Для заказа доставки данной работы воспользуйтесь поиском на сайте по ссылке: <http://www.mydisser.com/search.html>

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

**МЕНДРУЛ Олександр Гаррійович**

**УДК 658.16**

**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ:**

**ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ**

**Спеціальність 08.06.01-**

**Економіка, організація і управління підприємствами**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**дисертації на здобуття наукового ступеня**

**доктора економічних наук**

**Київ – 2003**

# Дисертацією є рукопис

Робота виконана на кафедрі економіки підприємств Київського національного економічного університету Міністерства освіти і науки України.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор, член-кореспондент НАН України

**Герасимчук Микола Семенович**,

Інститут економіки НАН України, заступник директора

доктор економічних наук, професор, член-кореспондент НАН України

**Голіков Володимир Іванович**,

Інститут економічного прогнозування НАН України, завідувач відділу інституційних змін та розвитку форм господарювання

доктор економічних наук, професор

**Шудра Валерій Федорович**,

Національний технічний університет України “Київський політехнічний інститут”, професор кафедри промислового маркетингу

Провідна установа – Київський національний університет імені Тараса Шевченка, кафедра теоретичної та прикладної економіки

Захист відбудеться “\_\_\_” \_\_\_\_\_\_\_\_\_ 2003 р. о \_\_\_ годині на засіданні

спеціалізованої вченої ради Д 26.006.04 в Київському національному економічному університеті за адресою: 03680, Київ, пр. Перемоги, 54/1, ауд.\_\_\_\_\_\_

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Київського національного економічного університету за адресою: 03680, Київ, пр. Перемоги, 54/1

Автореферат розісланий \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Вчений секретар

спеціалізованої вченої ради

кандидат економічних наук, професор О.С. Федонін

#### ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

1

Управління інвестиціями

**Актуальність теми**. Проблематика трансформаційних процесів вимагає наукового розв’язання сучасних економічних завдань, серед яких особливе місце належить управлінню підприємствами, в тому числі за критерієм їх вартості. Актуальність цієї проблематики обумовлена її новизною стосовно вітчизняних підприємств і значенням для сталого підвищення ефективності їх господарювання; крім того, інвестиційні потреби виробників неможливо задовольнити без залучення значних зовнішніх ресурсів, що вимагає формування дієвого внутрішньогосподарського механізму підвищення вартості капіталовкладень.

Управління вартістю національних підприємств з огляду на відносно невеликий термін з часу його виникнення – середини 90-х років минулого століття, тобто з початку масової приватизації – перебуває в стадії становлення, причому переважно на основі емпіричних пошуків, а не теоретичних засад, і тому ще не набуло властивостей органічного елементу цілісної системи управління. Поряд з цим, методологічні та прикладні засади вартісного менеджменту постійно знаходяться у полі зору іноземних науковців і фахівців – розвиненість корпоративних відносин і необхідність узгодження інтересів усіх заінтересованих у них осіб обумовили появу досліджень із пошуку ефективних форм і методів збільшення капіталу акціонерів. Певна, хоча й не остаточна, практична завершеність системи управління вартістю підприємств економічно розвинутих країн пов’язана з тим, що її наукове обґрунтування триває багато років. Рівень досліджень, виконаних А. Маршалом, Й. Шумпетером, Е. Чемберліном, Дж. Робінсон, Дж. Б. Кларком, Дж. Хіксом, І. Фішером, Р. Коузом, Дж. Гелбрейтом, Г. Саймоном та ін., дозволяє стверджувати, що склалася теорія управління вартістю підприємств (shareholder value concept, value-based management, value management). З огляду на сучасний стан національної системи макроекономічного та внутрішньогосподарського управління вартістю, автоматично привнести в неї розробки зарубіжних авторів неможливо, оскільки вони стосуються усталених корпоративних і фінансових відносин. Тому виникає потреба в осмисленні наукових і практичних засад менеджменту вартості підприємств саме в період їх адаптації до масштабних змін в умовах господарювання.

Окремі аспекти управління вартістю національних підприємств розглядаються вітчизняними науковцями в межах досліджень проблематики: конкурентоспроможності – О.М. Алимовим, реформування власності – О.І. Амошею, структурних змін в економіці – Л.К. Безчасним, формування фондового ринку – В.М. Бордюком, інвестиційного розвитку – М.С. Герасимчуком, корпоративного управління – В.І. Голіковим, управління виробничим потенціалом – М.І. Івановим, розвитку промислових комплексів – М.Г. Чумаченком, теорії вартості – А.А. Чхуном та ін. Водночас як єдина комплексна проблема управління вартістю підприємств на цей час ще не стала предметом наукового узагальнення. Відсутність теоретично обґрунтованих підходів до дослідження процесів управління вартістю підприємств ускладнює наукове розв’язання проблемних питань менеджменту вартості в умовах первісного нагромадження капіталу та становлення фондового ринку. Крім того, оскільки управління має базуватися на точно визначеній величині вартості, остільки актуалізується завдання розробки методичних і прикладних засад оцінки вартості підприємств. Це необхідно також для виявлення узагальнюючих тенденцій у динаміці вартості, без чого неможливо обґрунтування на наукових підставах державної системи регулювання вартості підприємств. Ураховуючи, що найважливішою передумовою зростання вартості підприємств є вдосконалення моделі корпоративного управління, доцільним слід визнати теоретичну аргументацію шляхів його здійснення через призму вартісного менеджменту. Актуальність зазначеного наукового спрямування визначається також неповнотою методологічних і прикладних досліджень процесів трансформації підприємств у ринковоорієнтовані структури за вартісним критерієм, що обумовлює доцільність звернення до конкретних питань управління вартістю. Існуючі пропозиції щодо розв’язання наведених проблем менеджменту вартості носять фрагментарний характер і не дозволяють науково узагальнити та практично вирішити завдання створення адекватної умовам економічної трансформації системи управління, орієнтованого на зростання вартості підприємств.

Викладене вище дозволяє стверджувати, що сучасний стан наукової розробки проблематики менеджменту вартості вимагає систематизації та узагальнення теоретико-методологічних і прикладних аспектів управління вартістю з метою досягнення нових наукових результатів, придатних для практичного впровадження у господарську діяльність вітчизняних підприємств. Актуальність проблеми обумовила вибір теми дисертаційної роботи, визначила її мету та завдання.

