

## ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

Малик С.С.

Харьковский гуманитарный университет «Народная украинская академия»

В статье исследованы основные проблемы управления стоимостью бизнеса. Проведено обоснование применения стоимостного показателя бизнеса как основного стратегического ориентира. Выявлены основные недостатки альтернативных показателей стратегического ориентирования. Выделены основные мифы о стоимости компании. Приведена их детальная характеристика.

**Ключевые слова:** управление, проблемы управления, рыночная стоимость, стоимость бизнеса, оценка стоимости.

**Постановка проблемы.** В условиях высокого динамизма внешней и внутренней среды, нестабильной рыночной конъюнктуры, все более актуальным становится вопрос снижения рисков инвесторов и собственников. Один из основных показателей в долгосрочной перспективе, на который ориентируются владельцы, является показатель рыночной стоимости. Данный показатель выступает в роли индикатора, способного отражать благосостояние собственников, выражать обратную связь с внешней бизнес-средой, выступать в качестве ключевого итогового показателя результативности. Однако показатель рыночной стоимости имеет ряд основных проблем, которые проанализированы в данной работе.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Теоретическая и практическая основа управления стоимостью бизнеса исследовалась многими отечественными и зарубежными учеными. Особый интерес представляют работы У. Баффета, И. Бланка, Р. Брейли, Р. Дамари, С. Майерса, М. Миллера, Ф. Модильяни, М. Скотта, Б. Стюарта, А. С. Тонких, А. В. Ионова, Г. Д. Антонова, О. И. Королькова, О. Н. Щербакова, О. В. Макарюк, И. Г. Курочкина и др.

**Цель статьи.** Целью данной статьи является выделение основных проблем управления на основе показателя стоимости бизнеса.

**Изложение основного материала.** Ради чего существует бизнес? Генри Форд отмечал: «Долгое время полагали, что бизнес существует ради получения прибыли. Это не так. Бизнес существует ради людей». Осуществляя хозяйственную деятельность, предприятие может ставить перед собой различные цели. Все же, наиболее распространенным утверждением остается существование бизнеса ради обеспечения максимизации дохода инвестора.

На протяжении длительного периода времени основным корпоративным стратегическим ориентиром и критерием оценки эффективности компании выступал показатель чистой прибыли (рис. 1). Однако мировой финансовый кризис наглядно продемонстрировал, что данный показатель не может отразить реальное положение дел в компании, оценить степень ее эффективности и конкурентоспособности.

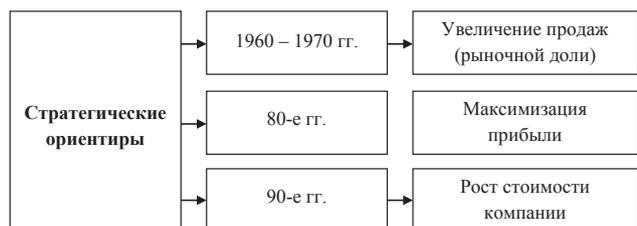


Рис. 1. Изменение стратегических ориентиров ведения бизнеса со временем

Источник: разработка автора по источнику [4]

Действительно, высокий объем продаж (занимаемой рыночной доли) способен показать востребованность продукта со стороны потребителя, отразить все позитивные изменения в компании (например, инновации). Иными словами, охарактеризовать конкурентоспособность предприятия, его перспективы.

С другой стороны, такая цель практически не увязана с экономией на издержках. Темпы увеличения затрат для обеспечения роста продаж продукции могут значительно превышать темпы роста доходов от реализации, что в свою очередь снижает норму прибыли и уменьшает способность формирования достаточных финансовых ресурсов. Поэтому по аналогии с прибылью объем продаж может выступать в качестве лишь одного из возможных критериев деятельности фирмы и не является всеобъемлющим показателем, выражающим главную цель деятельности фирмы [10].

