

ЛОГІСТИЧНЕ ТА МАРКЕТИНГОВЕ УПРАВЛІННЯ

УДК 65.013012.34

В.О. Воронін, А.В. Костик, Е.В. Лянце, Л.І. Павлиш
Технічний коледж Національного університету “Львівська політехніка”

УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ ПРИ РЕАЛІЗАЦІЇ ІННОВАЦІЙНО-АЛОКАЦІЙНОГО ЛОГІСТИЧНОГО ПРОЕКТУ

© Воронін В.О., Костик А.В., Лянце Е.В., Павлиш Л.І., 2009

Рзглянуто концепцію організації менеджменту компанії, спрямованого на збільшення вартості компанії шляхом реалізації інноваційно-алокційного проекту – впровадження логістичного центру для управління торговою мережею, що зростає. Концепція управління вартістю підприємства (Shareholder Value Concept, Value-Based Management) орієнтує менеджмент на зростання ринкової вартості компанії або зростання вартості майнового комплексу, що створюється або розвивається в інноваційних проектах. Ця концепція на відміну від концепції максимізації поточних і очікуваних на найближчий час прибутків робить акцент на реалізацію інноваційних проектів, які забезпечать для фірми стабільні і підвищені грошові потоки у майбутньому.

The given article deals with the conception of management’s organisation of company, directed on the increase of company’s value by realization of innovatio – allocation project – introduction of logistic center for the management of widespseading net of point-of-sale. Conception of management of the enterprise’s entimation (Shareholder Value Concept, Value-Based Management) orients the management on the growth of market value of company or the growth of property’s value complex which is created or develops in the innovative projects. This conception in the opposition of the conception of maximization of current and expected for the nearest time incomes does an accent on the realization of the innovative projects, which will provide a firm with stable and enhanceable money flow in the future .

Постановка проблеми

Все більше молодих компаній, що успішно розвиваються, виходять на ринок в тих або інших галузях народного господарства України. Перед менеджментом цих компаній все частіше постає завдання не досягнення короткострокових показників (прибуток на акції або на частку у фірмі, рентабельність власного капіталу), які можуть привести до практики “витягування соків” з компанії та її фінансової неспроможності у майбутньому, а досягнення довгострокових цілей – хай і відкладене в часі, але істотне і довготривале збільшення ринкової вартості компанії.

Якщо розглядати вартість компанії як об’єкт управління, то можна вважати, що на вхід системи надходить базова вартість, а на виході виходить фактична (звітна) або майбутня (перспективна), планова вартість компанії.

Цикл створення вартості можна розділити на дві стадії.

Перша – виявлення і створення шляхом активних дій ринкових можливостей в цілях максимізації вартості компанії і розроблення чіткої стратегії, що дає змогу з максимальною ефективністю використовувати ці можливості. Вартість тут є основною цільовою функцією.

Друга – оціночна стадія циклу створення вартості, яка напружена на оцінювання результатів прийнятої стратегії і бізнесу, загалом, а також можливе коректування мети. На цій стадії основною проблемою є розроблення алгоритму вимірювання вартості компанії на основі трьох існуючих фундаментальних підходів до оцінювання: витратного, ринкового і прибуткового.

Друга стадія є інформаційною базою ухвалення управлінських рішень. Крім того, отримана оцінка вартості компанії, бізнес-спрямування, об'єкта прибуткової нерухомості надалі буде покладено в основу “дерева” цілей (з відповідним коригуванням, звичайно) і процесу бюджетування. Вартість компанії тут грає роль основного показника ефективності, який, на відміну від інших фінансових показників, відповідає вимогам необхідності і достатності.

Оцінка вартості враховує довгострокові перспективи діяльності компанії, оскільки в основі концепції вартості – прогнозування грошових потоків, які в майбутньому принесуть активи компанії. Отже, на відміну від інших, вартість є завжди довгостроковий показник.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Оцінювання бізнесу за її предметом із самого початку не можна змішувати з аналізом фінансово-господарської діяльності фірми (наприклад, на основі дослідження коефіцієнтів, що розраховуються за бухгалтерським балансом компанії), який теж іноді в “побутовому” сенсі схильні називати оцінкою того, як у фірмі здійснюється бізнес.

