пропозицією інвестиційно привабливих акцій, з іншої сторони, обмеженими інвестиційними ресурсами вітчизняних покупців цих фінансових інструментів. Негативний вплив на ліквідність ринку акцій в Україні чинить несприятливий інвестиційний клімат, а також відсутність належної довіри інвесторів (перш за все, населення) до таких фінансових інструментів як акції (особливо

з урахуванням негативного інвестиційного досвіду, який зв'язаний з діяльністю фінансових пірамід).

На українському фондовому ринку спостерігається хронічний дефіцит ліквідних акцій у зв'язку з розвитком цього ринку майже виключно на базі приватизації. Ліквідність акцій значною мірою забезпечується активністю торгівлі цими фінансовими інструментами. Однак, як видно з рис. 2, питома вага обсягу торгів акціями на ринку цінних паперів України в 2010-2014 рр. неухильно знижується (за виключенням 2014 р.).

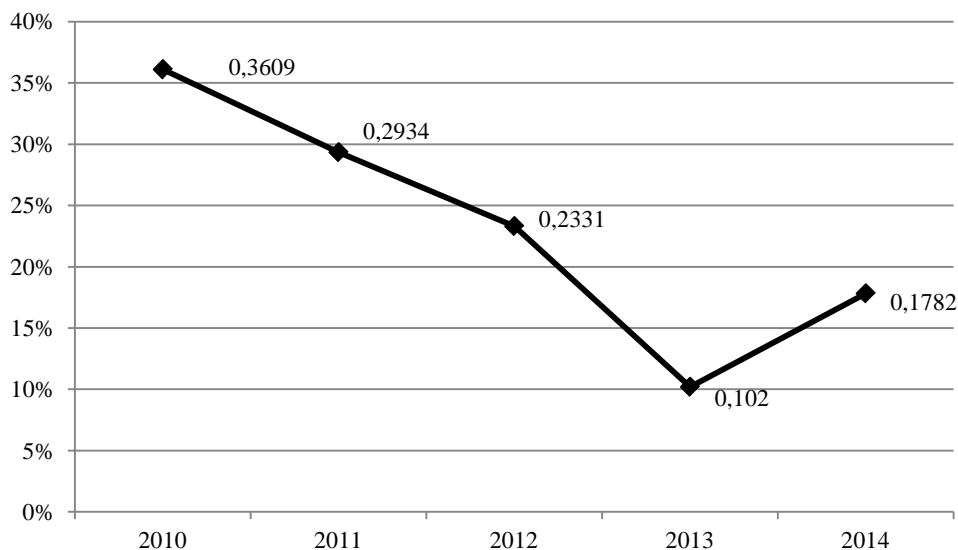


Рисунок 2 – Питома вага обсягу торгів акціями на ринку цінних паперів України в 2010-2014 роках [11]

У сучасних умовах спостерігається тенденція відтоку найбільш інвестиційно привабливих акцій з вітчизняного на зарубіжні ринки. Значну роль у цьому відіграє здійснення українськими підприємствами на міжнародних фондових ринках первинного розміщення акцій IPO (*Initial Public Offering*). У результаті ситуація з ліквідністю ринку акцій в Україні ще більше погіршується.

Український ринок акцій дуже залежний від міжнародних потоків капіталу. Так, наприклад, лише за 2014 рік іноземні інвестори вивели капітал з фондового ринку України шляхом продажу акцій на суму 8,93 млрд грн [11]. Вітчизняний ринок акцій також характеризується незначними обсягами довгострокових інвестицій, підвищеною спекулятивністю та ризикованістю. Український ринок акцій не є інформаційно прозорим. Система розкриття інформації, що існує на сьогодні, достатньою мірою не забезпечує інформування інвесторів про діяльність потенційних об'єктів інвестування – емітентів акцій.

Публічна звітність емітентів акцій не відображає реального стану справ на цих підприємствах. Між тим, інвесторам потрібна точна та змістовна інформація щодо

емітентів акцій, що дає їм можливість приймати обґрунтовані інвестиційні рішення.