Максимизация прибыли, как основной стратегический ориентир, не может удовлетворить большинство собственников бизнеса. В первую очередь, высокие показатели прибыли всегда сопряжены с высоким уровнем риска, в случае реализации которого компания может значительно пострадать. В тоже время, полученная высокая прибыль может полностью уходить на текущие нужды предприятия. В конечном итоге, компания лишается возможности формировать достаточные финансовые ресурсы для поддержания долгосрочного развития, что может привести к утрате конкурентных преимуществ. Именно поэтому, максимизация прибыли – это важная цель функционирования бизнеса, но не главенствующая.

Опыт развитых стран показывает, что единственной целью, способной создать условия для долгосрочного процветания компании, является обеспечение стабильного роста стоимости бизнеса. Решение других задач, таких как получение запланированного размера чистой прибыли, удовлетворение потребностей клиентов, реализация миссии компании, развитие корпоративной культуры среди сотрудников, является средством достижения этой цели [7, с. 26].

Данный факт легко объясним. Благополучие собственников предприятия складывается из двух составляющих: текущих доходов и доходов от капитализации стоимости фирмы. Размер выплачиваемых дивидендов ограничен размером полученной прибыли, в то время как рост стоимости акций практически не ограничен. Именно второй источник доходов, как правило, вносит основной вклад в изменение совокупного богатства инвесторов.

Так, например, одним из богатейших людей мира является Билл Гейтс, совладелец компании «Майкрософт». При этом, что в своей многолетней истории «Майкрософт» ни разу не выплачивал дивиденды [10].

Более того, был проведен ряд исследований [1, с. 107], выводы которых позволили утверждать, что фирмы, использующие в качестве главного объекта управления стоимостью бизнеса, имеют явные конкурентные преимущества перед фирмами, ориентированными на другие экономические критерии своей деятельности.

Однако при наличии бесспорных достоинств существует ряд противоречий, заложенных в показатели рыночной стоимости и, как следствии, его направленности. Один из наиболее известных инвесторов в мире Уоррен Эдвард Баффетт выделяет несколько мифов показателя стоимости бизнеса [3]:

1. Стоимость бизнеса можно объективно оценить. Стоит понимать, что любой рейтинг, любая оценка – это, в первую очередь, субъективная вещь. В конечном итоге невозможно учесть огромное количество объективных и субъективных факторов, оказывающих влияние на рыночную стоимость предприятия. Среди трудно- и неформализуемых факторов [4] – слухи, ожидания рынка, возможность манипулирования рынком, рефлексивность, политическая ситуация, политическое давление, уличение в коррупционных схемах, сговор субъектов рынка и др.

Приведем пример одного из вариантов расчета стоимости предприятия – многофакторной модели BARRA, согласно которой, на стоимость фирмы влияет 68 факторов. Среди этих факторов есть как очевидные, такие как ожидаемый темп прироста ВВП, инфляция, процентные ставки, цены на нефть, так и совершенно неожиданные: общепризнанный прогноз относительно роста доходов фирмы, изменчивость ее доходов в прошлом, число аналитиков по ценным бумагам, обрабатывающих данные по акциям фирмы и т.д. Можно предположить, что это не законченный список факторов, образующих рыночную стоимость [10].



Рис. 2. Факторы формирования рыночной стоимости предприятия

Источник: [2]

Не стоит забывать, что в распоряжении предприятия имеется ряд инструментов, позволяющих воздействовать на свою рыночную стоимость: выкуп, дробление и консолидация собственных акций, увеличение суммы активов за счет заемных ресурсов, объявление о слиянии или поглощении и т.д. В тоже время, сознательные манипуляции с финансовой отчетностью также способны значительно повлиять на стоимость компании. Целенаправленное воздействие на ключевые показатели (прибыль,

объемы продаж, выручка, стоимость активов и др.) подталкивают рынок на более высокую оценку стоимости бизнеса.