Оцінка бізнесу завжди відповідає на пряме питання: “скільки коштує або скільки може коштувати бізнес?”.

Предмет оцінювання бізнесу також межує з предметами оцінки нерухомості і об'єктів інтелектуальної власності. Так, нерухомість завжди можна оцінити як основу для бізнесу на основі цієї нерухомості, наприклад, при здаванні її в оренду, а потім перепродажу. Так само об'єкти інтелектуальної власності можна оцінювати на основі прогнозу додаткових капітальних вкладень і прибутків (грошових потоків), які здатні принести комерційне використання об'єкта інтелектуальної власності (це особливо прийнято для оцінки патентів на винаходи і корисні моделі).

Проте оцінка бізнесу ширша за оцінку нерухомості і оцінку об'єктів інтелектуальної власності і включає їх. Головний “водорозділ” у достатньо принципово відмінному розумінні предмета оцінювання бізнесу полягає в тому, що оцінювання бізнесу може бути:

- як оцінюванням фірми – зі всіма її зобов'язаннями і початковими планами, так і оцінюванням її майнового комплексу, тобто майна, що дає змогу випускати і продавати продукцію будь-кому хто придбає його без обтяження зобов'язаннями, що раніше виникли у фірми (власника цього майна), а також бізнес-планами, що існували у неї.

У першому випадку оцінювання бізнесу орієнтується на продаж фірми (часткою в ній, акцій). У другому випадку воно скеровано на опрацювання вірогідних операцій з продажу “в пакеті” взаємодоповнюючого майна і прав власності фірми і/або її діючих бізнесів (“бізнес-ліній”, “справ”).

Останнє, проте (залежно від умов відповідного контракту), передбачити і передачу зобов'язань у справі, що продається. Так, до поняття майнового комплексу з конкретної продукції і, зокрема, до складу укладених під цю продукцію контрактів (їх також кваліфікують як нематеріальні активи), можуть увійти кредитні контракти (кредитні угоди) за тими кредитами, які узяті або, які можна ще взяти (угоди про кредитні лінії) на користь освоєння і випуску цієї продукції. До таких позик належать інвестиційні кредити і кредитні лінії для розвитку виробництва і системи збуту цієї продукції, а також кредити на потреби фінансування оборотних коштів під конкретні великі замовлення на цю продукцію.

Оцінка підприємства залежить від того, з розрахунку на який сценарій його розвитку, тобто на який варіант рішення з приводу його подальшої долі, її роблять. Тому грамотний підхід до бізнесу однозначно вимагає, щоб будь-яке його оцінювання робили з розрахунку на початкові вказані визначення вартості підприємства, яких в принципі може бути два (з урахуванням проміжних рішень):

- 1) оцінка діючого підприємства (on-going-concern);
- 2) оцінка ліквідаційної вартості підприємства (з розрахунку на його ліквідацію, тобто припинення бізнесу).

Існують такі підходи до оцінювання підприємства, різною мірою відповідаючи тому або іншому визначенню вартості бізнесу:

- прибутковий;
- ринковий (аналогів);
- майновий (витратний).

Якщо підприємство оцінюється діючим (що зберігає робочі місця), то його природно оцінювати у межах так званого прибуткового підходу. Цей підхід припускає, що ринкова вартість бізнесу визначається майбутніми доходами, які можна отримати, продовжуючи бізнес. При цьому, на оцінку ринкової вартості підприємства не повинна впливати (не повинна в ній враховуватися) вартість того майна, яке є на підприємстві і є необхідним для продовження бізнесу і життя діючого підприємства. У разі продажу такого майна (подібна перспектива дозволила б включити його ринкову вартість в оцінку вартості підприємства) продовження бізнесу, який на ньому заснований, стане неможливим і виключить початкове припущення про оцінку підприємства як діючого.