Діяльність емітентів як носіїв ринкової вартості акцій також є неефективною. Про це свідчить, перш за все, низька якість корпоративного управління. Органи управління акціонерного товариства далеко не повною мірою виконують покладені на них задачі. Агентська проблематика в системі корпоративного управління вирішується недостатньо ефективно. Інтереси керівників виконавчих органів акціонерного товариства часто суперечать з інтересами самих акціонерів. У сучасних реаліях міноритарні акціонери українських підприємств не можуть повністю реалізувати свої права та активно впливати на формування корпоративних відносин. Корпоративний сектор вітчизняної економіки характеризується значною кількістю корпоративних конфліктів, рейдерськими захопленнями акціонерної власності. Тільки деякі акціонерні товариства в Україні мають власний кодекс (принципи, правила) корпоративного управління. Наприклад, у 2013 році таких підприємств було 677 при загальній кількості акціонерних товариств 24 493 [11].

Така ситуація знижує рівень забезпечення ефективності та прозорості у взаємовідносинах між акціонерами та органами управління акціонерними товариствами, унеможливує побудову дієвої системи захисту прав акціонерів.

За останні роки в ході перевірок Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку дотримання емітентами цінних паперів вимог законодавства постійно виявляються порушення, найбільш розповсюдженими серед яких є порушення порядку скликання загальних зборів акціонерних товариств, порушення прав акціонерів на отримання інформації про діяльність товариства [11; 12].

Не є ефективною дивідендна політика вітчизняних акціонерних товариств, яка має істотний вплив на формування ринкової вартості акцій. У зв'язку з досить складним фінансовим положенням вітчизняних підприємств, більшість з них останніми роками дотримувалися консервативної дивідендної політики, реінвестуючи майже весь прибуток у розвиток бізнесу чи не розподіляючи прибуток. Акціонерними товариствами (без урахування банків та суб'єктів малого підприємництва) було сплачено незначні суми дивідендів: за підсумками 2011 року – 22,34 млн грн, 2012 року – 29,6 млн грн, 2013 року – 23,42 млн грн [3; 11; 12].

Низький рівень розвитку українського ринку акцій та недостатня ефективність діяльності емітентів як носіїв ринкової вартості акцій суттєво знижують роль ринкової капіталізації підприємств як індикатора їх ринкової вартості.

Величина ринкової капіталізації підприємств мало залежить від результативності їх функціонування та більшою мірою визначається нестабільними факторами ринкового (зовнішнього) середовища короткострокової дії. Це виявляється у високій динамічності показника ринкової капіталізації підприємств.

Найбільший внесок у варіювання ринкової капіталізації підприємства вносять відносно стійкі чи ажіотажні очікування інвесторів щодо інвестиційної та спекулятивної привабливості цінних паперів як товару на фондовому ринку [4, с. 850]. Практика функціонування фондового ринку в Україні надає чимало прикладів великих коливань значень ринкової капіталізації впродовж коротких проміжків часу. Так, величина ринкової капіталізації у лідера за цим показником серед українських емітентів у 2014 році – ПАТ «КОД ІНВЕСТ», суттєво змінювалася навіть упродовж кварталів року (рис. 3). За таких обставин менеджмент не може ефективно здійснювати управлінські дії відносно ринкової капіталізації підприємств. Низький рівень індикативності та керованості ринкової капіталізації обумовлює суттєве обмеження можливостей

управління підприємствами за критерієм її максимізації в українських економічних умовах.

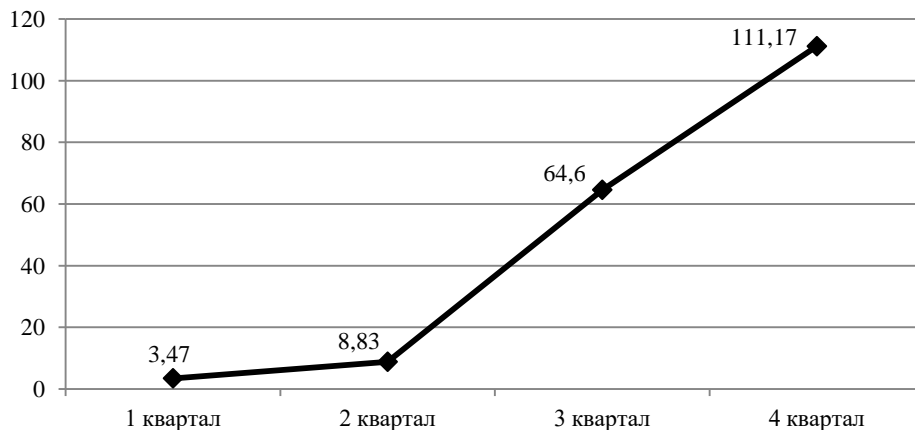


Рисунок 3 – Динаміка ринкової капіталізації ПАТ «КОД ІНВЕСТ» за кварталами у 2014 році, млрд грн [11]

Цільовий критерій вартісного управління має бути адаптований до реалій вітчизняної економіки та відповідати рівню розвитку ринкових відносин в Україні.