2

**Зв’язок роботи з науковими програмами, планами, темами**.Дисертаційну роботу виконано відповідно плану науково-дослідних робіт Київського національного економічного університету (тема “Сучасний розвиток і система управління підприємствами (об’єднаннями) в ринкових умовах господарювання”, реєстраційний номер 01002004558). Особисто автором розроблено розділи “Концепція управління вартістю підприємств” і “Національна модель корпоративного управління вартістю підприємств”.

**Мета і завдання дослідження**. Мета дослідження полягає у комплексному науковому та практичному розв’язанні проблеми управління вартістю підприємств в умовах їх адаптації до трансформаційних процесів перехідного періоду.

Для досягнення визначеної мети поставлено та вирішено такі завдання:

*на мікрорівні:*

* обґрунтовано теоретичні засади внутрішньогосподарського управління вартістю підприємств в умовах економіки перехідного періоду;
* досліджено процеси формування вартісного менеджменту підприємств під час первісного нагромадження капіталу та становлення фондового ринку;
* запропоновано методологічні підходи та розроблено практичні рекомендації з оцінки вартості підприємств в процесі їх трансформації в ринковоорієнтовані структури;
* виділено особливості форм управління вартістю різнотипових підприємств;
* аргументовано напрямки раціоналізації структури капіталу підприємств на основі визначених показників і пропорцій;
* обґрунтовано шляхи підвищення ефективності реорганізації підприємств за вартісним критерієм;

*на мезорівні:*

* проведено оцінку дієвості державного управління вартістю промислових підприємств під час приватизації та у післяприватизаційний період;
* визначено характер впливу іноземних інвестицій на вартість підприємств промислового комплексу в цілому та енергетичної галузі;

3

* досліджено сучасні напрямки формування промислово-фінансових груп та аргументовано вартісні параметри ефективності їх розвитку;

*на макрорівні:*

* узагальнено тенденції зміни вартості підприємств на базі оцінки динаміки факторів її формування;
* поглиблено на основі вартісного критерію теоретичні та практичні аспекти розвитку національної моделі корпоративного управління підприємствами.

*Об’єктом дослідження* є процеси еволюції систем внутрішньогосподарського управління підприємствами під час економічної трансформації та поглиблення ринкових відносин.

*Предметом дослідження* в межах обраного об’єкту виступають теоретичні та практичні аспекти управління вартістю підприємств.

*Методи дослідження*. Методологічною основою дослідження є неокласична економічна теорія підприємств. Для вирішення поставлених завдань використано комплекс методів: загальнонаукових – абстрагування, аналізу та синтезу, індуктивний та дедуктивний, історичний, логічний, сходження від абстрактного до конкретного та ін. – при дослідженні теоретико-методологічних аспектів управління вартістю підприємств в національній моделі економічної трансформації; спеціальних – графічний, табличний, економіко-статистичного моделювання, кореляційного та регресивного аналізу, прогностичний та ін. – при аналізі системи управління підприємствами, обґрунтуванні методичних аспектів оцінки їх вартості та розробці прикладних засад вартісного менеджменту.

**Наукова новизна одержаних результатів**.Дослідження теоретичних і практичних аспектів управління вартістю підприємств дозволило отримати такі наукові результати:

*на теоретичному рівні:*

* на основі дослідження еволюції наукової думки щодо економічної природи вартості розвинуто розуміння теоретичних засад формування вартості підприємств в сучасних умовах господарювання;
* обґрунтовано методологічні підходи до дослідження проблематики управління вартістю підприємств з урахуванням особливостей перехідної економіки;
* сформовано та використано у проведених дослідженнях понятійний апарат категорії “вартість підприємств”, що дозволило виокремити пріоритетні її типи, з огляду на можливість управління ними на сучасних підприємствах;
* ідентифіковано і комплексно досліджено систему цільових орієнтирів, передумови впровадження, рівні, функції, елементи та процеси управління вартістю підприємств в період економічної трансформації;
* побудовано класифікацію основних складових вартості підприємства та виявлено головні чинники визначення її величини;
* виокремлено форми управління вартістю, що дало змогу конкретизувати способи зростання вартості різнотипових підприємств;
* комплексно висвітлено ключові елементи та структурно-функціональні параметри вартісного менеджменту;

4

* на основі фундаментального дослідження національних процесів первісного нагромадження капіталу, становлення та розвитку фондового ринку оцінено стан існуючої на підприємствах моделі управління вартістю і сформувати систему пріоритетних напрямків її розвитку;

*на методичному рівні:*

* на підставі дослідження еволюції оціночних підходів, обґрунтування теоретичних принципів розкрито методологічні особливості визначення вартості підприємств в умовах економічної трансформації;
* уточнено типізацію акцій, виокремлено мультиплікатори, розроблено оціночні моделі, обґрунтовано підходи до визначення вартості гудвілу та організаційно-економічних привілеїв, що дозволило суттєво вдосконалити методику, підвищити об’єктивність оцінки вартості підприємств;
* розроблено методичні засади оцінки впливу чинників формування вартості, на базі яких узагальнено сучасні тенденції зміни вартості підприємств;
* на основі дослідження сутності та наслідків корпоративних конфліктів, виділенні принципів, елементів, проблемних аспектів корпоративної моделі управління визначено особливості створення цільових систем управління вартістю підприємств;
* аргументовано методичні підходи щодо оцінки впливу державного регулювання вартості підприємств, на основі яких виокремлено сучасні стратегії та тенденції приватизаційних процесів, запропоновано заходи запобігання імовірних прогнозних негативних наслідків нагромадження капіталу;

*на практичному рівні:*

* доведено, що установлені значення показників фінансового стану та виявлені раціональні структурні пропорції виступають основними вартісними параметрами поточного управління капіталом підприємств;
* на підставі виділених модифікацій вартісного розриву та розкритих умов ефективного поділу підприємств аргументовано практичну можливість використання вартісного критерію їх реорганізації;
* запропоновано вартісну оцінку альтернативних способів розпорядження постійними активами підприємств і процесів проведення реструктуризації на основі виокремлення цілей, етапів, завдань і функцій, ранжування ліквідності та розробленого алгоритму прогнозування вартості промислової нерухомості.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає у можливості їх запровадження у практику управління вартістю національних підприємств. Теоретичні та прикладні розробки використані при підготовці Фондом державного майна України методичного забезпечення оцінки вартості майна та майнових прав, а саме “Положення про порядок експертної оцінки пакетів акцій, що належать державі, відкритих акціонерних товариств”, “Методики оцінки вартості майна під час приватизації”, “Порядку розрахунку початкової ціни пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, що підлягають продажу на конкурсах під час приватизації” (довідка №176-97 від 27.03.2002р.), а також в процесі оцінки ринкової вартості:

