

УДК 338.911

А.А. Тербух

Національний університет “Львівська політехніка”,  
кафедра економіки підприємства і менеджменту**ВИЗНАЧЕННЯ ВПЛИВУ ЧИННИКІВ  
НА РИНКОВУ ВАРТІСТЬ ОРГАНІЗАЦІЇ**

© Тербух А.А., 2002

**Розглянуто питання формування алгоритму визначення ринкової вартості підприємств. Досліджувалось коло внутрішніх чинників, напрям і рівень впливу на ринкову вартість майна і бізнесу. Розроблення і оволодіння викладеним алгоритмом у практиці господарювання дозволить піднести на якісно новий рівень процес оцінки майна підприємств при обґрунтуванні управлінських і інвестиційних рішень з метою зменшення рівня можливих ризиків.**

**The article is devoted to problems of shaping of algorithm of the substantiation of administrative solutions at stages prior to the beginning their realization. The mastering by the stated algorithm in practice of managing will allow to lift on qualitative a new level process of acceptance and substantiation of administrative solutions with the purpose of a diminution of risk at a stage of their direct realization.**

У процесі формування в Україні ринкових відносин господарювання суттєвих методичних трансформацій зазнають критерії оцінки ефективності діяльності господарських формувань. В минулому лишилась система централізованого народногосподарського планування, коли на державному рівні визначались коло і абсолютні значення показників, яких повинні досягти підприємства. Сьогодні в умовах конкурентного оточення безпосередньо самі підприємства самостійно організовують та оцінюють свою діяльність.

Ми не ставимо за мету аналізувати переваги і недоліки тієї чи іншої системи господарських відносин, хоча історично визнаною є перевага ринкових відносин. Тому при організації господарської діяльності і при оцінці рівня її ефективності доцільно орієнтуватись на ринковий механізм і використовувати відповідний інструментарій оцінки діяльності.

У процесі формування ринкових відносин у свідомості учасників цього процесу: в господарській практиці підприємців, менеджерів і громадян формуються нові критерії оцінки діяльності як своєї власної, так відповідного кола ділових партнерів. Підприємець прагне максимізувати віддачу своїх фізичних зусиль і фінансових вкладень, менеджер з позиції керованої ним організації – забезпечити стабільний, прибутковий рівень діяльності ввіреного йому підрозділу, який повинен влаштовувати власників – працедавців. Інтереси рядових громадян можуть розпорошуватись, оскільки вони можуть представляти інтереси різних сторін ринкових відносин. Як споживачів кінцевих продуктів і послуг їх цікавить отримання конкретних продуктів і послуг відповідної якості за умови прийнятності ціни. Як власники робочої сили вони прагнуть отримати максимальну винагороду за свої інтелектуальні і фізичні зусилля і здібності. Водночас як власники грошових заощаджень громадяни формують значний інвестиційний потенціал кожної економічно розвинутої країни і зацікавлені в стабільному прирості своїх грошових нагромаджень за умови прийнятного рівня ризику.

Впливовим учасником ринкових відносин виступає держава, яка, виходячи із своїх функцій, повинна формувати відповідне правове поле господарської і інвестиційної діяльності, забезпечуючи при цьому належний контроль. Важливою складовою державної політики є дотримання соціальної справедливості і захисту, для чого існує багато вагомих важелів впливу.

Об'єктом нашого дослідження є окремо визначений суб'єкт господарювання який, для забезпечення свого функціонування в умовах ринкового середовища, повинен організувати свою діяльність, ретельно вивчаючи і враховуючи економічні інтереси інших учасників ринкових відносин і відповідні нормативно-правові вимоги.

Інтереси учасників ринкових відносин, як вже зазначалось вище, є відмінними і навіть різнонаправленими, а тому питання формулювання і обґрунтування єдиного всеохоплюючого критерію оцінки діяльності господарських організацій тривалий час знаходиться в центрі уваги вчених-аналітиків. Кожне підприємство при налагодженні і здійсненні господарської діяльності одночасно може виступати: платником податку, працедавцем, інвестором чи реципієнтом інвестиційних ресурсів, не кажучи про різнонаправленість економічних інтересів при укладанні і виконанні конкретних господарських операцій.

Держава здійснює контроль за дотриманням податкового законодавства і зацікавлена в забезпеченні стабільності умов господарювання своїх платників. Беручи до уваги коливання і зміни рівноваги на макрорівні і виходячи зі своїх стратегічних інтересів, вона може використовувати важелі адміністративного впливу, змінюючи правила господарської діяльності шляхом зміни об'єктів ставок і бази оподаткування. Окрім того, в розпорядженні держави є потужний арсенал важелів ринкового впливу: зміна облікової ставки Національного банку проведенням гривневої чи валютної інтервенції на валютному ринку, підтримання курсу національної валюти у визначених межах тощо.