Адаптацію цільового критерію вартісного управління до українських умов доцільно здійснювати шляхом посилення зв'язку цього критерію з фундаментальними параметрами ефективності фінансово-господарчої діяльності підприємств, а також через відображення у ньому інтересів стейкхолдерів, які мають істотний вплив на діяльність цих підприємств. В українських економічних реаліях цільова орієнтація вартісного управління має бути змінена з максимізації ринкової вартості та ринкової капіталізації на максимізацію фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємства, що відображає його сукупну цінність з точки зору ефективності фінансово-господарської діяльності та рівня взаємовідносин з стейкхолдерами.

Актуальною проблемою застосування концепції вартісного управління в Україні є вибір основного показника вартості, який в інтегрованому вигляді характеризував би рівень цінності підприємства у контексті обраного цільового критерію вартісного управління. На основі цього показника здійснюється моніторинг зміни вартості, ідентифікація факторів її формування, розроблення механізму прийняття управлінських рішень на різних рівнях управління, побудова системи матеріального стимулювання менеджерів та робітників. Вибір основного VBM-показника істотно ускладнюється у зв'язку зі значною кількістю таких показників, безліччю моделей оцінювання вартості підприємств.

З 90-х років ХХ століття в економічній науці та практиці значного розвитку набувають моделі на основі вимірювання величини прирощення вартості підприємств. Найвідомішими з цих моделей є: модель економічної доданої вартості (*Economic Value Added, EVA*), доданої вартості потоку грошових коштів (*Cash Value Added, CVA*), ринкової доданої вартості (*Market Value Added, MVA*), акціонерної доданої вартості (*Shareholders Value Added, SVA*).

Розділ 4 Проблеми управління інноваційним розвитком

Показник *EVA* визначає величину прибутку понад вартості капіталу, що використовується у бізнесі. *EVA* розраховується таким способом [13, с. 46]

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot Invested\ Capital, \quad (1)$$

де *NOPAT* – чистий операційний прибуток за вирахуванням податку на прибуток; *WACC* – ставка середньозважених витрат на капітал; *Invested Capital* – сума інвестованого капіталу.

Згідно з концепцією *EVA*, нова вартість підприємства в інтересах його власників (акціонерів) створюється у випадку отримання цим підприємством не будь-якого розміру прибутку, а такої його величини, що перевищує вартість інвестованого капіталу.

Показник *EVA* характеризує різницю між ринковою та фактичною вартістю підприємства та виражає величину додавання вартості підприємства у результаті оцінювання його ринком [10, с. 396]

$$\text{Ринкова вартість підприємства} = \text{Чисті активи} + EVA. \quad (2)$$

Модель доданої вартості потоку грошових коштів *CVA* є модифікованим варіантом *EVA*, у якому замість показника чистого прибутку *NOPAT* використовується грошовий потік від операційного прибутку. Розрахунок *CVA* здійснюється за формулою [10, с. 398]:

$$CVA = adjNOCF - WACC \cdot IC, \quad (3)$$

де *adjNOCF* – чистий грошовий потік від операційної діяльності за вирахуванням податків; *IC* – інвестиції в капітал; *WACC* – середньозважені витрати на капітал.

Таким чином, показник доданої грошової вартості *CVA* характеризує залишкові грошові потоки, що генеруються інвестиціями в підприємство.

Показник ринкової доданої вартості *MVA* розглядається як очевидний критерій створення ринкової вартості підприємств в інтересах їх власників (акціонерів). Цей показник визначається за формулою [9, с. 57]:

$$MVA = \text{Ринкова вартість} - \text{Інвестований капітал}. \quad (4)$$

В іншій інтерпретації розрахунок *MVA* має такий вигляд [5, с. 460]

$$MVA = \text{Ринкова вартість боргу} + \text{Ринкова капіталізація} - \text{Сукупний капітал}. \quad (5)$$

Д.Л. Волков під доданою ринковою вартістю розуміє дисконтований потік залишкового прибутку, що є бухгалтерським прибутком за вирахуванням витрат на капітал. Причому залежно від методики визначення залишкового прибутку, додана ринкова вартість може оцінюватися на основі показників залишкового чистого прибутку, залишкового чистого операційного прибутку, *EVA* [2, с. 213-221].

