

СИСТЕМА УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ В ІНСТИТУЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ: МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ

У статті розглянуто методологічні аспекти дослідження та формування системи управління вартістю компанії на основі інституційного підходу. Визначено: структуру, принципи формування та ієрархію рівнів системи управління вартістю компанії; місце та роль людського капіталу в системі управління вартістю компанії.

Ключові слова: управління вартістю компанії, інституційна економіка, людський капітал, управлінські рішення.

Вступ

Розвиток ринкових відносин, консолідація світових ринків, глобалізація економіки визначають розвиток економічної думки. Так, свого часу на зміну класичної економічної теорії прийшов неокласицизм. У даний час він усе більше поступається позиціями інституціоналізму, який ґрунтується на вивченні не тільки економічних, а й багатьох соціальних чинників.

Сучасний напрям інституційної економіки – неоінституціоналізм – дедалі більше поширюється на нові сфери досліджень. У період глобалізації та розвитку економіки знань неоінституційній теорії належить ключова роль.

Інституціоналізм суттєво розширює межі вивчення економічних процесів і явищ, дозволяє уточнити низку фундаментальних теорій, що дає можливість докладніше пояснити відповідні економічні явища. Інституційні перетворення все більше впливають на систему корпоративного управління, і в тому числі – на процес оцінки та управління вартістю бізнесу. Якщо в сімдесятих роках двадцятого століття вартість бізнесу визначали виключно фінансовим потенціалом компанії, її фінансовим становищем і здатністю генерувати дохід у майбутньому, то наразі основними чинниками інвестиційної привабливості підприємства є нематеріальні активи. Серед них виняткове значення має людський потенціал, здатність менеджменту компанії ухвалювати ефективні стратегічні й оперативні управлінські рішення, реалізація яких приводить до збільшення вартості бізнесу [2; 3].

Розвиток ринкових відносин в Україні супроводжується зростанням кількості компаній, які стають об'єктами вартісної оцінки для купівлі, продажу, поглинання тощо [4]. Разом із тим, фінансова звітність підприємств, на основі якої визначають вартість бізнесу, не може бути основним орієнтиром вартісної оцінки. Інвестор, який купує компанію в сучасних умовах, разом з її ак-

тивами отримує також й провідну ідею, яка становить основу бізнесу, придбає потенціал підприємства, який забезпечує його конкурентоспроможність і грошові потоки в майбутньому. Інвестор же має забезпечити ефективну реалізацію даного потенціалу, що дозволяє максимізувати віддачу від бізнесу. Досягнення зазначеної мети стає можливим за умов формування системи управління вартістю компанії на базі інституційної теорії.

Політичні, економічні та правові реформи в Україні за останні сімнадцять років суттєво вплинули на розвиток ринкових відносин. Якісно змінилося інституційне середовище: реформовано інститути, які існували раніше; з'явилися нові інститути – як формальні, так і неформальні. Більш того, їх роль як на макро-, так і на мікроекономічному рівні у багатьох випадках стає ключовою. Це зумовлює необхідність дослідження діяльності підприємств у межах інституційної економіки.

Постановка проблеми

Мета нашого дослідження – проаналізувати структуру та чітко визначити принципи формування системи управління вартістю компанії для того, щоб розробити комплексні й ефективні інструменти підвищення її вартості в інституційній економіці.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Актуальність даної проблеми привертає увагу великої кількості дослідників. Вивчення різних аспектів оцінки та управління вартістю компанії знайшло відображення у наукових працях і публікаціях провідних західних фахівців, учених України та країн СНД: І. Ансоффа, Г. Александра, Р. Брейлі, К. Гріффіта, А. Дамодарана, Г. Десмонда, Р. Келлі, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. Мацерса, М. Міллера, Ф. Модільяні, Д. Муррі-

на, Ш. Пратта, М. Скотта, Д. Фішмена, Р. Хемптона, В. Ф. Шарпа, С. В. Валдайцева, В. В. Григор'єва, А. Г. Грязнової, А. І. Драпіковського, В. Є. Єсіпова, І. Б. Іванової, Ю. В. Крумеліса, Н. П. Лебідь, І. Г. Лук'яненко, Я. І. Маркуса, А. Г. Мендрула, А. Б. Оганженяна, В. М. Пазірука, В. М. Рутгайзера, І. О. Сівця, С. Л. Скринько, М. А. Федотової, С. В. Шуляка, С. Г. Шклярука, Н. М. Якупової та ін.