* пакетів акцій, що належать державі, відкритих акціонерних товариств: “АвтоКраЗ”, “Азов”, “Дніпроазот”, “Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського”, “Запорізький залізорудний комбінат”, “Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат”, “Київський річковий порт”, “Краматорський металургійний завод ім. Куйбишева”, “Львівський автобусний завод”, “Нафтохімік Прикарпаття”, “Одеський нафтопереробний завод”, “Содовий завод”, “Сумське машинобудівне НВО ім. М.В. Фрунзе”, “Укртелеком”, “Херсонські комбайни”;

5

* акцій державних акціонерних і холдингових компаній: ХК “Луганськтепловоз”, ХК “Укрпромавтошиноремонт” ДАЕК “Центренерго”;
* майнових комплексів: ВАТ “АвтоЗАЗ”, КДГМК “Криворіжсталь”, ВАТ “Київхімволокно”, ВАТ “Нікопольський південнотрубний завод”, ВАТ “ОРІАНА”, ВАТ “Укртатнафта”, ДАК “Хліб України”;
* часток (акцій), що належать державі, у підприємствах з іноземними інвестиціями: “Бакмед”, “Моніс”, “Новий камінь”, “Тетра-Пак Київ” (довідка №9-73 від 10.01.2002р.).

Результати дисертації пройшли апробацію в процесі фінансового аналізу ВАТ “Одеський верстатобудівний завод”, Роздільнянського ДХП “Сірка”, ВАТ “Маріупольський термічний завод”, ВАТ “Інфракон”, ВАТ “Південний енергомеханічний завод” (довідка №36-127 від 16.10.2002 р.), а також застосовуються фінансово-економічними службами НВІГ “Інтерпайп” (довідка №19 від 27.02.2002р.) і в управлінні підприємствами концерну “ЕНЕРГО” (довідка №71/164 від 05.08.2002 р.).

Науково-теоретичні положення роботи знайшли своє відображення в навчальних курсах “Управління цінними паперами підприємства” (акт від 29.08.2002 р.), “Експертна оцінка” (акт №150 від 02.10.2002 р.), “Економіка фірми” (акт №15/16 від 04.09.2002 р.), які викладаються згідно програм магістерської підготовки у Київському національному економічному університеті, Українському інституті розвитку фондового ринку та Центрі магістерської підготовки КНЕУ.

**Апробація результатів дисертації**. Результати дослідження обговорено і схвалено на науково-практичних конференціях: “Управління організацією: діагностика, стратегія, ефективність” (м. Київ-Трускавець, 26-27 березня 1998р.); “Маркетинг: теорія і практика” (м. Київ, 16-17 квітня 1998р.); “Ефективність реформування української економіки” (м. Київ, травень 1998р.); “Реорганізація, злиття та приєднання: світовий досвід та механізми реалізації в Україні” (м. Київ, 19 листопада 1998р.); “Новий закон про банкрутство - законопроект” (м. Київ, 20-23 вересня 1999р., м. Яремче, 5-8 жовтня 1999р.); “Теорія і практика управління організацією з погляду тисячоліть” (м. Київ, 24-26 травня 2001р.).

**Публікації**. Основні положення та найважливіші результати дисертаційного дослідження опубліковані автором самостійно та у співавторстві в 43 наукових працях. Загальний обсяг публікацій, що належить здобувачеві, становить 77,3 д.а., у тому числі 2 монографії (22,0 д.а.), 21 стаття у наукових фахових виданнях (9,4 д.а.), 5 навчальних посібників (38,5 д.а.), 2 довідника (2,3 д.а.), 2 брошури (2,1 д.а.) , 11 публікацій в інших наукових і методичних виданнях (3,0 д.а.).

**Структура та обсяг роботи**. Дисертація складається з вступу, п’яти розділів, висновків і додатків, викладена на 372 сторінках, включаючи 63 таблиці на 37 сторінках, 19 рисунків на 10 сторінках, список використаних джерел з 281 найменування та додатків на 8 сторінках.

6

**ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЇ**

У вступі обґрунтовано актуальність теми, сформульовано мету, завдання, об’єкт і предмет дослідження, визначено наукову новизну та практичне значення одержаних результатів.

***У розділі 1 – “Теоретичні засади управління вартістю підприємств”*** -досліджено наукові аспекти управління підприємствами за критерієм вартості, які у сукупності формують теоретичні та практичні засади вартісного менеджменту на сучасному етапі трансформації економічних відносин.

Дослідження еволюції наукової думки з визначення економічної природи вартості дозволило дійти до висновку про неспроможність витратної та результуючої концепцій всебічно пояснити феномен вартості підприємств. Сучасна теоретична конструкція вартості має створюватися шляхом відмови від принципу монізму і синтезу окремих елементів трудової теорії та маржиналізму на основі наукових розробок представників неокласичної економічної школи.

У дисертації вартісна проблематика розглядається за методологією Дж. Хікса на базі використання аналогії між поведінкою індивідів і підприємств. Теза про прибуток як головну мету діяльності підприємств і прояв корисності останніх автором не поділяється; дослідження спирається на концепцію Е. Чемберліна, Дж. Робінсон, Й. Шумпетера, з якої випливає, що джерелом вартості виступають конкурентні інноваційні переваги.

Вартість підприємств визначається як основа, навколо якої під впливом різноманітних чинників формуються ціни, і характеризує грошові відносини між заінтересованими у підприємствах особами (покупцями, продавцями, акціонерами, менеджерами, кредиторами тощо), віддзеркалюючи погляд ринку на вигоди від використання підприємств (їх майна, корпоративних та інших прав). Ціна виступає похідною від вартості; вона так само вказує на грошові відносини, але лише на ті, що приписуються підприємствам конкретними покупцями і продавцями.

Прояв вартості підприємств простежується на ринку капіталів, механізм якого визнати ефективним не можна. Це вимагає виявлення закономірностей ціноутворення на основі концепції “внутрішньої вартості акцій” з урахуванням зміни попиту за принципом граничної корисності, а пропонування – на основі факторів виробництва: праці, капіталу, землі, підприємництва. Головним джерелом вартості підприємств в сучасних умовах господарювання стає інтелектуальний капітал у формі нематеріальних активів; земля як фактор виробництва поступово втрачає свою роль. Найбільше значення вартості одержується у випадку, коли підприємство досягає оптимальної структури факторів виробництва; рівень оптимальності визначається межею, за якою збільшення будь-якого фактору не призводить до відповідного зростання вартості підприємства.