Оцінюють діюче підприємство у межах так званого ринкового підходу. Він зводиться до того, що для оцінювання ринкової вартості компанії, що не має розміщених на фондовому ринку акцій, знаходять компанію-аналог з достатньо ліквідними акціями, яка належить до тієї самої галузі, того самого розміру, використовує ту саму систему бухгалтерського обліку, того самого віку та ін. (відкрита компанія, яку оцінює сам фондовий ринок), і з відповідними коректуваннями переносять її оцінку на підприємство, що оцінюється. Використання цього підходу через нерозвиненість фондового ринку в Україні є проблематичним.

Ліквідаційна вартість підприємства оцінюється переважно у межах так званого майнового (витратного) підходу. Його зміст полягає в оцінці ринкової вартості чистих, за вирахуванням заборгованості, активів. Воно відштовхується від оцінки ринкової вартості всіх активів (майна) підприємства – матеріальних (реальних і фінансових) і нематеріальних, незалежно від того, як вони відображаються (і чи взагалі відображаються) в бухгалтерському балансі підприємства.

Найчастіше в світовій практиці фірми (підприємства) оцінюються за такими цілями:

1) перевірити, наскільки об'єктивне (незалежне від випадкових і таких, що тимчасово діють, чинників) поточне ринкове котирування акцій тієї або іншої відкритої компанії з достатньо ліквідними акціями, а також поточний спостережуваний на ринку тренд в її зміні: дрібним і портфельним інвесторам це дає змогу визначитися щодо очікуваного продовження або зміни цього тренду, стратегічним інвесторам – ухвалити більш обгрунтоване рішення про придбання або продаж контрольних пакетів такої компанії, не спираючись тільки на дані фондового ринку;

2) стежити за ринковою вартістю закритих компаній і підприємств з недостатньо ліквідними акціями, за яким іншим способом отримати якусь надійну інформацію про їх ринкову вартість в принципі неможливо;

3) готувати пропозиції по ціні купівлі—продажу закритих компаній або підприємств з недостатньо ліквідними акціями;

4) використовувати при складанні і аудиті фінансового звіту компаній всіх типів для надання їх власникам (по відкритих компаніях – всіх учасниках ринку) повної інформації про реальний фінансовий стан і перспективи підприємства.

Недаремно отримувану внаслідок оцінювання бізнесу величину вартості власного капіталу підприємства, підкреслюючи її відмінність від балансової вартості власного (статутного) капіталу, в англійській мові називають “Fair value”, тобто реальною дійсною (чесною) вартістю.

Оцінка підприємства як майнового комплексу, що діє стосовно оцінки, припускає, що весь майновий комплекс залишиться в одних руках і продовжуватиме використовуватися для випуску продукції певного типу (можливо, оновленої). Вартість майнового комплексу, що діє, не обов'язково має збігатися з вартістю компанії, що володіє цим майновим комплексом і що розглядається як такий, що діє.

При оцінці майнового комплексу компанії загалом або її окремих бізнесів оцінювані предмети стають тим більше характерними предметами оцінки, ніж менш в конкретній країні розвинений фондовий ринок і ніж ймовірніше тоді продати не компанію (її акції), а її майно. Ринки відповідного майна в цих країнах є більш ємкими і ліквідними, ніж фондовий ринок у ринковій

економіці; де важливіше мати вигідну справу, а не просто фірму, переважає оцінка бізнесу як оцінка відповідних бізнес-ліній. Тому навіть оцінювання фірм як окремих юридичних осіб, якщо ці фірми завідомо не підлягають закриттю (або різкому скороченню операцій з вивільненням активів, які можуть бути продані після цього) і оцінюються як підприємства (on-going-concerns), що діють, часто виглядає як оцінювання сукупності бізнес-ліній цієї фірми, лише з додаванням (ринковій вартості тих нефункціонуючих (надмірних)) активів, які не використовуються у цих виділених бізнес-лініях.