У даному дослідженні використано концептуальні роботи західних учених-інституціоналістів: У. Мітчелла, Р. Коуза, Д. Норта, О. Уільямсона. Серед західних дослідників, які вивчали інституційне середовище країн із транзитивною економікою, слід відзначити К. Менарда, В. Андреффа.

Внесок праць усіх цих учених у розвиток теорії та практики аналізу й оцінки підприємств значний. Разом із цим слід зауважити, що в Україні існує низка проблем щодо організації оцінки бізнесу та подальшого розвитку методологічного, інформаційного, кадрового, нормативно-правового забезпечення цього процесу, які пов'язані із трансформаційними перетвореннями економіки. Західні шаблони не завжди підходять для оцінки вітчизняних підприємств і потребують попередньої адаптації з урахуванням особливостей національної економіки. Окрім того, оцінку та управління вартістю компанії доцільно проводити з урахуванням умов і тенденцій розвитку інституційної економіки.

На відміну від праць названих авторів, у даному дослідженні методологію управління вартістю підприємства побудовано на основі інституційного підходу, в межах якого факторами вартості компанії є потенціал інституційного середовища, динаміка інституційних перетворень у суспільстві.

Наразі в Україні низький загальний рівень розвитку систем управління вартістю компаній низький. На нашу думку, це пов'язано з тим, що різні автори розглядають лише окремі питання управління вартістю компаній, від чого страждає системність. Так, деякі з досліджень основних принципів і критеріїв ефективності злиття в межах фінансово-промислових груп без розробок у сфері управління вартістю не дали змоги послідовно впровадити результати цих досліджень в Україні. Проведення теоретичного аналізу перспектив розвитку національної економіки без розробки на їх основі практичних рекомендацій щодо діяльності компаній ускладнює процес прийняття керівництвом підприємств оперативних рішень у контексті їх адаптації до змін зовнішнього середовища.

Дослідження проблем оцінки та управління вартістю з позицій системного інституційного підходу дозволяє: по-новому подивитись на цей

процес; створює передумови для побудови ефективної і збалансованої системи управління вартістю підприємства, у якій враховано як економічні, так і не економічні чинники (соціальні, правові, психологічні).

Основні результати

Ключовими чинниками успішного розвитку вітчизняних компаній у довгостроковій перспективі є наявність стратегічних цілей функціонування і розвитку бізнесу, а також наявність ефективної системи управління, що зорієнтована на досягнення цих цілей.

Досвід розвинених країн засвідчує, що єдиною стратегічною метою діяльності компанії є збільшення вартості бізнесу [1; 2]. Вирішення інших завдань, таких як отримання запланованого розміру чистого прибутку, задоволення потреб клієнтів, реалізація місії компанії, розвиток корпоративної культури є засобом досягнення зазначеної мети. Отже, управлінням бізнесом – це управління вартістю компанії задля максимізації цієї вартості в довгостроковій перспективі, а основою системи управління бізнесу є система управління його вартістю [9].

Ефективність роботи підприємства і, як наслідок, ефективність його системи управління вартістю залежить від значної кількості чинників. Інституційний підхід дає нову розмірність в управлінні вартістю: аналіз зовнішнього інституційного середовища, а також координація і управління розвитком внутрішньокорпоративного інституційного середовища.

Ефективний комплексний аналіз чинників вартості і управління ланцюгом вартості можливий у межах системного підходу до процесу управління вартістю.

Специфіка поставленого завдання дає можливість визначити принципи побудови системи управління вартістю:

1. Універсальність: можливість застосувати систему в різних галузях і на різних ринках.
2. Міждисциплінарність (одночасне застосування декількох фундаментальних напрямків наукової думки: теорії фінансів, інституціоналізму, теорії управління).
3. Динамізм функціонування системи в цілому, взаємодії її елементів та інституційного середовища.
4. Одноманітність під час побудови критерію оцінки вартості та визначенні центрів відповідальності.
5. Орієнтація на практичне застосування (можливість апробувати на практиці в різних галузях національної економіки).
6. Можливість досягнення заданого цільового рівня точності моделювання з урахуванням