Наймані працівники зацікавлені в отриманні максимальної винагороди за свою працю, враховуючи ризик втрати роботи при погіршенні фінансово-господарського стану працедавця. Інвестори – як індивідуальні, так і інституційні – як основний критерій діяльності підприємства – об'єкта інвестування на передній план висувують стабільну прибуткову діяльність об'єктів інвестування як основу примноження і забезпечення належної ліквідності інвестованих ресурсів.

Значні розбіжності при виборі критерію оцінки діяльності господарських суб'єктів спостерігаються за умови вибору різних часових періодів аналізу. За тривалістю охоплення розрізняють: інвестиційний, виробничий і аналіз поточних операцій.

Інвестиційний аналіз охоплює інвестиційний цикл діяльності підприємства і включає період часу від прийняття рішення про інвестування, мобілізації фінансових ресурсів, безпосереднього інвестування і до повного повернення інвестованих коштів. Виробничий аналіз охоплює період, співмірний з тривалістю виробничого циклу діяльності. Аналіз поточних операцій передбачає оцінку фінансового стану підприємства в короткотерміновому періоді і співмірний з терміном виконання окремих господарських операцій.

Аналіз літературних джерел і практичний досвід господарської діяльності підтверджують, що визначальним критерієм, який найбільш повно відображає інтереси переважачого кола учасників ринкових і господарських відносин, є приріст ринкової вартості фірми. Збагачення власників розглядається як визначальне завдання фінансового менеджменту в країнах з ринковою економікою.\*

---

\* Нікбахт Е., Гропеллі А. *Фінанси*. – К., 1993.

Показники, сформовані на базі ринкової вартості простих іменних акцій провідних корпорацій, використовуються як найбільш узагальнюючий критерій економічного розвитку країни як у довготерміновому відрізку часу, так і при поточній оцінці тенденцій зміни економічної ситуації. До числа широко відомих індексів провідних країн можна віднести: Doj Jones, DAX 2000, NYKE та інші. Зростання значення фондових індексів засвідчує приріст курсової вартості визначеної вибірки акцій і засвідчує готовність інвесторів вкладати кошти у виробництво за посередництвом цінних паперів. Контрольоване зростання фондових індексів найбільш повною мірою характеризує стабільний економічний стан і позитивні зрушення в економіці країни. При цьому слід брати до уваги, що реальний приріст вартості цінних паперів визначною мірою формується під впливом позитивних перспективних очікувань інвесторів і готовністю вкладати свої фінансові ресурси у сферу виробництва чи послуг за посередництвом цінних паперів.

Беручи до уваги ситуацію, що склалась сьогодні в Україні, слід зазначити, що хоча вже створено необхідні нормативні і правові передумови функціонування фондового ринку, реального повноцінного розвитку він не набув. Це пояснюється, з одного боку, недовірою потенційних стратегічних інвесторів до фондового ринку, а з іншого – необізнаністю широкого кола дрібних інвесторів з правилами і закономірностями його функціонування.

Визначальним критерієм формування ринкової вартості капіталу є величина прибутку або доходу, отриманого на одиницю інвестованого капіталу. Критерієм характеристики рівня дохідності вкладень є рентабельність інвестицій, що визначається відношенням величини грошового потоку, отриманого від володіння деяким активом (акції, паї, частки) до величини початкових витрат на його придбання.

З іншого боку, орієнтиром доцільності придбання окремих активів є ринковий рівень дохідності (рентабельності) подібних активів за умови співмірності ризику. Підставою визначення ринкового рівня дохідності можуть бути: рівень процентних ставок по депозитних вкладах, рівень дохідності по цінних паперах. Для реципієнтів орієнтиром вартості залучень фінансових ресурсів може служити рівень процентних ставок по позиках .

Вагомий вплив на формування ринкової вартості окремих активів при виборі аналогів рівня дохідності має оцінка співвідношення рівня ризику окремих фінансових інструментів. Однаковий рівень дохідності повинні забезпечувати інструменти з однаковим рівнем ризику. Більш ризикові фінансові інструменти повинні забезпечувати вищий рівень дохідності.

Лише через ринкову оцінку вартості фінансових активів забезпечується врахування рівня ризику окремих інвестиційних інструментів, оскільки через механізм ринкового ціноутворення під впливом попиту і пропозиції відбувається врівноваження взаємної дії різнонаправлених факторів. Вільні у своєму виборі інвестори самостійно визначають об'єкт вкладання власних заощаджень. При цьому об'єктивно урівноважується співвідношення окремих параметрів рівня ризику і рівня дохідності окремих видів ринкових фінансових інструментів.