Очевидно також, що тільки на основі оцінки бізнес-ліній підприємства і можна оцінювати молоді фірми, що ростуть, встигли закріпитися на ринку, що мають явно виражені конкурентні переваги і вигідні перспективні продукти, але що не встигли накопичити значних активів (майна). Оцінювати їх, відштовхуючись від накопиченого майна, означало б різко занизити їх вартість.

Формулювання цілей дослідження

Вартість компанії визначається її технікою, технологією, персоналом, організацією і економікою. При цьому провідна роль належить персоналу. Техніка, технологія, персонал, організація і економіка визначають потенціал компанії – максимальний позитивний результат діяльності, який може отримати компанія за певних ресурсів і зовнішніх умов. Потенціал і імідж компанії на ринку – визначальні чинники її вартості.

У найбільш концентрованому вигляді суть концепції управління вартістю підприємства зводиться до такого: з погляду акціонерів (інвесторів) фірми управління нею повинне бути націлене на забезпечення зростання ринкової вартості фірми та її акцій, оскільки таке зростання дає змогу акціонерам (інвесторам) отримувати для них найзначущий порівняно з іншими його формами дохід від вкладень у фірму – курсовий грошовий дохід від перепродажу всіх або частини акцій, що належать ним, або курсовий негрошовий дохід, що виражається в збільшенні вартості (цінності) чистих активів, що належать акціонерам, а отже і суми їх власного капіталу.

Концепція управління вартістю сформувалася у межах сучасної теорії фінансів і управління фінансами. Управління фінансами постулювало ідею максимізації акціонерної вартості як основну довгострокову стратегічну мету і парадигму оцінки на підставі дисконтованих грошових потоків.

Концепція вартості ґрунтується на таких принципах:

- найприйнятніший показник, що дає змогу адекватно оцінити діяльність компанії, – це потік грошових коштів, що генерується компанією;
- нові капіталовкладення компанії повинні здійснюватися тільки за умови, що вони створюють нову вартість, а це відбувається тільки тоді, коли рентабельність цих вкладень вища за витрати на залучення капіталу на ці вкладення;
- в умовах існуючого економічного середовища, яке постійно змінюється, поєднання активів компанії повинне також змінюватися з метою забезпечення максимально можливого зростання вартості компанії;
- відмова від традиційних бухгалтерських показників, що виражають поточний фінансовий стан компанії та її фінансові результати.

Концепція управління вартістю компанією, її бізнесу під час розроблення стратегії розвитку повинна знаходитися на вищому рівні в ієрархії управління, тобто зайняти пріоритетне місце, витісняючи при цьому підсистему управління прибутком на нижчий функціональний рівень.

Фундаментальні принципи управління вартістю, на яких ґрунтується його розвиток сьогодні:

- створення вартості ґрунтується на парадигмі дисконтованих грошових потоків;
- дії фірми становлять значний інтерес для її інвесторів, і керівник повинен брати до уваги перспективи інвесторів в процесі ухвалення управлінських рішень.

З розвитком ринкових відносин система управління компанією проходить шлях від облікового до управлінського. Надалі, еволюція управлінського мислення характеризується переходом від оперативного (короткозорого) мислення до стратегічного. А це, своєю чергою, вимагає впровадження інструментів стратегічного управління в практику ведення бізнесу нарівні з інструментами

оперативного управління. Наступний етап розвитку бізнесу – управлінське (оперативне і стратегічне) мислення повинне бути зорієнтоване на вартісне мислення.

Основною перевагою вартісної орієнтації є той факт, що стратегічне планування з його ухилом у бік якісної спрямованості розширюється за рахунок введення в нього кількісної складової, а саме капіталізації компанії, яка досягає максимуму. Постановка цього питання, на нашу думку, можлива як мінімум при погодженні стратегічного планування з оперативним. Необхідність такого погодження на практиці особливо очевидна тому, що при традиційному стратегічному плануванні домінує якісний, а при оперативному – кількісний вираз сформованих намірів. Стратегічне планування з вартісною орієнтацією відрізняється тим, що завдяки залученню всіх планових елементів і рівнів воно зорієнтовано на збільшення вартості компанії більшою мірою, ніж традиційне стратегічне планування.