Корисність підприємств як специфічного товару, не придатного до безпосереднього споживання, проявляється у дохідності, терміні володіння, надійності (ризикованості) та ліквідності, а при її розгляді з позицій власників доцільно ураховувати так звану “нетоварну цінність” підприємств. Зростання вартості підприємств пов’язане із впровадженням продуктових, процесних й організаційних інновацій, які спричиняють тимчасову монополію підприємств, збільшення їх ринкової частки, і як наслідок зростання грошових потоків.

В період економічної трансформації суттєвий вплив на вартість підприємств справляє характер процесів первісного нагромадження капіталу під час приватизації, що значною мірою визначає особливості відносин власності в національній моделі корпоративного управління підприємствами. Остання за своєю природою має пов’язувати різноспрямовані інтереси, знімати протиріччя між власниками та найманими менеджерами, узгоджувати їх відносини з приводу значень різних типів вартості. З огляду на це, дослідження проблематики вартісного менеджменту доцільно ґрунтувати на усталеному іноземному категорійному апараті типів вартості, які ототожнюються з видами цін, але використовуються виключно для оцінювання підприємств, їх активів, капіталу, цінних паперів. Це дозволяє на базі сучасного економічного інструментарію, що відповідає складності категорії “вартість підприємств”, всебічно охопити різноманітні аспекти управління вартістю.

7

При дослідженні заінтересованості різних суб’єктів ринку у вартості підприємств доцільним є застосування пропонованої класифікації інвесторів за ознаками розміру належного пакету акцій, часу володіння ним та обраним шляхом зростання своєї власності. Такий підхід дає можливість виділити типи організації фондового ринку і відповідні ним домінуючи форми поведінки підприємств щодо управління вартістю. Слід ураховувати також необхідність відновлення вартості, втраченої під час загальноекономічної кризи, що актуалізує використання вартісного менеджменту в моделях трансформації підприємств у ринковоорієнтовані структури.

Управління вартістю підприємств розуміється як система менеджменту, що трансформує вартісні цілі власників підприємств в конкретні дії найманих менеджерів, які мають усвідомлювати своє пріоритетне завдання у збільшенні вартості підприємств і підпорядковувати йому інші цілі. В концепції управління вартістю підприємство розглядається з позиції власників у вигляді інвестиції (що не виключає управління ним з позиції менеджерів як цілісним майновим комплексом); само ж управління носить стратегічний інноваційний характер, підпорядковується процесу створення вартості, ґрунтується на урахуванні виділених пріоритетних типів вартості (ринкова, діючого підприємства, інвестиційна, чистих активів, при поділі, ліквідаційна, оціночна та витрати на придбання). Воно не протиставляється загальній теорії менеджменту, а доповнює систему цілей підприємств ціллю його власників, виділяє процеси управління, для яких критерій вартості є головним (реорганізація, стратегічне управління, впровадження інновацій), уточнює для них функції. Управління відбувається в умовах значної невизначеності, за якою головною запорукою успіху стають особисті якості і талант топ-менеджерів.

Управління вартістю призначене передусім для відкритих акціонерних товариств і можливе за умов: колективної власності на підприємства; усвідомлення власниками підприємств необхідності управління за критерієм вартості; наявності конкурентного середовища, відмови від практики штучної монополізації ринків; існування ефективних механізмів впливу акціонерів на найманих менеджерів в межах моделі корпоративного управління підприємствами; ліквідності ринку підприємств; прискорення процесів інтеграції вітчизняних підприємств у міжнародне економічне товариство; зростання підприємств і відповідно їх потреб у фінансових ресурсах; податкової політики, що сприяє наданню корпоративним доходам природної форми.

Внутрішньогосподарське управління вартістю слід розглядати як складну систему, що містить загальнокорпоративний, бізнесовий та функціональні рівні (рис. 1),

8

Підприємство

Розробка корпоративної стратегії, спрямованої на зростання вартості фірми

Узгодження стратегій бізнес-ліній на основі вартості діючого підприємства

Оцінка результативності і матеріальне заохочення тактичних дій з реалізації стратегії бізнес-ліній на основі інвестиційної вартості

Формування цілей у термінах інвестиційної вартості

Бізнес-лінія

Аналіз альтернатив і вибір стратегії на основі інвестиційної вартості бізнес-лінії

Узгодження функціональних стратегій на основі інвестиційної вартості

бізнес-ліній

Узгодження тактичних рішень, оцінка результативності та матеріальне заохочення оперативних рішень і дій на основі окремих вартісних показників, що враховують функціональні особливості

Функціональні цілі в термінах інвестиційної вартості

*Рівень бізнес-ліній*

Функціональні підрозділи

Вибір функціональних стратегій на основі інвестиційної вартості і вартості чистих активів

Тактичні рішення на основі вартісних показників

Окремі рішення і дії з досягнення вартісних показників

*Загальнокорпоративний*

*рівень*

*Функціональний рівень*

Рис. 1 Основні функції внутрішньогосподарського управління вартістю

підприємства

на яких проявляються специфічні функції управління, що базуються на загальних функціях управління, але мають свої особливості. На загальнокорпоративному рівні управління спрямовується на зростання у довгостроковій перспективі вартості діючих підприємств (ринкової вартості фірм), зосереджується на діях по зміні на користь підприємств керованих факторів формування вартості, а також на проведенні продуктових, процесних й організаційних інновацій, визначає місце і роль бізнес-ліній у формуванні вартості та забезпечує інвестиційні джерела її зростання. На бізнесовому рівні управління виходить з цілей, сформульованих на загальнокорпоративному рівні, але в термінах інвестиційної вартості кожної бізнес-лінії, оскільки нововведення впроваджуються переважно на цьому рівні управління, полягає в інноваційно-інвестиційному забезпеченні конкурентних переваг, ринковому та ресурсному обґрунтуванні виробничих програм за факторами створення вартості. Менеджмент вартості на функціональному рівні реалізується за напрямками діяльності підприємств і узгоджується на рівні бізнес-ліній; його особливості проявляються у врахуванні відмінностей окремих напрямків діяльності підприємств, а загальним є націленість на зростання внеску кожного з них в інвестиційну вартість та вартість чистих активів.