2. Рыночная стоимость – наиболее точный показатель того, сколько стоит компания. Предполагается, что в процессе принятия решения, инвестор обладает наиболее полной информацией о компании, ее деятельности, структуре, стратегии. Но даже на развитых рынках информация обладает свойством асимметрии, то есть субъекты рынка обладают разной информацией и вынуждены доверять информации, адаптированной кем-то, что создает предпосылки для неадекватной оценки стоимости фирмы [10]. К примеру, в Украине объем достоверной информации о многих, в том числе крупных предприятиях, ничтожно мал. Манипуляции с финансовой отчетностью в последнее время приобрели угрожающие масштабы. Закрытость и отсутствие информации не способствует реальному отражению ценности предприятия. К тому же, не стоит забывать о возможном спекулятивном характере формирования стоимости. На стоимость бизнеса могут влиять косвенные факторы (к примеру, слухи, искусственная паника, раздуваемый ажиотаж вокруг предприятия и др.), которые не имеют ничего общего с фундаментальными характеристиками.

3. Повышение стоимости бизнеса должно быть главной целью менеджмента. В американской школе менеджмента и управления финансами предприятий сложилась модель управления стоимостью. Модель предполагает, что главная цель менеджеров любой компании – принимать такие решения в финансовой, инвестиционной и производственной деятельности, которые приведут со временем к росту стоимости предприятия. Правильно налаженное управление стоимостью означает, что все направления компании, аналитические методы и приемы менеджмента направлены к одной общей цели: помочь компании максимизировать свою стоимость [8]. В тоже время, на практике, цель любого управленца – максимизация собственных выгод. Рост стоимости бизнеса, прежде всего, отражает интересы владельцев и, в первую очередь, требует дополнительного стимулирования деятельности менеджмента. В противном случае, создается перекос в балансе корпоративных интересов в сторону собственников и ситуация напряженности в корпоративных отношениях, что в конечном итоге может привести к корпоративному конфликту [10]. В таких условиях говорить о достижении наилучших результатов деятельности, устраивающих большинство участников корпоративных отношений (владельцев и управленцев), не приходится.

4. Собственники всегда заинтересованы в повышении стоимости принадлежащего им бизнеса. Естественно, каждый рациональный экономический субъект заинтересован в росте благосостояния, в увеличении стоимости принадлежащего имущества, бизнеса. Но на практике, часто возникает ситуация, когда не все собственники выражают заинтересованность в росте стоимости бизнеса, в первую очередь, в силу субъективных факторов. Для каждого конкретного инвестора [11] одна и та же фирма обладает различной внутренней стоимостью, так как у них неодинаковое представление о создаваемых фирмой ценностях. К примеру, для собственника, озабоченного текущим потреблением, выгоды, связанные с долгосрочными перспективами компании не представляют особой ценности. Инвестору важнее продать бизнес и получить доход сегодня, чем больший доход в будущем. В тоже время, существует и обратная ситуация. Собственник не согласен

продавать свой бизнес, несмотря на существующие предложения (как правило, семейные виды бизнеса) или его условия являлись невыполнимыми ни при каких условиях. Встречаются и иные случаи, когда один из инвесторов заинтересован выкупить бизнес по минимальной цене. Соответственно, все его действия направлены на снижение рыночной стоимости, при нанесении минимального вреда самому предприятию. Таким образом, цели инвесторов весьма разнообразны и это необходимо учитывать.

5. Критерий стоимости фирмы может выражать не только корпоративные интересы, но и интересы государства. Стоит помнить, что чаще всего государственные интересы и интересы частных инвесторов существенно разнятся, особенно в фискальном направлении. Яркий пример из практики ближнего зарубежья – банкротство компании «ЮКОС». Противники банкротства мотивировали прекращение судебного преследования компании именно тем, что она имела наибольшую на тот момент в России капитализацию, а это отвечает государственным интересам в области повышения инвестиционной привлекательности страны. При этом высокая капитализация компании была достигнута, в том числе, и за счет недоплаты налоговых платежей. Учитывая это, государство, выражающее интересы общества, сочло более важным взыскание недоплаченных налогов, чем повышение инвестиционного имиджа в глазах мирового сообщества [10].

Показатель рыночной стоимости имеет широкое практическое применение. Как было отмечено ранее, он является показателем благосостояния собственников предприятия, выражает обратную связь с внешней бизнес-средой, выступает в качестве ключевого итогового показателя результативности, характеризует возможность привлечь внешние источники финансирования, является показателем конкурентоспособности фирмы [10].