За вартісним підходом до стратегічного управління на рівні бізнес-одиниць потрібно, щоб організація визначила альтернативні стратегії, оцінила кожна з них і вибрала ту, яка здатна створити найбільшу вартість. При цьому оцінювання вартості, проведене незалежним оцінювачем, є потужним інструментом, який допомагає бізнес-одиницям аналізувати альтернативні стратегії і вибрати кращу з них. Проте багатоваріантності стратегічних альтернатив, притаманної корпоративному рівню, на функціональному рівні не допускається. Тому процес визначення оцінки і вибору стратегічної альтернативи розвитку має бути завершений на корпоративному рівні і рівні бізнес-одиниць.

Застосування нового підходу до стратегічного управління встановлює критерій вартості для ухвалення управлінських рішень на корпоративному рівні. За цим підходом керівники вищого ешелону (топ-менеджери) розробляють таку корпоративну стратегію, яка би максимізувала загальну вартість компанії.

Отже, менеджери фірми скеровані на дії і управлінські рішення, які не стільки збільшують поточні або плановані на найближчі періоди прибутки фірми, скільки створюють основу для отримання набагато більших і навіть, можливо, чітко не прогнозованих доходів у дещо віддаленішому майбутньому, які можуть підвищити поточну або майбутню ринкову вартість компанії. Причому курсовий дохід акцій від зростання в майбутньому ринкової вартості фірми повинен бути підтверджений розміщенням акцій та їх котируванням на фондовому ринку. Тобто проходження цього шляху є характерним для життєвого циклу багатьох молодих тимчасово закритих компаній, заснованих під конкретні інноваційні проекти.

Отже, система стратегічного управління на основі вартості відрізняється від традиційних систем тим, що є інтегруючим процесом, скерованим на якісне поліпшення процесу ухвалення рішень на всіх рівнях компанії за рахунок концентрації зусиль на ключових чинниках корпоративної вартості. Саме таке розуміння логіки стратегічного управління на основі вартості найбільше відповідає логіці функціонування компанії в умовах ринкової економіки.

У реальній управлінській практиці на ринкову вартість фірми і часток в ній можуть вплинути конкретні інвестиційні проекти фірми, наприклад, з створенням і освоєнням логістичних інновацій. Такі інвестиційні проекти з розроблення і впровадження нових видів продукції (товарів, послуг), а також нових технологічних процесів на базі логістичних рішень, як правило, іменуються інноваційними проектами. Саме вони здатні принести компанії додаткові прибутки і грошові потоки в результаті виведення на ринок нових продуктів, підвищення якості продукції, що раніше випускалася, і зниженням собівартості і операційних витрат підприємства. Але вони ж, будучи достатньо дорогими, через маркетингові чи науково-технічні помилки або неправильно вибрану стратегічну альтернативу, здатні принести фірмі величезні збитки. Причому тим більші, чим радикальніші є нові продукти або процеси, що створюються і освоюються.

Іншим типом проектів, які здатні істотно вплинути на рівень поточних і особливо очікуваних змінних витрат і прибутків компанії, є проекти з реорганізації (реструктуризації) компанії. Метою такої реорганізації є збільшення ступеня її вертикальної і горизонтальної інтегрованості відносно профільної продукції, збільшення інвестиційної привабливості, кредитоспроможності та надійності компанії. Ці проекти, які іноді називають аллокаційними (від слова аллокація – розміщення, перерозміщення ресурсів) інноваціями або проектами реорганізації, через свою організаційну і юридичну складність також, на жаль, можуть призвести до зворотних результатів.

Отже, завданнями менеджменту тоді можуть стати:

- для відкритих компаній – забезпечення власникам компанії майбутнього рівня курсового доходу, отриманого після того, як фірма визнає можливим опублікувати відомості про реалізовані інноваційні або алокаційні проекти;
- для закритих компаній – те саме, але з тією різницею, що у план менеджменту таких компаній входить їх перетворення на відкриту компанію. При цьому забезпечуються мінімально необхідний ступень ліквідності її акцій.