- загальнодержавної, галузевої та регіональної специфіки об'єкта дослідження.
7. Необхідність моделювання процесу створення вартості на основі основних чинників вартості:
 - а) моделювання системи управління вартістю компанії (СУВК) має базуватися на теоретичному підході, який, у свою чергу, апробовано на практиці;
 - б) виключення чинників, які несуттєво впливають на процес створення вартості;
 - в) виявлення основних чинників вартості;
 - г) групування основних чинників вартості та встановлення причинно-наслідкових зв'язків між ними;
 - д) всі показники моделі системи управління вартістю повинні мати кількісне вираження (вартісне вираження).
 8. Повнота, збалансованість і стійкість:
 - а) аналіз економічних й інституційних чинників створення вартості;
 - б) аналіз тимчасових чинників створення вартості (короткострокових, довгострокових), які слід урахувати під час моделювання системи управління, повинні пояснювати розвиток компанії у минулому і визначати її потенціал у майбутньому;
 - г) чітка структуризація системи управління вартістю, визначення її елементів і характеру взаємозв'язків між ними (основні елементи системи, взаємодія між якими найважливіша, – це її суб'єкти й об'єкти);
 - д) принцип вибірковості (між різними варіантами і сценаріями): ухвалення рішень в умовах конкуренції цілей;
 - е) адаптивність системи до змін зовнішнього та внутрішнього середовища.

У процесі вивчення і формування системи управління вартістю компанії (СУВК) важливо детально розглянути суб'єкти й об'єкти системи, а також принципи взаємодії між ними, тобто принципи управління (див. таблицю).

У разі використання інституційного підходу групу суб'єктів СУВК суттєво розширено, а не обмежено лише менеджментом компанії та її власниками. Окрім того, найважливішим об'єктом системи управління вартістю є її інституційне середовище, до якого входить складна система внутрішньофірмових інститутів.

Розглянемо структуру системи управління вартості компанії (рис. 1). Будь-який бізнес ініціюється інвестором, основна мета якого – отримати максимальну віддачу на інвестований капітал. Стратегічні цілі функціонування бізне-

Таблиця. Елементи системи управління вартістю

1. Суб'єкти	2. Принципи управління	3. Об'єкти
Власники Менеджери Працівники Кредитори Споживачі Постачальники Держава	Об'єднання Стратегії і тактики Теорії і практики, обліку і планування; Використання інституційного підходу Результатів факторного і сценарного аналізу; Оптимізація процесу ухвалення управлінських рішень.	Інституційне середовище Фінанси Виробництво Організаційна структура Корпоративна культура Імідж компанії Працівники

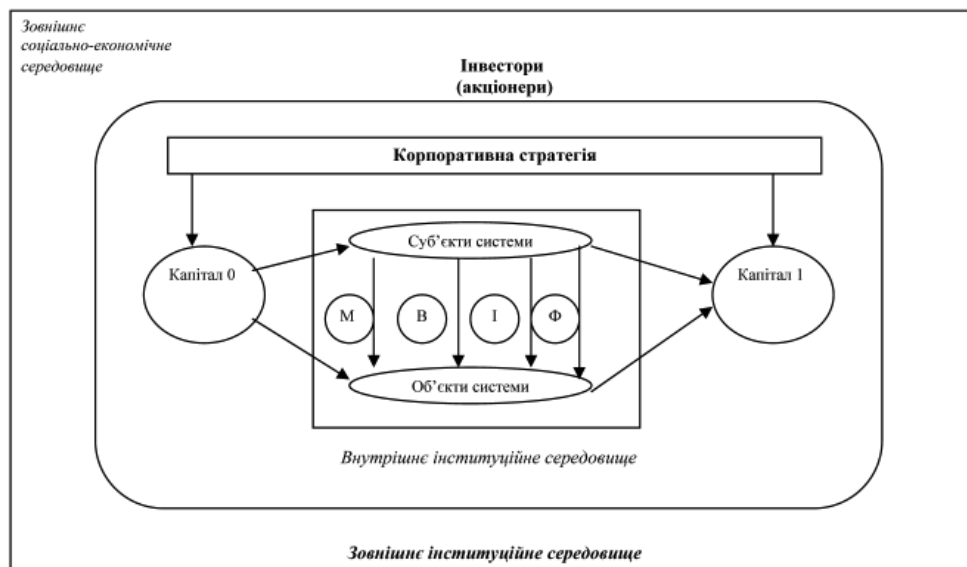


Рис. 1. Система управління вартістю компанії (СУВК)

су інвестор формулює в корпоративній стратегії. Він (акціонер) вкладає свій капітал як у розвиток об'єктів, так і в розвиток суб'єктів (людський капітал), а також у деяких випадках створює первинні умови для впливу суб'єктів на об'єкти системи управління вартістю. Основним результатом зазначених дій інвестора буде збільшення вартості бізнесу.