Елементи системи управління розглядаються як керування грошовими надходженнями і витратами, прибутком, інвестиціями, нематеріальними активами, розпорядження основними засобами та оборотними коштами, контролінг структури капіталу, управління цінними паперами та дивідендна політика. Взаємозв’язок між рівнями, пріоритетними типами вартості та елементами управління наведений на рис. 2.

9

Ефективне управління вартістю підприємств неможливе без виділення чинників формування вартості з метою з’ясування їх підпорядкованості, спрямованості дії та сили впливу на вартість для прийняття орієнтованих на її підвищення управлінських рішень. Пропонована типізація чинників (рис. 3), а також виокремлення їх класифікаційних ознак (характер і спосіб впливу на вартість, можливість контролю, спрямованість і термін дії, місце прояву, характер інновацій, оціненість ринком) дозволяють зосередити увагу на ключових параметрах управління, які визначаються як інтереси заінтересованих осіб, час, фактори виробництва, ризик, та обґрунтувати методологічні підходи до виявлення сутнісних характеристик поточного та антикризового управління вартістю підприємств.

Поточне управління розглядається як контролінг пріоритетних типів вартості, який проводиться на невеликих часових інтервалах й спрямовується на зменшення відхилень поточних значень вартості від запланованих величин, і описується формулою.

, (1)

де  - поточне управління вартістю підприємства;

***К*** – матриця параметрів управління (факторів виробництва та елементів грошових потоків);

***ΔVj(t)*** – відхилення на ***j***-тому кроці величини поточної вартості підприємства від запланованої.

10

*Елементи*

*управління*

*вартістю*

*Пріоритетні*

*типи*

*вартості*

Рівні

*управління*

Загальнокорпоративне управління

##### Управління

##### бізнес-лініями

#### **Функціональне управління**

Вартість

діючого

підприємства

Ринкова вартість

Вартість при поділі,

ліквідаційна вартість,

витрати на придбання

Інвестиційна вартість

Вартість чистих активів

Управління витратами і грошовими надходженнями

Управління прибутком

Управління цінними

паперами

Управління дивідендною політикою

Управління структурою капіталу

Управління основними засобами та оборотними коштами

Управління нематеріальними активами

Рис. 2 Взаємозв’язок між пріоритетними типами вартості, рівнями та елементами управління вартістю підприємства

Антикризове управління передує досягненню вартістю критичної точки, після якої вартість підприємства починає знижуватися. Її індикатором є внутрішня норма дохідності та підвищені значення ризиків бізнес-ліній. Вимога до антикризового управління вартістю формалізується таким чином.

 (2)

де  - антикризове управління;

***tкр*** – момент досягнення критичної точки вартості;

***τ*** - проміжок часу, необхідний для прийняття та реалізації необхідного антикризового рішення.

Виділення цілей, рівнів, функцій, пріоритетних типів, елементів вартісного менеджменту дозволило обґрунтувати переваги управління, орієнтованого на вартість, - воно найбільшою мірою відповідає природним інтересам власників у збагаченні; власники підприємств забезпечують прийняття управлінських рішень, які враховують інтереси заінтересованих осіб, при цьому мають більш високі ризики; вартість як економічна категорія може використовуватися на всіх рівнях управління підприємствами у вигляді критерію ефективності, а також виступати мірою результативно-

11

*Зовнішнє середовище*

Грошові потоки

Механізм ціноутворення фондового ринку

Продукція

Державна політика регулювання ринків, використання факторів виробництва і формування грошових потоків

Споживачі

Модель корпоративного управління підприємствами

Технології

Фактори виробництва

Внутрішньогосподарське управління

Постачальники ресурсів

Рис. 3 Чинники формування вартості підприємства

сті діяльності заінтересованих осіб; орієнтація на вартість створює дієві важелі залучення додаткового капіталу в підприємства, тим самим підвищуючи їх конкурентоспроможність.

***У розділі 2 – “Оцінка вартості підприємств в умовах економічної трансформації”*** -досліджено еволюцію методології оцінки, виділено особливості оцінки вартості підприємств за сучасних умов ринкового середовища, запропоновано методичні підходи до визначення вартості підприємств на основі фундаментального інвестиційного аналізу та ринкових порівнянь, а також вартості окремих видів нематеріальних активів.

Основними макроекономічними чинниками, що визначають особливості оцінки вартості вітчизняних підприємств виступають суперечлива та малопередбачувана економічна політика, злиття державних інститутів з бізнесом, значні інфляційні очікування, високий рівень монополізації економіки, незакінченість первісного нагромадження капіталу, значні інвестиційні, кредитні й господарські ризики. Це обумовлює відмінності методології оцінки в умовах перехідного періоду та ринкової (традиційної) (табл. 1).

Таблиця 1

12

Порівняльна характеристика методології оцінки вартості підприємств за традиційних (ринкових) і перехідних умов господарювання

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Ознаки порівняння | Традиційна методологія оцінки вартості | Методологія, що відбиває особливості перехідного періоду |
| Основна мета оцінки | корпоративні трансакції; | приватизація. |
| Використання ринкових даних | повсюдне; | практично не використовується. |
| Врахування дивідендних виплат | присутнє; | відсутнє. |
| Балансова вартість активів | відбиває минулі ринкові ціни; | в більшості випадків характеризує планово встановлені ціни. |
| Пріоритетність методів доходного підходу | дисконтування; | пряма капіталізація. |
| Тривалість періоду прогнозування | 10-15 років; | максимум 2-3 роки. |
| Метод оцінки ризиків | модель оцінки капітальних активів; | метод кумулятивної побудови. |
| Фінансові дані за ретроспективний період | представницькі і достовірні; | непредставницькі і недостовірні. |
| Ринкова історія | дозволяє проводити екстраполяцію; | часто не дозволяє скласти прогноз на майбутнє. |
| Достатність власних оборотних коштів | враховується; | практично не враховується. |
| Заборгованість підприємства | розглядається як величина, що зменшує вартість власного капіталу; | практично не враховується. |
| Оцінка утилізаційної вартості активів | тільки в окремих випадках; | широко використовується. |
| Оцінка підприємств-банкрутів | окрім ліквідаційної визначається також інвестиційна вартість; | оцінка ліквідаційної вартості абсолютно переважає. |

В умовах економічної трансформації основним методичним підходом до оцінки вартості підприємств виступає майновий, у той час, як найбільш відповідним сутності даного об’єкту оцінки є дохідний, при цьому сфера застосування результатів оцінки звужена, що викликано обмеженістю цілей інвесторів (переважно вони полягають в одержанні доходів від реалізації активів, довгострокових вигод завдяки проведенню реструктуризації, кредитів під заставу майна), особливостями підприємств, які підлягають оцінці (банкрути, спеціалізовані підприємства з обмеженим ринком), а також станом ринків (фондовий ринок перебуває в стадії формування, товарні ринки більшості використовуваних підприємствами активів недостатньо розвинені).