Модель акціонерної доданої вартості *SVA* безпосередньо орієнтована на задоволення інтересів акціонерів та базується на вимірюванні приросту акціонерного капіталу. Основний спосіб розрахунку *SVA* передбачає визначення величини доданої акціонерної

вартості як суми приведеної вартості чистого грошового потоку та приросту приведеної вартості залишкової вартості у звітному (прогнозованому) періоді. При цьому чистий грошовий потік за період визначається як різниця між чистим операційним прибутком та величиною приростних інвестицій у позаоборотні активи та робочий капітал організації. Залишкова вартість вимірюється у вигляді відношення чистого операційного прибутку до середньозважених витрат на капітал [2, с. 232-237].

На думку Н.В. Шевчук, ефективність інвестиційної та фінансової стратегії в моделі *SVA* оцінюється на основі здатності стратегій формувати акціонерну вартість як різницю між поточною вартістю майбутніх грошових потоків і ринковою вартістю боргу підприємства [18, с. 274].

У результаті проведених досліджень можна виділити такі особливості сучасних моделей оцінювання вартості підприємств (рис. 4).

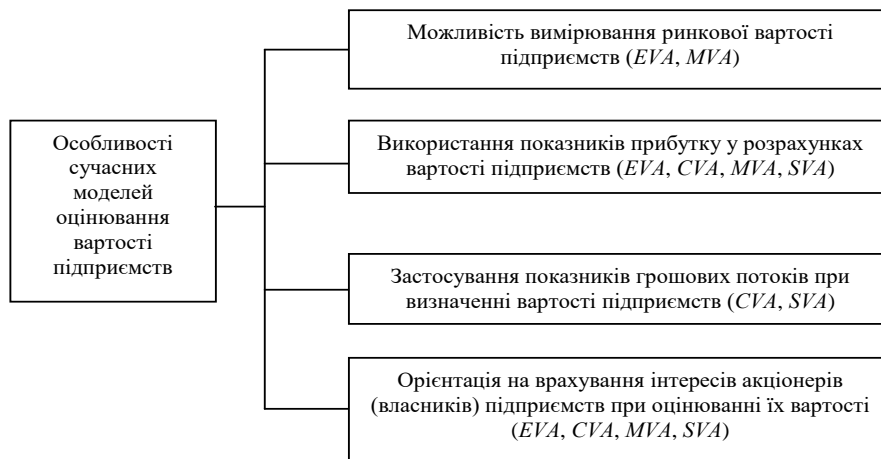


Рисунок 4 – Особливості сучасних моделей оцінювання вартості підприємств (розроблено автором)

Виявлені особливості сучасних моделей оцінювання вартості обумовлюють відповідну проблематику їх використання у вартісному управлінні підприємствами в умовах української економіки. Ця проблематика характеризується такими обставинами:

1) вимірювання ринкової вартості (ринкової капіталізації) підприємств в українських економічних реаліях повною мірою не може слугувати цілям вартісного управління у зв'язку з низьким рівнем індикативності та керованості цієї вартості;

2) використання показників прибутку у моделях оцінювання вартості підприємств по суті означає перенесення на вартісне управління недоліків управління підприємствами за критерієм максимізації прибутку, основними з яких є орієнтація на короткострокові (поточні) результати діяльності на шкоду генеруванню вартості у довгостроковому періоді, можливість маніпулювання показниками прибутку методами бухгалтерського обліку та фінансової звітності, спрямованість на врахування інтересів тільки однієї групи стейкхолдерів – власників (акціонерів) підприємств;

3) в умовах підвищеної динамічності й нестабільності економічних процесів в Україні при оцінюванні вартості на основі відповідних моделей виникають істотні

Розділ 4 Проблеми управління інноваційним розвитком

складнощі з ідентифікацією грошових потоків, що генеруються існуючими та майбутніми активами;

4) орієнтація при оцінюванні вартості на врахування лише однієї категорії стейкхолдерів – акціонерів (власників) підприємства може призводити у процесі вимірювання вартості до ігнорування вигід інших стейкхолдерів (кредиторів, менеджерів, персоналу, партнерів, держави).