Отже, при визначенні реальної ринкової вартості окремих фінансових активів, акцій, майнових паїв, часток в участі, через механізм формування попиту і пропозиції, формується ринкова зважена ціна, в якій нівелюється взаємний вплив постійно діючих протилежних чинників дохідності і ризику.

Спробуємо в'яснити порядок формування доходу на величину інвестованого капіталу і з'ясувати, які чинники мають на нього визначний вплив.

При визначенні рівня дохідності вкладень визначальним є співвідношення величини отриманого прибутку до обсягу інвестицій. Оскільки об'єктом нашого дослідження є

реальні інвестиції, які прямо чи опосередковано через дольові цінні папери передбачають вкладання коштів у виробництво, об'єктом продажу може бути внесок засновників.

Величина балансового прибутку (Пб) суб'єкта господарювання за деякий період може бути визначена за формулою:

$$Пб = \sum_i Q_i \cdot P_i - [B_{y.n} + \sum_i (B_{m.i} + B_{m.i} + B_{e.i}) Q_i] + P_d + Z_v,$$

де  $P_i$  – ціна одиниці  $i$ -ї продукції, робіт, послуг, гр. од.;  $Q_i$  – обсяг реалізації  $i$ -ї продукції, робіт, послуг, одиниць;  $B_{y.n}$  – умовно-постійні витрати, гр. од.;  $B_{m.i}$  – матеріальні витрати на одиницю  $i$ -ї продукції, робіт, послуг, гр. од.;  $B_{t.i}$  – витрати по оплаті праці на одиницю  $i$ -ї продукції, робіт, послуг, гр. од.;  $B_{e.i}$  – енергетичні витрати на одиницю  $i$ -ї продукції, робіт, послуг, гр. од.;  $Z_d$  – позареалізаційні доходи, гр. од.;  $Z_v$  – позареалізаційні витрати, гр. од.;  $N$  – номенклатура продукції, робіт, послуг, одиниць;  $i$  – вид виготовлюваної продукції, робіт, послуг, використовуваного ресурсу.

Кожен з параметрів наведеної формули впливає на формування величини ринкової вартості активів, динаміка якої прямо залежить від зміни величини прибутку об'єкта інвестування.

Іншою складовою ринкової вартості визначеного активу є загальний розмір інвестованого капіталу. При визначеному розмірі прибутку величина ринкової вартості є обернено пропорційною загальній величині капіталу. Джерелом інформації про величину інвестованого капіталу є баланс підприємства. Особливу увагу потрібно приділити питанню, яке значення капіталу брати за основу розрахунку: статутний фонд, перший розділ пасиву чи підсумок балансу? З іншого боку, чи коректним для визначення ринкової вартості активів є використання балансової оцінки майна?

Як засвідчує аналіз балансів переважної більшості підприємств України, зокрема створених у процесі приватизації господарських товариств, балансова оцінка величини статутного фонду формувалась в умовах домінування переважно адміністративних методів, піддавалася не завжди обґрунтованим індексаціям і далеко не завжди відповідає ринковим оцінкам. Як наслідок спостерігаються значні розбіжності між номінальною і ринковою вартістю акцій, які пропонуються до продажу на фондовому ринку. Наприклад, при номінальній вартості акцій ВАТ "Львівхіммаш" 0,25 грн. вони пропонуються до продажу за ціною 0,03 грн. і навіть за таких умов сьогодні вони не знаходять покупця. В подібній ситуації знаходиться дуже багато підприємств, які не зацікавили інвесторів. Інший приклад: ринкова вартість акцій багатьох енергогенеруючих компаній України в десятки разів перевищує їхню номінальну балансову оцінку.

Отже, за відсутності реальних угод купівлі-продажу фінансових і майнових активів на ринку найбільш реальною базою оцінки може бути співвідношення дохідності і ліквідності зазначених активів з урахуванням можливого рівня ризику. Базою порівняння зазначених критеріїв можуть бути визнані параметри грошового ринку.

Пропонована вище формула може бути використана для визначення балансового прибутку господарських суб'єктів. Значення кожного складового елемента наведеної формули прямо впливає на величину прибутку і може бути використане для аналізу.

Поряд з цим за основу визначення рівня дохідності інвестицій потрібно брати чистий прибуток за вирахуванням податків і обов'язкових платежів, тобто ту частину балансового прибутку, яка може бути скерована на виплати доходів (дивідендів) по інвестиціях або на їхній абсолютний приріст.