**Выводы.** Итак, сформулируем основные проблемные моменты управления стоимостью бизнеса:

1. На стоимость бизнеса оказывает влияние множество факторов, влияние части из которых затруднительно оценить (слухи, ажиотаж и др.).

2. Субъективизм оценки не позволяет произвести универсальное ранжирование показателей, оказывающих наибольшее влияние на рыночную стоимость бизнеса.

3. Изолированное применение показателя рыночная стоимость может исказить реальное положение дел на предприятии, таким образом, необходима увязка различных показателей.

4. Целесообразней ориентироваться не на количественную оценку стоимости фирмы, а на ее динамику.

5. Баланс интересов между собственниками и менеджерами – залог достижения наилучших результатов деятельности.

#### Список литературы:

1. Антонов Г.Д., Иванова О.П. Как сформировать эффективные интегрированные компании в промышленности России? // ЭКО. 2002. – № 12. – С. 106-111.
2. Байстриченко Н.О. Агентський конфлікт у системі управління ринковою вартістю підприємства / Н.О. Байстриченко // Сучасний менеджмент і економічний розвиток [Текст]: реферативний збірник матеріалів постійно діючої міжнародної науково-практичної інтернет-конференції, 1 вересня 2001 р. – 29 лютого 2012 р. / Відп. за вип. О.М. Теліженко. – Суми: СумДУ, 2012. – С. 6-10.
3. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Уоррен Баффет; сост., авт. предисл. Лоренс Каннигем; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
4. Беляева И.Ю. Современные корпоративные стратегии и технологии в экономике России / И.Ю. Беляева // Финансы и кредит. – М., 2001. – С. 24-34.
5. Блази Дж.Р., Круз Д.Л. Новые собственники (наемные работники – массовые собственники акционерных компаний). – М.: Дело Лтд., 1995. – 320 с.
6. Запорожский А.И. Управление стоимостью компании и стратегический анализ на основе модели Modified Cash Value Added (MCVA) // Корпоративные финансы, 2007. – С. 78-110.
7. Крамин Т.В. Динамический характер и иерархическая структура системы управления стоимостью компании // Российское предпринимательство. – 2007. – № 4(1). – С. 26-30.
8. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств [Текст] Монографія / О.Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
9. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М.: Омега-Л, 2006. – 288 с.
10. Тонких А.С., Ионов А.В. Управление рыночной стоимостью предприятия на основе соблюдения баланса интересов. Монография. – Екатеринбург – Ижевск, 2011, – ИЭ УрО РАН – 142 с.
11. Svendsen A., Boutilier R., Abbott R., Wheeler D. 2001. Measuring the Business Value of Stakeholder Relationships. Part 1. The Center of Innovation in Management: Toronto.

**Малік С.С.**

Харківський гуманітарний університет «Народна українська академія»

## ЗАГАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ БІЗНЕСУ

#### Анотація

В статті досліджені загальні проблеми управління вартістю бізнесу. Проведено обґрунтування застосування вартісного показника бізнесу як основного стратегічного орієнтиру. Виявлено основні недоліки альтернативних показників стратегічного орієнтування. Виділено основні міфи стосовно вартості компанії. Приведена їх детальна характеристика.

**Ключові слова:** управління, проблеми управління, ринкова вартість, вартість бізнесу, оцінка вартості.

Malik S.S.

Kharkiv University of Humanities «People's Ukrainian Academy»

## THE KEY PROBLEMS OF BUSINESS VALUE MANAGEMENT

### Summary

The article deals with the main problem of the administration of business value. The rational of the value index application in business is explored as a basic strategic orienting point. The main disadvantages of the alternative indexes of the strategic orientation are identified. The chief myths about the company value are emphasized. Their detailed characteristic is carried out.

**Keywords:** management, problems of management, market value, business value, value estimation.

УДК 330.322.5:502

## ОСОБЛИВОСТІ ВРАХУВАННЯ ЕКОЛОГІЧНОГО ЧИННИКА ПРИ ОЦІНЦІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ

Малюк О.С.