Для вирішення цих завдань менеджерам доведеться постійно оцінювати те, як проекти, що реалізуються, впливають на поточну обгрунтовану ринкову вартість компанії та її акцій. Саме ці оцінки, замість котувань фондового ринку, і повинні визначати управлінські рішення щодо розвитку або призупинення відповідних інноваційних і реорганізаційних проектів. Для прийняття рішень менеджери вимушені самі використовувати методи оцінки бізнесу або регулярно удаватися до послуг сторонніх незалежних оцінювачів бізнесу.

Сучасний розвиток методів оцінювання бізнесу якраз і відбувається у такому напрямі, щоб пристосуватися до вимог застосування в менеджменті концепції управління вартістю підприємства.

Виклад основного матеріалу

Менеджмент, орієнтований на управління вартістю підприємства, різною мірою відповідає інтересам різних інвесторів (акціонерів, пайовиків) фірми. У цьому сенсі всіх інвесторів компанії можна віднести до трьох основних груп:

- Інвестори, що набувають (скуповують по частинах) контрольні пакети фірм (100 %-й контроль над менеджментом акціонерних товариств в середньому забезпечують 35 % звичайних акцій).
- Дрібні акціонери (міноритарні інвестори), які не можуть бути представлені в раді директорів, правлінні і менеджменті (ними зовсім не обов'язково виступають не дуже спроможні фізичні особи, це можуть бути, наприклад, спроможні інвестиційні і пенсійні фонди, страхові компанії, які для зниження інвестиційних ризиків диверсифікують свої інвестиційні портфелі);
- Інвестори, що мають великі, але не контрольні пакети акцій (паї) і представлені в раді директорів, правлінні компанії (зокрема, можливо, інвестори, яким не вдалося купити контрольний пакет акцій фірми).

Інтереси вказаних трьох груп інвесторів можна охарактеризувати так.

Інвестори, що набули контрольний пакет акцій, часто схильні до того, щоб залишатися в компанії невизначено тривалий час, оскільки вони отримують можливість доступу до “нестандартних” форм. Наприклад, у вигляді завищення заробітної плати аффільованих з ними фізичних осіб, що характерно для дрібного і середнього бізнесу, або “зняття” грошових потоків з бізнесу контрольованих компаній, або примушення менеджерів продавати продукцію по низьких цінах фірмам, повністю належним інституційним співвласникам цих компаній тощо.

Дрібні акціонери найчастіше не можуть дозволити собі вкладати свої (керовані ними) засоби на якийсь тривалий термін. Вони не обов'язково обмежені у своїх можливостях – це можуть бути, наприклад, достатньо спроможні інвестиційні або пенсійні фонди, інвестиційні компанії, які заради зниження своїх інвестиційних ризиків диверсифікують свій інвестиційний портфель. Дрібні акціонери вимушені ставати по суті спекулятивними інвесторами, тобто схильними до продажу акцій при перших же підвищеннях або пониженнях котувань. Зрозуміло також, що вони інвестують переважно у відкриті компанії, що володіють вже ліквідними акціями.

Інвестори, якікладають в підприємство засоби на певний достатньо тривалий термін (3–5 років), прагнуть отримати великі, але не завжди контрольні пакети акцій фірми, які дають їм змогу ввести своїх представників до ради директорів або правління компанії. Вони, як правило, планують для себе перепродаж належних їм акцій через певний термін і тому зацікавлені хай і не в швидкому, але в істотному зростанні вартості компанії, наприклад, за 3–5 років. Таких інвесторів можна назвати середньотерміновими.