В процесі оцінки вартості поряд з усталеними необхідно враховувати специфічні принципи, характерні для сучасного стану методології, згідно яких слід зважати на обмеженість платоспроможного попиту на акції (принцип обмеження), втрату вартості підприємств, неспроможних діяти в конкурентному середовищі (принцип зниження вартості), низьку точність оцінки (принцип невизначеності), широке застосування штучних методів (принцип формалізації). Із розвитком ринкових відносин дія наведених принципів слабшає, і вони поступово заміщаються усталеними правилами (принцип наближення ).

В оцінці вартості національних підприємств доцільно використовувати пропоновану в роботі класифікацію цінних паперів, а також брати до уваги характер представництва акцій на фондовому ринку. У відповідності з ним виділяються “явні блакитні корінці” – акції підприємств-лідерів, що обертаються на міжнародному та внутрішньому ринках; “потенційні блакитні корінці” - акції підприємств-монополістів і тих, що мають стратегічне значення для національної економіки; “миттєві блакитні корінці” – акції, які належать стратегічним інвесторам і не обертаються на ринку; “неперспективні акцій”, які емітувалися заради надання підприємствам корпоративної організаційно-правової форми без наміру виведення їх на ринок.

13

Вартість “явних блакитних корінців” і “потенційних блакитних корінців” доцільно визначити за допомогою відомих прийомів технічного інвестиційного аналізу з урахуванням пропонованих узагальнюючих показників і коефіцієнтів дохідності та обігу, а “миттєвих блакитних корінців” й “неперспективних акцій” – на основі процедур фундаментального аналізу. При цьому послідовність оцінки має полягати в розрахунку вартості підприємства за допомогою дохідного підходу чи методом чистих активів, визначенні вартості однієї акції в 100-відсотковому капіталі, обґрунтуванні розміру знижки залежно від розміру пакета акцій, що оцінюється, розрахунку вартості однієї акції з урахуванням знижки та оцінки вартості пакета акцій.

В сучасних умовах серед комплексу методів ринкового підходу (найточнішого для визначення вартості акцій) доцільно використовувати метод ринку капіталу на основі іноземних об’єктів-аналогів, а проблеми оцінки вирішувати шляхом відбору аналогів, вибору і розрахунку оціночних мультиплікаторів, застосування оціночних мультиплікаторів до підприємства чи його акцій. Відбір підприємств-аналогів має здійснюватися шляхом двокрокової ітерації з використанням пропонованих ознак порівняння – сфери діяльності, масштабу, фінансового положення та якості управління. Оціночні мультиплікатори слід застосовувати з урахуванням виділених переваг і недоліків, що притаманні окремим показникам фінансової бази (капіталу, чистим активам і доходу, грошовому потоку, прибутку, дивідендам) і обумовлюють сфери їх застосування. При цьому доцільно керуватися правилами використання мультиплікаторів, які полягають у здійсненні розрахунків без екстремальних значень коефіцієнтів, співставному застосуванні показників фінансової бази, максимізації числа мультиплікаторів. Найточніші результати дають розрахунки на основі сукупності показників фінансової бази і вартості аналогів за допомогою пропонованої регресивної моделі другого порядку.

Коригування одержаних результатів має відбуватися за допомогою поправок до вартості за недостатню ліквідність, наявність надлишкових активів і власних оборотних коштів, інвестиційні потреби, контроль. Розмір поправки за контроль, до появи значних масивів даних про здійснені трансакції, доцільно встановлювати виходячи із розміру знижки/надбавки в залежності від обсягу прав, що надають оцінювані акції.

За умови недостатнього розвитку вторинного ринку промислової нерухомості орієнтиром цін купівлі-продажу в межах ринкового підходу до оцінювання можуть слугувати дані, отримані на основі розробленого алгоритму статистичного прогнозування вартості, що враховує місцеположення, галузеве підпорядкування, функціональне призначення та групи капітальності будівель. Задача прогнозування вирішена шляхом побудови гіперповерхні у просторі наведених чотирьох параметрів за точками, що отримані на підставі бази даних реальних експертних оцінок 3650 об’єктів промислової нерухомості.

14

Методологія оцінки вартості гудвілу обумовлена його природою як особливого невіддільного нематеріального активу і має враховувати чинники виникнення, до яких відносяться особиста репутація топ-менеджерів, висока кваліфікація і талант персоналу, переваги у методах організації виробничої діяльності та в технологіях, прихильність покупців до торгової марки, подолані бар’єри входження в ринок, досягнутий ефект синергії від поєднання факторів виробництва, а також базову передумову існування гудвілу – він виникає лише за наявності надлишкових доходів. При цьому застосування усталених підходів до оцінки обмежується виключно дохідним підходом, майновий і ринковий, з огляду на виділені характеристики гудвілу, застосувати неможливо. В межах дохідного підходу слід орієнтуватися на два його різновиди – методи надлишкових прибутків і внутрішнього порівняння без ураховання принципу найкращого та найефективнішого використання. Щодо розрахунку вартості засобів ідентифікації підприємств, то в сучасних умовах у переважній більшості випадків методика їх оцінки збігається з пропонованою для визначення вартості гудвілу; поряд з цим можливо застосовувати розроблений “котловий” метод, згідно з яким вартість визначається на основі встановлення внеску товарних знаків і фірмових найменувань у сукупну вартість відділених і невідділених нематеріальних активів. При оцінці вартості організаційно-економічних привілеїв слід ураховувати виділені в межах фінансової та ринкової груп їх класифікаційні ознаки і пропоновані відповідним типам преференцій підходи до розрахунків.

***У розділі 3 – “Вартість вітчизняних підприємств: тенденції змін і вплив іноземних інвестицій”*** -досліджено ретроспективну динаміку факторів виробництва і елементів грошових потоків підприємств за 1991-2000 рр., вплив первісного нагромадження капіталу та процесів становлення фондового ринку на вартість підприємств, роль прямих іноземних інвестицій у формуванні їх вартості.