Удосконалення показників та моделей оцінювання вартості підприємств в українських умовах має здійснюватися наступним чином. По-перше, основний вартісний показник має виражати оцінку фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємств, максимізацію якої необхідно розглядати як цільовий критерій вартісного управління підприємствами. По-друге, модель оцінювання вартості має ґрунтуватися не на показниках прибутку, а на розширеному трактуванні ціннісного результату діяльності підприємств з позиції їх ефективного функціонування та врахування інтересів усіх стейкхолдерів по відношенню до цих підприємств.

Реалізація запропонованих заходів з удосконалення показників та моделей оцінювання вартості підприємств має сприяти побудові ефективної системи вартісного управління, яка адаптована до українських економічних реалій.

Висновки. В економічних умовах України можливості управління вартістю за критерієм максимізації ринкової капіталізації підприємств істотно обмежені у зв'язку з низьким рівнем її індикативності та керованості. Вартісне управління на мікрорівні сучасної вітчизняної економіки має бути орієнтованим на максимізацію фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємства, яка характеризує його сукупну цінність з позицій ефективності фінансово-господарської діяльності та рівня взаємовідносин з стейкхолдерами.

Особливості сучасних моделей оцінювання вартості підприємств обумовлюють відповідні проблеми їх використання у вартісному управлінні на мікрорівні вітчизняної економіки. Такими проблемами є недостатня відповідність оцінювання ринкової вартості підприємств цілям вартісного управління, перенесення на процес управління вартістю недоліків управління підприємствами за критерієм максимізації прибутку, складнощі щодо визначення грошових потоків, ігнорування вигід багатьох груп стейкхолдерів.

Удосконалення показників та моделей оцінювання вартості підприємств в українських реаліях має передбачати визначення показника фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємств на основі більш широкого розуміння їх цінності.

Перспективи подальших досліджень пов'язані з розробленням моделі оцінювання фундаментальної стейкхолдерської вартості підприємств та побудовою на її основі ефективної системи вартісного управління на мікрорівні української економіки.

1. Брагін С. Недержавні пенсійні фонди на неефективному фондовому ринку: приклад України / С. Брагін, О. Макаренко // Вісник Національного банку України. – 2011. – №1. – С. 18-24.

2. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д.Л. Волков. – СПб. : Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. – 320 с.

3. Інновації для розвитку ринку. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2012 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1370875350.pdf.

4. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. – М. : ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 1024 с.
 5. Косорукова И.В. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса: учеб. пособие / И.В. Косорукова, С.А. Секачев, М.А. Шуклина ; под. ред. И.В. Косоруковой. – М. : Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 672 с.
 6. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
 7. Мамонтова Н.А. Управління вартістю компаній нафтогазового комплексу в умовах інноваційного розвитку : монографія / Н.А. Мамонтова. – Львів : ПАІС, 2011. – 484 с.
 8. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства : монографія / О.Г. Мендрул. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.
 9. Мозенков О. Проблеми застосування вартісних показників для оцінки діяльності та прогнозування розвитку підприємств з корпоративними правами / О. Мозенков // Економіст. – 2009. – № 6. – С. 54-59.
 10. Назарова В.В. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании / В.В. Назарова, Д.С. Бирюкова // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». – 2014. – №3. – С. 393-414.
 11. Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання: Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2014 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf.
 12. Рух ринку цінних паперів України до світових стандартів задля економічного зростання країни. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1402491205.pdf.
 13. Таранов І. Управління вартістю компанії: проблема вибору адекватної моделі оцінювання / І. Таранов // Галицький економічний вісник. – 2010. – №4. – С. 41-51.
 14. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т.В. Теплова. – М. : Вершина, 2007. – 272 с.
 15. Трансформація вартості у формуванні відносин «підприємство-клієнт» : монографія / А. Чубала, Я. Віктор, Р. Неструй та ін. – Львів : Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2007. – 250 с.
 16. Хаустова В.С. Оцінка вартості бізнесу суб'єктів господарювання (на прикладі металургійної галузі України) : монографія / В.С. Хаустова, І.Г. Курочкіна. – Х. : ВД «ІНЖЕК», 2009. – 268 с.
 17. Шевченко Н.В. Ринкова капіталізація акціонерних товариств: сутність, функції та проблеми управління / Н.В. Шевченко // Економіка та держава. – 2011. – №9. – С. 22-24.
 18. Шевчук Н.В. Сучасні моделі оцінювання доданої вартості підприємства / Н.В. Шевчук // Стратегія економічного розвитку України. – 2014. – №35. – С. 271-277.
 19. Koller T. Valuation: measuring and managing the value of companies. / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. – New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2010. – 862 p.
-
1. Brahin, S., & Makarenko, O. (2011). Nderzhavni pensiini fondy na neefektyvnomu fondovomu rynku: pryklad Ukrainy [Non-government pension funds in the inefficient stock market: the case of Ukraine]. *Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy – Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 1, 18-24 [in Ukrainian].
 2. Volkov, D.L. (2008). *Teoriia tsennoostno-orientirovannoho menedzhmenta: finansovyi i bukhgalterskii aspekty [The theory of value-oriented management: financial and accounting aspects]*. Saint Petersburg.: Izd-vo «Vysshaja shkola menedzhmenta»; Izdat. dom S.-Peterb. gos. un-ta [in Russian].
 3. Innovatsii dlia rozvytku rynku. Richniy zvit Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku za 2012 rik [Innovations for the market development. Annual Report of the National Commission on Securities and Stock Market for 2012]. *nssmc.gov.ua*. Retrieved from