На акціонера впливає зовнішнє соціально-економічне середовище. Бізнес на рівні менеджменту компанії функціонує у своєму інформаційному, а в більш широкому розумінні – в інституційному середовищі. Швидкість і ефективність впливу внутрішніх суб'єктів підприємництва (менеджменту) на об'єкти системи залежать від повноти та швидкості інформаційних потоків, які формують інформаційну систему бізнесу, а також від рівня розвитку внутрішньофірмового інституційного середовища.

У схемі, яку зображено на рисунку 1, під Капіталом 0 розуміємо капітал, який інвестор вкладає в дане підприємництво. Капітал 1 – розмір капіталу інвестора (доступного інвестору) на поточний момент часу або на момент передбачуваного виходу з бізнесу. Суб'єкти СУВК – інвестори і менеджери всіх рівнів, персонал компанії. Об'єкти СУВК – це майно підприємства і нематеріальні активи (інтелектуальний капітал). Суб'єкти впливають на об'єкти в чотирьох функціональних сферах: у царині маркетингу (на схемі позначено літерою «М»), виробництва (позначено літерою «П»), інвестиційної політики (позначено літерою «І»), фінансів (позначено літерою «Ф»).

Практика показує, що ефективність інвестування в людський капітал опосередковано не тільки через приріст матеріальних активів підприємства, а й безпосередньо – у вигляді підвищення іміджу компанії, її престижу, репутації.

Деякі дослідники, наприклад американський економіст М. Скотт, ключовим елементом оцінки й управління вартістю вважають чинники вартості [6]. Проте моделі, які побудовані лише на первинних чинниках вартості, мають пасивно описовий характер, тобто характеризують лише кінцевий результат діяльності компанії, не розглядаючи, як правило, причин ситуації, що склалася.

Представлена структура системи управління вартістю розширює можливості моделювання цього процесу, перш за все за рахунок його вивчення в умовах інституційної економіки. По-перше, побудована система динамічна і залежить від траєкторії її попереднього розвитку. По-друге, СУВК включає багаторівневу підсистему агентських відносин. По-третє, основним елементом СУВК є людський капітал.

Управління вартістю компанії має чітко виражений динамічний характер. У його системі не-

обхідно враховувати не тільки динаміку зовнішнього ринкового середовища, а й рівень і динаміку внутрішньофірмового розвитку підприємства. Однією з основних характеристик СУВК є її функціонування у внутрішньофірмовій структурі й інституційному середовищі, які змінюються в часі і визначаються попередньою траєкторією розвитку фірми (траєкторія її структурних змін). Як наслідок, характерними ознаками розвитку СУВК є: історична обумовленість, інерційність. Потенціал розвитку СУВК визначається ефективністю створення і розвитку власних або впровадженням внутрішньофірмових інститутів, що імпортовані ззовні.

В інституційній економіці основним об'єктом дослідження теорії фірми виступає індивід, поведінка якого є базовим елементом управління вартістю. Очевидним наслідком даного факту є те, що базовими інструментами управління вартістю є управлінські рішення індивідів (власників, менеджерів), які працюють у компанії. Це означає, що система управління вартістю підприємства ґрунтується на сукупності управлінських рішень на всіх його ієрархічних рівнях.

Більше того, управлінські рішення слід розглядати як операції (транзакції). Характер транзакції зумовлює вибір певного виду контракту. Таким чином, основу управління вартістю формують управління транзакціями і контрактні відносини.

Основою моделі оцінки й управління вартістю має стати система управлінських рішень, яка дозволяє точно визначити джерело будь-яких змін, а також ступінь впливу кожного управлінського рішення та його внесок у створення нової вартості. Під управлінським рішенням в даному контексті слід розуміти рішення не тільки менеджерів, а й власників бізнесу в межах корпоративного управління й управління агентськими відносинами. Практика показує, що опортуністична поведінка інвесторів має високий потенціал впливу на вартість, така ж ситуація має місце і на рівні управління компанією.