Оцінка базових факторів показала, що трудовий потенціал у промисловості використовується приблизно на 40%, середній рівень спрацьованості основних фондів сягає 80% при критичному для економічної безпеки значенні у 50%, виробничі потужності промислових підприємств недозавантажені на 60%, можливості створення об’єктів інтелектуальної власності постійно погіршуються; що ж до впливу, який справляє земля на вклад у сукупну вартість, то його простежити майже неможливо, оскільки земля перебуває поза вартісним оборотом. Дослідження елементів грошових потоків засвідчило спадання можливостей підприємств щодо створення вартості – прибутковість за аналізований період знижувалася, терміни амортизації не відповідали стандартним вимогам інвесторів до строків окупності, нестача оборотних коштів і значний обсяг міжфірмового кредитування стали хронічним явищем, динаміка інвестицій характеризує обмежені можливості підприємств із забезпечення зростання своєї майбутньої вартості. В структурі сукупної вартості переважають підприємства сировинних галузей, частка наукомістких кінцевих виробництв і підприємств, орієнтованих на споживчий ринок, знижується.

Існуюча система оподаткування як системоутворююча складова вартості не сприяє зростанню вартості підприємств, навпаки – дестабілізує вартість, не дозволяє управляти нею на довгостроковій основі, призводить до несправедливого перерозподілу сукупної вартості. На перерозподіл вартості спрямована також діяльність тіньового сектору економіки.

15

Дослідження процесів первісного нагромадження капіталу дозволило виявити чотири етапи, яким відповідає переважне нагромадження посередницького, фінансового і продуктивного капіталу, при цьому джерела нагромадження послідовно активізуються органами державної влади та управління. Характер первісного нагромадження національного капіталу обумовив виникнення об’єднань підприємств у формі промислово-фінансових груп як особливих суб’єктів господарювання, специфіка функціонування яких проявляється у приховуванні підпорядкованості членів груп і неможливості ідентифікації власників, використанні трансфертних цін задля маскування грошових потоків, активному переміщенні фондів в середині груп, що в кінцевому підсумку призвело до виникнення та функціонування ефективних механізмів максимізації поточних прибутків й запобігання банкрутству. Крім того, наслідками діяльності промислово-фінансових груп стали зростання вартості позикового капіталу, обмеження прав кредиторів і дрібних акціонерів, зменшення бюджетних надходжень і створення системи управління вартістю підприємств, для якої характерні: орієнтація на внутрішні ресурси, а не на капітал акціонерів і позики; закритість інформації, непрозорість внутрішніх відносин, недоступ­ність для сторонніх контрагентів; чітка фіксація на протилежних полюсах капіталу та найманих працівників; приховування основних доходів від оподаткування. При цьому державне регулювання діяльності промислово-фінансових груп, що спрямоване на ліквідацію тіньових операцій, поповнення бюджету за рахунок дивідендів на державні пакети акцій підприємств, активне законодавче формування ринку капіталів, обмеження приватизаційної діяльності груп щодо стратегічних підприємств тощо значно не впливає на визначені характеристики вартісного менеджменту.

Продовження процесу первісного нагромадження капіталу пов’язується передусім з приватизацією стратегічно важливих як для промислово-фінансових груп, так і для економіки країни підприємств, в якій простежуються три основні тенденції – “анонімне” придбання, використання позаприватизаційних процедур, активізація участі у приватизації російського капіталу. Вірогідними наслідками подальшого нагромадження капіталу стануть збереження існуючих усередині промислово-фінансових груп відносин, створення спільних з російськими інвесторами недержавних транснаціональних корпорацій та обмеження доступу українським виробникам на іноземні ринки.

В управлінні вартістю підприємств слід ураховувати, що фіктивний капітал на ринку цінних паперів функціонує за власними закономірностями і технологіями, а його рух підпорядковується меті самозростання і здійснюється шляхами безпосередньо непов’язаними з реальною економікою. Просторовий розрив і відмінності у чинниках формування ринкової вартості акціонерного капіталу та вартістю діючого підприємства об’єктивно призводять до відриву величини першої від другої, а спекулятивний характер фіктивного капіталу завдає реальної шкоди вартості діючих підприємств, а отже інтересам акціонерів. Можливості підприємств з управління ризиком фіктивного капіталу обмежені тим, що емітенти свідомо сприяють спекуляціям своїми цінними паперами.

Слід зважати також на те, що національний ринок акцій виник і існує передусім заради обслуговування приватизаційних процесів - це обумовлює його особливості, які полягають у наявності територіальних та організаційних меж, незначній кількості покупців і продавців, розбалансованості попиту з пропозицією, низькій ліквідності, закритому характері трансакцій, відсутності доступу до ринкової інформації, низькій швидкості виконання угод. Ринок на цей час практично непов’язаний з реальною економікою, однак він накопичує спекулятивний потенціал, який за відсутності дієвої системи його обмеження може згодом негативно вплинути на вартість вітчизняних підприємств.

16

Дослідження впливу іноземних інвестицій на вартість вітчизняних підприємств на основі аналізу кореляційної залежності між обсягами виробництва промислової продукції і розміром прямих іноземних інвестицій показало, що на рівні промисловості в цілому він не простежується, а отже і не позначається на вартості підприємств, хоча в окремих галузях спостерігається незначний позитивний ефект дії інвестицій з характерним для кожної галузі часовим лагом.

Розподіл інвестицій за країнами походження свідчить про значну частку в них офшорних зон, що є показником завуальованого повернення вітчизняного капіталу, а також про падіння питомої ваги реальних інвестицій з країн “великої сімки” з 56% у 1995 р. до 35% у 2001 р. Середній обсяг іноземних інвестицій у розрахунку на одне підприємство показує, що в Україні переважають невеликі за міжнародними стандартами капіталовкладення, які суттєвого внеску у вартість підприємств здійснити не можуть.

Найбільші обсяги інвестицій здійснюються під час приватизації, що сприяє підвищенню вартості підприємств у післяприватизаційний період. Про це свідчать розраховані факторні залежності по 14 підприємствам, які мають стратегічне значення для економіки і національної безпеки та отримали найбільші за розмірами іноземні інвестиції. При цьому зростання вартості пов’язується з покращенням фінансового стану, а не з інноваційним розвитком підприємств.