Венчурних інвесторів (“венчурні фонди” та будь-які інституційні і індивідуальні інвестори) також можуть бути віднесені до середньотермінових. Відмінністю мотивації венчурних інвесторів є те, що вони інвестують в молоді закриті компанії, оскільки молоді фірми, як правило, починають свій життєвий цикл з того, що засновуються у вигляді закритих акціонерних товариств (ЗАТ) або навіть товариств з обмеженою відповідальністю (ТОВ). За класичною американською моделлю венчурного інвестування, бізнес-план заснованої компанії повинен передбачати перехід компанії до відкритих (initial public offering, IPO) через 3—5 років для того, щоб надати можливість венчурним інвесторам перепродати свою частку в підприємстві. Перетворення молодого підприємства на відкриту при цьому вимагає від цієї компанії додаткової емісії нових акцій і розміщення їх на фондовому ринку. Якщо ж йдеться про ТОВ, то першим етапом реструктуризації є його перетворення на акціонерне товариство. Можлива і інша, не “американська”, схема венчурного інвестування, яка характерна для таких країн, як Україна, з менш розвиненим фондовим ринком. У цьому випадку венчурне інвестування не вимагає наявності у фірми достатньо ліквідних акцій до моменту виходу венчурного інвестора з фірми.

Всі ці інвестори не просто зацікавлені в істотному, хай і відкладеному в часі, зростанні вартості компанії, в яку вони вкладають гроші, а і, будучи представлені в менеджменті компанії, активно сприяють реалізації стратегії збільшення вартості компанії.

Особливо цікавими як венчурні інвестори є банки, оскільки вони впливають на свою клієнтуру, серед якої можуть бути фактичні і потенційні постачальники і замовники фірми. Крім того, вони можуть підтримати цю фірму кредитами, трастовими операціями тощо.

Не менш впливовими можуть бути інвестори подібного класу, якщо ними стають інвестиційні компанії, які повністю або частково контролюють бізнес не тільки компанії – об’єкт їх інвестицій, а можливо, і фактичних і потенційних постачальників і замовників.

Коли в компанії підбирається деяке критичне (достатнє з погляду їх сумарного внеску в статутний капітал) число інвесторів, орієнтованих на зростання ринкової вартості компанії, то вони починають спрямовувати всі поточні дії менеджерів фірми на істотне зростання майбутньої ринкової вартості компанії. Це перетворюється на головний критерій оцінки менеджменту і всіх його управлінських рішень. І навіть тоді, коли інвестори з відкладеними в часі інтересами до зростання доходів при перепродажі бізнесу не в змозі вирішально впливати на політику менеджменту (корпоративну місію фірми), вони все одно готові і бажають сприяти менеджменту, орієнтованому на відкладений в часі, але істотний ріст вартості бізнесу.

При цьому можна виділити два, взаємовиключних типи менеджменту:

- управління, орієнтоване на максимізацію поточних і чітко прорахованих на найближчий час прибутків;
- менеджмент, скерований на створення передумов для набагато більших, але чітко не прорахованих (їх не можна надійно планувати) прибутків у віддаленішому майбутньому.

Фінансовій мотивації середньострокових, за терміном свого вкладення коштів, великих інвесторів компанії більшою мірою відповідає другий з названих вище типів менеджменту, оскільки за 3–5 років ці інвестори можуть, користуючись своїм впливом на менеджмент (хай і не з повним контролем над менеджерами), наполягти на: початку здійснення фірмою і просуванні нею таких інвестиційних проектів, які здатні давати відкладену в часі, проте серйозну віддачу.

З погляду фінансових характеристик вказаних проектів їх можна кваліфікувати як: а) капіталомісткі (з великими стартовими інвестиціями і тривалим інвестиційним процесом) проекти, наприклад логістичні, з підвищеними значеннями чистого дисконтованого доходу (net present value, NPV) і внутрішньої норми рентабельності (internal rate of return, IRR); б) некапіталомісткі, з коротким терміном окупності, але і низькими величинами показників NPV і IRR.

Успішні інноваційні проекти насправді є капіталомісткими, але здатними приносити компанії-інноваторові тривалий час значні прибутки, якщо вдасться добитися закріпленої патентами інноваційної монополії, яка, своєю чергою, дасть змогу або проводити цінову політику “зняття вершків”, або встигнути за цей час закріпити клієнтуру (важливий нематеріальний актив) і потім максимізувати повторні продажі закріпленим клієнтам.