Введення до моделі управлінського і, разом із тим, людського чинника не призводить до її ускладнення. Навпаки, завдяки тому, що всі управлінські рішення можна розглядати за загальною схемою оцінки ефективності (як інвестиційні проекти), досягається високий рівень однорідності моделі, яка в даному випадку складається з елементів трьох рівнів. Усі елементи кожного рівня однорідні:

- 1) *перший рівень*: сукупність управлінських рішень;
- 2) *другий рівень*: чинники вартості за функціями;
- 3) *третій (найвищий) рівень*: вартість.

Представлену вище структуру можна значно поліпшити, урахувавши специфіку підприємства,

пов'язану з наявністю у компанії нематеріальних активів (перш за все інтелектуального капіталу). Рівень ухвалення управлінських рішень – це тактичний рівень. Проте у процесі управління вартістю нематеріальних активів (НМА) необхідно визначити стратегічні орієнтири компанії в царині їх використання. Ефективне управління передбачає управління не всіма НМА, а виділення ключових НМА для даної компанії, які визначають її унікальність і, як наслідок, конкурентоспроможність. У зв'язку з цим виділяють ключові сфери компетенції (КСК) підприємства.

Таким чином, система управління вартістю повинна базуватися на таких чотирьох рівнях:

- 1) перший рівень ухвалення управлінських рішень – рівень дії окремого менеджера або групи менеджерів у межах окремого питання, проблеми;
- 2) другий рівень ключових сфер компетенції – рівень набутих знань, навичок і вмінь компанії в цілому;
- 3) третій рівень чинників вартості – рівень умов створення вартості, що об'єктивно існують і які згруповано за функціональною ознакою, у межах окремого виду чи видів діяльності або національної економіки в цілому;
- 4) четвертий рівень самої вартості – найвищий рівень, де на основі єдиного визначення і критерію вимірювання вартості оцінюють ефективність і результативність функціонування системи.

Після виявлення рівнів вартості компанії в СУВК необхідно охарактеризувати інституційне середовище, у якому вони діють. Перші три рівні працюють у внутрішньофірмовому інституційному середовищі. Основним інститутом тут є організаційна (корпоративна) культура, яка характеризує ефективність і оперативність інформаційної системи, управлінських рішень, систем стимулювання тощо. Крім того, всі рівні СУВК функціонують у зовнішньому інституційному середовищі, яке включає, перш за все, соціальні, правові та політичні інститути.

Висновки

У результаті проведеного дослідження зроблено такі висновки:

1. Основним елементом методології дослідження і формування системи управління вартістю підприємства в інституційній економіці є людський капітал, який є одночасно суб'єктом і об'єктом управління. Система управління вартістю компанії функціонує в зовнішньому і внутрішньому для підприємства інституційному середовищі. Особливе місце в системі належить корпоративній стратегії, яка є базою для функціональних стратегій компанії.

2. Принципами побудови системи управління вартістю підприємством є: універсальність; міждисциплінарність (одночасне базування на декількох фундаментальних напрямках наукової думки: теорії фінансів, інституціоналізму, теорії управління); динамізм функціонування системи в цілому, взаємодії її елементів і інституційного середовища; одноманітність під час побудови критерію оцінки і визначенні центрів відповідальності; орієнтація на практичне використання; можливість досягнення заданого цільового рівня точності моделювання; необхідність моделювання процесу створення вартості на основі ключових її чинників; повнота, збалансованість і стійкість системи.

3. Функціонування системи визначається чотирма рівнями впливу на вартість:

- 1) рівень ухвалення управлінських рішень;
- 2) рівень ключових сфер компетенції;
- 3) рівень чинників вартості;
- 4) рівень самої вартості – найвищий рівень системи.

4. Основою моделі оцінки й управління вартістю компанії є система управлінських рішень, яка дозволяє точно визначити джерело будь-яких змін, а також ступінь впливу кожного управлінського рішення та його внесок у створення нової вартості.