Розділ 4 Проблеми управління інноваційним розвитком

http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1370875350.pdf [in Ukrainian].

4. Kovalev, V.V. (2008). *Finansovyi menedzhment: teoriia i praktika [Financial Management: Theory and Practice]*. Moscow: TK Velbi, Izd-vo Prospekt [in Russian].

5. Kosorukova, I.V., Sekachev, S. A., & Shuklyna, M.A. (2011). *Otsenka stoimosti tsennykh bumah i biznesa [Assessment of securities value and business value]*. Moscow: Moskovskaia finansovo-promyshlennaia akademiia [in Russian].

6. Kouplend, T., Koller, T., & Murrin, Dzh. (2005). *Stoimost kompanii: otsenka i upravlenie [Value of companies: estimates and management]*. Moscow: ZAO «Olimp-Biznes» [in Russian].

7. Mamontova, N.A. (2011). *Upravlinnia vartistiu kompanii naftohazovoho kompleksu v umovakh innovatsiynoho rozvytku [Value management in oil and gas companies under conditions of innovative development]*. Lviv: PAIS [in Ukrainian].

8. Mendrul, O.H. (2002). *Upravlinnia vartistiu pidpriemstva [Enterprise value management]*. Kiev: KNEU [in Ukrainian].

9. Mozenkov, O. (2009). Problemy zastosuvannya vartisnykh pokaznykiv dlia otsinky diialnosti ta prohnozuvannya rozvytku pidpriemstv z korporatyvnymy pravamy [Problems of the cost indexes application for the estimation of activity and prognostication of the enterprises with the corporate rights]. *Ekonomist – Economist*, 6, 54-59 [in Ukrainian].

10. Nazarova, V.V., & Biriukova, D.S. (2014). Stoimostnye metody otsenki effektivnosti menedzhmenta kompanii [Cost methods of evaluating the effectiveness of the company's management]. *Nauchnyi zhurnal NIU ITMO. Seriya «Ekonomika i ekolohicheskii menedzhment» – Scientific journal NRU ITMO Series «Economics and Environmental Management»*, 3, 393-414 [in Russian].

11. Rynok tsinnykh paperiv. Yevropeiskyi vybir: novi mozhyvosti ta zrostantia: richnyy zvit Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku za 2014 rik [Securities' Market. The European choice: new opportunities and growth: Annual Report of the National Commission on Securities and Stock Market for 2014]. *nssmc.gov.ua*. Retrieved from http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf [in Ukrainian].

12. Rukh rynku tsinnykh paperiv Ukrainy do svitovykh standartiv zadlia ekonomichnoho zrostantia krainy. Richnyi zvit Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku za 2013 rik [The movement of stock market of Ukraine towards international standards for the sake of economic growth of the country. Annual Report of the National Commission on Securities and Stock Market in 2013]. *nssmc.gov.ua*. Retrieved from http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1402491205.pdf [in Ukrainian].

13. Taranov, I. (2010). Upravlinnia vartistiu kompanii: problema vyboru adekvatnoi modeli otsiniuvannya [Enterprise value management: the problem of choosing an adequate evaluation model]. *Halytskyi ekonomichnyi visnyk – Galician Economic Bulletin*, 4, 41-51 [in Ukrainian].

14. Teplova, T.V. (2007). *Investitsionnye rychahi maksimizatsii stoimosti kompanii. Praktika rossiiskikh predpriatii [Investment incentives of company value maximization. Practice of Russian enterprises]*. Moscow: Vershina [in Russian].