Національна металургійна академія України

В статті обґрунтовано необхідність врахування екологічного чинника при оцінці інвестиційних проєктів. Доведено необхідність застосування принципу системного підходу при оцінці інвестиційного проєкту. Встановлено особливості врахування екологічної складової при оцінці інвестиційних проєктів. Доведено необхідність інтеграції екологічного чинника у кожний етап інвестування. У життєвому циклі інвестиційного проєкту виокремлено додаткову фазу невизначених витрат та результатів.

**Ключові слова:** інвестиційний проєкт, екологічний чинник, життєвий цикл, оцінка, витрати, ефективність.

**Постановка проблеми.** Розгляд структури доходної частини бюджету України показав, що великою мірою він забезпечується надходженнями від підприємств гірничо-металургійний комплексу (більше 40% валютних надходжень та 30% ВВП) [5]. В той же час, підприємствами гірничо-металургійного комплексу здійснюється близько 61% загальних викидів забруднюючих речовин в атмосферне повітря стаціонарними джерелами та 47% загальних скидів у поверхневі водні джерела [5] промислових об'єктів України. Необхідність подолання зазначених еколого-економічних протиріч, обумовлює необхідність дослідження особливостей оцінки інвестиційних проєктів з урахуванням екологічного чинника.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанням врахування екологічного чинника при оцінці інвестиційних проєктів присвячені роботи Амоші О.І., Бородіна О.І., Забарної Е.Н., Медведєвої О.Є., Нейенбург В.Е., Орлова П.А., Харичкова С.К., Хумарової Н.І., Швиндиної А.А. та інших авторів. Не зважаючи на актуальність даного питання та значну кількість розробок щодо його вирішення, до сьогодні залишаються дискусійними питання пов'язані з особливостями врахування екологічного чинника в інвестиційному процесі.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Одним з проблемних аспектів врахування екологічного чинника при оцінці економічної ефективності інвестиційних проєктів є проведення його вартісної оцінки.

Складність здійснення вартісної оцінки екологічного чинника в інвестиційному процесі пов'язана з недостатньою вивченістю екологічних питань, що обумовлено невизначеністю ступеню прояву та періоду існування негативного впливу виробничої діяльності підприємств на довкілля та інших реципієнтів.

**Формулювання цілей статті.** Основною метою статті є дослідження особливостей прояву екологічного чинника на різних фазах життєвого циклу інвестиційного проєкту та розробка шляхів щодо його вартісного врахування в інвестиційному процесі.

**Виклад основного матеріалу.** Виходячи з того, що негативний вплив на довкілля та інших реципієнтів, що здійснюють підприємства гірничо-металургійного комплексу, великою мірою обумовлений їх виробничою діяльністю, основна увага при формуванні стратегії їх розвитку повинна бути націлена на інвестиційні проєкти, що дозволяють удосконалити виробничу складову діяльності зазначених підприємств.

Проведений аналіз вітчизняної наукової літератури відносно значення екологічного чинника при розгляді інвестиційних питань [2, 3, 4], спеціальної літератури щодо оцінки ефективності інвестиційних проєктів, у тому числі природоохоронного призначення [1] та існуючої законодавчої бази стосовно проведення екологічної оцінки інвестиційних проєктів показав, що сьогодні в Україні екологічна оцінка проводиться після обрання передбаченого для інвестування техніко-технологічного рішення. Тобто, відбувається своєрідний поділ єдиного інвестиційного рішення на окремі категорії, а саме: економічну, що об'єднує у себе основні аспекти виробництва (техніку, технологію, ресурсне забезпечення, тощо), та екологічну, що передбачає забезпечення відповідності діючим природоохоронним нормам. За таких умов порушується основний принцип системного підходу, який передбачає розгляд інвестиційного проєкту як єдиної системи, що інтегрує у собі усі його аспекти (в тому числі екологічний) та забезпечує мінімізацію сукупних витрат [3]. Обґрунтовуючи економічну доцільність впровадження техніко-технологічного рішення, ігноруючи екологічний чинник, мінімізуються витрати, що пов'язані зі створенням основного продукту.