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс : [Пер. с англ. Н. Барышниковой]. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 1008 с.
2. Каплан Р., Нортон Д. Организация, ориентированная на стратегию / Р. Каплан, Д. Нортон : [Пер. с англ.]. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 200. – 416 с. : ил.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин : [Пер. с англ.]. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
4. Оценка имущества и имущественных прав в Украине: Монография / Н. Лебедь, А. Мендрул, В. Ларцев, С. Скрынько и др. / [Под ред. Н. Лебедь]. – К. : ООО «Информационно-издательская фирма «Принт-Экспресс»», 2003. – 715 с.
5. Рейли Р., Швайс Р. Оценка нематериальных активов / Р. Рейли, Р. Швайс : [Пер. с англ. Бюро переводов Ройд]. – М. : ИД «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2005. – 792 с.
6. Скотт М. Факторы стоимости : Руководство для менеджеров по выявлению рычагов стоимости / М. Скотт : [Пер. с англ.]. – М. : «Олимп-Бизнес», 2005. – 432 с.
7. Фишмен Дж., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке бизнеса / Дж. Фишмен, Ш. Пратт, К. Гриффит, К. Уилсон : [Пер. с англ. Л. И. Лопатников]. – М. : ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2000. – 388 с.
8. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях : Создание стоимости в частных компаниях / Ф. Эванс : [Пер. с англ.]. – 2-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 332 с.
9. Ierofeieva T. Value based management of company / T. Ierofeieva // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції «Управління підприємством: діагностика, стратегія, ефективність», Таллінн, 10–11 квітня 2008 р. – К. : ВПІ «Політехніка», 2008. – С. 252–253.

T. Yerofeieva

THE SYSTEM MANAGEMENT OF THE COMPANY VALUE IN THE INSTITUTIONAL ECONOMY: THE ASPECTS OF METHODOLOGY

The article is about the methodology of research and forming of the system management of the company value on the institutional approach. Structures, principles of forming of the system management of the company value, role and place of human capital in the system were formed by the author.

Keywords: cost management, institutional economics, human capital management decisions.

УДК 330.4:519.8

Жук В. М.

КІЛЬКІСНА ОЦІНКА ВПЛИВУ ОБМІННОГО КУРСУ ТА ІНШИХ ФАКТОРІВ НА ІНТЕНСИВНІСТЬ ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

У статті проаналізовано ключові взаємозалежності, які характерні для динаміки основних показників міжнародної торгівлі: експорту, імпорту та сальдо зовнішньоторговельного балансу. Для кількісного аналізу наявних взаємозв'язків застосовано кореляційно-регресійні моделі, у яких як фактори розглянуто реальний ефективний валютний курс, показники ділової активності України та країн-торговельних партнерів, цінові характеристики груп товарів, пріоритетних для нашої держави в контексті міжнародної торгівлі.

Ключові слова: кількісна оцінка обмінного курсу, реальний обмінний курс, інтенсивність зовнішньої торгівлі, реальний ВВП, кореляційно-регресійні моделі.

Постановка проблеми

Для обґрунтування фінансовими регуляторами тих чи інших заходів грошово-кредитної політики існує практика застосування різних кількісних і якісних моделей, які покликані описати взаємозв'язок між певними ключовими параметрами впливу на фінансово-економічну систему та показниками ефективності функціонування економічної системи. У таких моделях інструментами монетарної політики (тобто індикаторами цілеспрямованого впливу на фінансову систему) можуть виступати, зокрема, ставка центрального банку за короткостроковими операціями, обмінний курс національної валюти, обсяги емісії грошової бази, обсяги інтервенцій та інших операцій на відкритому ринку. Як результативні показники беруть ті, що, як правило, виступають критеріями ефективності економічної системи в цілому: рівень інфляції, реальне зростання ВВП, рівень безробіття тощо.

Поширеним є використання із зазначеною метою моделей, що так чи інакше базуються на DSGE-методології (Dynamic Stochastic General Equilibrium–динамічні стохастичні моделі загальної рівноваги). Оскільки доведено, що DSGE-моделі спроможні пояснювати фактичну динаміку макроекономічних показників і давати гарні прогнози, вони знаходять широке застосування в центральних фінансових установах різних країн. Зокрема, найбільш відомими є: TOTEM (його використовує для прогнозування банк Канади), BEQM (Банк Великої Британії), NEMO (Банк Норвегії), RAMSES (Банк Швеції), Aino (Банк Фінляндії), GEM (МВФ) [11].

Перераховані моделі покликані дати спрощену картину взаємодії основних параметрів економіки країни, приділяючи особливу увагу так званому трансмісійному механізмові монетарної політики. Утім, український аналог моделей цього класу – квартальна прогнозна модель НБУ