15. *Transformatsiia vartosti u formuvanni vidnosyn «pidpriemstvo – kliient» [Transformation of value while building «company – client» relations]*. (2007). Lviv: Vydavnytstvo Natsionalnoho universytetu «Lvivska politehnika» [in Ukrainian].

16. Khaustova, V.Ye., & Kurochkina, I.H. (2009). *Otsinka vartosti biznesu subiektiv hospodariuvannya (na prykladi metalurhiinoi haluzi Ukrainy) [Estimation of value of business entities (based on the example of the steel industry of Ukraine)]*. Kharkiv: VD «INZHEK» [in Ukrainian].

17. Shevchenko, N.V. (2011). Rynkova kapitalizatsiia aktsionermykh tovarystv: sutnist, funktsii ta problemy upravlinnia [Market capitalization of joint-stock companies: the essence, functions and management problems]. *Ekonomika ta derzhava – Economy and State*, 9, 22-24 [in Ukrainian].

18. Shevchuk, N.V. (2014). Suchasni modeli otsiniuvannya dodanoi vartosti pidpriemstva [Modern models of evaluation of value added companies]. *Stratehiia ekonomichnoho rozvytku Ukrainy – Strategy of Economic Development of Ukraine*, 35, 271-277 [in Ukrainian].

19. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. [in English].

А.И. Давыдов, канд. экон. наук, доцент, доцент кафедры финансов и кредита, Харьковский национальный университет имени В.Н. Каразина (г. Харьков, Украина)

Проблемы и перспективы применения концепции управления стоимостью предприятий в Украине

В статье рассмотрена концепция управления стоимостью предприятий с позиций её применения в Украине. Раскрыта роль рыночной стоимости и рыночной капитализации предприятий в формировании целевой функции стоимостного управления. Проанализированы возможности управления стоимостью украинских предприятий по критерию максимизации их рыночной капитализации. Обоснована необходимость использования в стоимостном управлении целевого критерия максимизации фундаментальной стейкхолдерской стоимости предприятий. Исследованы показатели и модели оценки стоимости предприятий. Определены особенности современных моделей оценки стоимости предприятий. Выявлена проблематика использования в стоимостном управлении моделей оценки стоимости предприятий в экономических условиях Украины. Сформулированы предложения по усовершенствованию показателей и моделей оценки стоимости предприятий в украинских реалиях.

Ключевые слова: стоимость предприятий, управление стоимостью предприятий, рыночная стоимость предприятий, рыночная капитализация предприятий, максимизация фундаментальной стейкхолдерской стоимости предприятий, показатели и модели оценки стоимости предприятий.

O.I. Davydov, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance and Credit, V.N. Karazin Kharkiv National University (Kharkiv, Ukraine)

Problems and prospects of the application of the enterprise value-based management concept in Ukraine

The aim of the article. The aim of the article is to identify the problems and prospects of the application of the enterprises value-based management concept in Ukrainian economic conditions on the basis of the analysis of the target function of value management, indicators and enterprise valuation models.

The results of the analysis. It is considered the concept of value-based management of enterprises from the standpoint of its application in Ukraine. The role of market value and market capitalization of enterprises in the formation of target function of value management is defined. There are analyzed possibilities of implementation of value management approach based on maximization of market capitalization of enterprises through determination of the level of its indicative character and controllability in Ukrainian economic conditions. There are given reasons for the use of the target criterion of maximization of the fundamental stakeholder enterprises value in value-based management. There are studied the indicators and models of enterprises value assessment. There are also determined the peculiarities of contemporary models of assessment of enterprise value. There are revealed the problems of the use of the models for the assessment of enterprise value in value-based management under economic conditions of Ukraine. There are given proposals to improve the indicators and models of assessment of enterprise value in Ukrainian environment.

Conclusions and directions of further researches. Practical significance of this article lies in justification of the necessity to identify the indicator of the fundamental stakeholder enterprise value for the purpose of value-based management by way of improving the enterprise value assessment models. Prospects for further studies deal with the development of the model to assess the fundamental stakeholder value of enterprises and on its basis to build an effective system of value management at the micro level of Ukrainian economy.

Keywords: enterprise value, enterprise value management, market value of enterprises, market capitalization of enterprises, maximization of fundamental stakeholder value of enterprises, indicators and models of enterprise value assessment.

Отримано 23.01.2016 р.