Отже, успішні інноваційні проекти здатні не тільки різко, але й надовго та з перспективою подальшого зростання підняти ринкову вартість підприємства. Це полегшить середньостроковим інвесторам пошук покупців своєї частки в підприємстві, оскільки для нових власників цієї частки мінімізується ризик втрати вкладених коштів.

Висновки та перспективи подальших досліджень

Концепція управління вартістю підприємства (Shareholder Value Concept, Value-Based Management) орієнтує менеджмент на зростання ринкової вартості компанії або зростання вартості майнового комплексу, що створюється або розвивається в інноваційних проектах. Ця концепція на відміну від концепції максимізації поточних і очікуваних у найближчий час прибутків ставить акцент на реалізацію вказаних інноваційних проектів, які забезпечать у майбутньому стабільні підвищені грошові потоки.

Зростання ринкової вартості компанії-інноватора відбувається ще до того, як компанія зуміє вийти на значні фактично отримувані прибутки від продуктивних і процесних інновацій. Це відповідає інтересам тих інвесторів, які спочатку планують перепродати через певний час свої частки в компанії і тим сприятимуть істотному зростанню вартості їх часток в терміни здійснення інноваційних проектів.

Особливим випадком застосування концепції управління вартістю підприємства є реалізація інноваційних проектів молодими спеціалізованими фірмами із залученням венчурних інвесторів. Їх залучають як співзасновників цих фірм з наданням значного ступеня контролю над менеджментом компанії. У цьому випадку будь-яка компанія-інноватор планує продаж не своїх акцій (частки у власності на компанію), а акцій створеного в інноваційному проекті бізнесу.

У такій постановці управлінського завдання важливо оцінювати поточну і майбутню ринкову вартість не компанії, а цього бізнесу, оскільки замість продажу своєї частки в компанії її інвестори можуть планувати (через тих самих 3–5 років) продаж компанією (під їх тиском) налагодженої справи (бізнесу) і отримання своєї частки, що істотно зросла в ціні.

У цьому випадку роль оцінки бізнесу в практичному управлінні вартістю підприємства полягає в забезпеченні постійного моніторингу за тим, як ті чи інші рішення з управління компанією (бізнесом) впливають на оцінку поточну і прогнозовану майбутню ринкову вартість її майнового комплексу. Використовуючи результати оцінювання, менеджери коригують систему управління фірмою та її проектами.

Оскільки на вхід системи управління вартістю компанії надходить базова вартість (поточна), то на першому етапі оцінюють майновий комплекс (бізнес) без урахування майбутніх інвестицій на реалізацію інноваційного проекту при існуючій організації бізнес-процесу.

Оцінювання майнового комплексу (бізнесу), орієнтованого на збільшення вартості компанії, ґрунтується на дисконтуванні прогнозованих грошових потоків, які у майбутньому принесуть активи компанії з урахуванням необхідних інвестицій для реалізації інноваційного проекту. Вихідними даними для проведення оцінки повинні бути результати проведеного аудиту (юридичного і фінансового Due Diligence), аналізу ринків компанії і галузі, який ґрунтується на даних маркетингових досліджень сектора ринку, на якому працює компанія, а також перспективного бізнес-плану розвитку компанії, складеного для досягнення необхідної вартості компанії у намічені терміни (3–5 років).

1. Бусов В.И. *Сущность и место управления стоимостью в управлении компанией // Российское общество оценщиков. – 2007. – № 4. – С. 11–18.* 2. Валдайцев С.В. *Управление стоимостью предприятия. – М.: Юнити, 2001. – С. 720.* 3. Антил Нук, Ли Кеннет, *Оценка компаний, Harriman House Publishing. – М., 2007. – С. 438.* 4. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. *Стоимость компаний. – 3-е изд. John Wiley & Sons, Inc. – М., 2008. – С. 554.* 5. Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп, *Оценка компаний при слияниях и поглощениях, John Wiley & Sons, Inc. – М., 2007. – С. 331.* 6. Петренко В. *Проверка финансового состояния компании. – К.: КИМО, 2003. – С. 126.*