Аналіз процесів приватизації із залученням іноземних інвестицій підприємств енергетичної галузі (найбільша на цей час приватизаційна трансакція) дозволив виділити дві приватизаційні стратегії, що послідовно реалізовувалися державою. Згідно з першою − галузеві підприємства продавалися фінансовим інвесторам, при цьому держава намагалася зберегти корпоративний контроль над ними. Проте, як засвідчила оцінка стану виконання запланованих способів продажу акцій, ця стратегія не була реалізована – в 7 з 8 проданих підприємств, покупці сформували контрольні пакети акцій. Друга приватизаційна стратегія полягає у продажу акцій виключно промисловим інвесторам, здатним забезпечити розвиток підприємств галузі, а отже і зростання їх вартості. Порівняння розмірів плати за акції та обсягів внесених інвестицій показало кращі фінансові результати реалізації другої стратегії, хоча саме приватизаційний результат – перехід прав власності – виявився однаковим, оскільки у переважній більшості підприємств з’явився один власник. Приватизація супроводжується змінами в умовах функціонування на ринку приватизованих енергопостачальних компаній, які надають їм конкурентних переваг у вигляді списання та реструктуризації боргів, забезпечення бажаного рівня рентабельності, застосування особливого режиму амортизації тощо, що закладає підвалини для зростання вартості досліджених підприємств завдяки дії перерозподільчих факторів.

***У розділі 4 – “Вартісний менеджмент в моделі корпоративного управління підприємствами”*** -проведено діагностику внутрішньогосподарських конфліктів, оцінено вплив практики господарювання на формування корпоративної культури, виділено особливості та обґрунтовано перспективи національної моделі корпоративного управління підприємствами.

17

Дослідження природи корпоративних конфліктів дозволило узагальнити найпоширеніші з них, пов’язані з: перерозподілом часток акціонерів у статутних капіталах; призначенням на посади в органах управління ВАТ представників різних груп акціонерів; проведенням реструктуризації підприємств усупереч інтересам акціонерів; відстоюванням прав власності на акції; набуттям державних корпоративних прав поза приватизаційним законодавством; використанням дрібних акціонерів як інструмента боротьби за контроль. Виділена типізація дозволяє стверджувати, що конфлікти характеризують процес формування власності в акціонерних товариствах на відміну від усталених моделей корпоративного управління, в яких конфлікти точаться навколо недружніх поглинань підприємств, що мають стабільні кола акціонерів. Оцінка економічних наслідків корпоративних конфліктів свідчить, що вони негативно позначаються на господарській діяльності підприємств та їх вартості.

Характер формування акціонерних товариств призвів до виникнення суперечності між інтересами акціонерів і керуючих, які в переважній своїй більшості не ставлять за мету підвищення вартості підприємств, а орієнтуються на реалізацію внутрішніх угод, отримуючи вигоди безпосередньо за рахунок компаній, не беручи до уваги інтереси міноритарних акціонерів; ідеологія внутрішньогосподарського управління базується на збереженні адміністративно-командного стилю, використовуючи корпоративні відносини як “оболонку”.

При приватизації держава формально зберігає вплив на підприємства, залишаючись вагомим акціонером. Проте, державне управління вартістю підприємств не функціонує як цілісна зважена система – невизначене місце держави в корпоративному управлінні та способи досягнення суспільних інтересів корпоративними важелями, державні інвестиційні обов’язки не виконуються, дохідність акціонерного капіталу завдяки чинній системі оподаткування нижча, ніж інших форм капіталу, підприємства різних галузей господарюють в неоднакових умовах, держава має порівняно більші можливості відносно інших акціонерів щодо перерозподілу вартості підприємств на свою користь. В значній мірі держава впливає на формування основних рис корпоративної культури як складової національної моделі корпоративного управління підприємствами, що проявляються у: використанні в управлінні підприємствами з боку менеджерів і/або впливових зовнішніх акціонерів поведінки, притаманної приватним влас­никам; зневажанні ними моральних категорій довіри, вірності слову, сумлінності; відсутності у населення бажання стати акціонерами за рахунок вкла­дення власних заощаджень; недостатньому вмінні прогнозувати наслідки володіння корпо­ративними правами; порівняно низькій значущості кримінального елемента корпора­тивної культури; примиреності населення з тим, що реальним власником воно не буде.

Дослідження існуючих моделей корпоративного управління підприємствами свідчить, що національна модель є банковоорієнтованою і подібна найбільше до японської. Це викликано особливою роллю промислово-фінансових груп у вітчизняному народному господарстві. Незважаючи на наявність спільних рис з усталеними моделями, для національної моделі характерні певні специфічні ознаки, які полягають у збереженні механізмів, що дозволяють продовжити процес перерозподілу власності; зміцненні мотивації інсайдерів з контролю над грошовими потоками та “виведенню” активів поза межі компаній; відсутності дієвих механізмів корпоративного контролю; недостатній розвиненості вартісного мислення у керуючих та акціонерів; наявній великій розпорошеності акціонерних капіталів між громадянами країни, які несвідомо стали власниками і, поряд з цим, високому рівні концентрації власності у промислово-фінансових групах; неповному охопленні акціонерних підприємств корпоративним управлінням. Оцінка реалізації принципів ОЕСР у національній моделі корпоративного управління свідчить, що вони переважно реалізуються неповністю, або не діють, при цьому найбільші проблеми існують при реалізації прав акціонерів і забезпеченні прозорості дій корпорацій.

18

Виділення принципів, елементів, проблемних аспектів, наслідків використання дозволило розвинути уяву про сутнісні характеристики національної моделі корпоративного управління підприємствами та сформулювати перспективні напрямки її розвитку, що ґрунтуються не на безпосередньому розв’язанні проблемних аспектів або усуненні негативних наслідків використання, які є лише проявом недосконалості моделі, а на реформуванні її елементів.

Перспективи національної моделі корпоративного управління підприємствами пов’язуються як з її законодавчою розбудовою, так і з саморозвитком. Законодавчого регулювання потребують виділені компоненти елементів моделі, пов’язані з: створенням надійної системи реєстрації прав власності; усуненням перешкод на перехід прав власності; створенням сприятливих умов для фінансування борговими цінними паперами; впровадженням механізмів виходу цінних паперів підприємств на міжнародні ринки капіталу; обмеженням судових процедур щодо позовів мінотарних акціонерів до корпорацій; введенням механізму консолідації акцій; пріоритетним розвитком банківського, а не фондового сегменту ринку капіталу; упорядкуванням взаємовідносин всередині промислово-фінансових груп; сприянням концентрації виробництва і капіталу; продажем під час приватизації контрольних чи стовідсоткових пакетів акцій; узгодженням законодавчих норм щодо приватизації, банкрутства, застави; прискоренням процесів приватизації; введенням змін до акціонерного законодавства, що радикально змінюють баланс інтересів в корпораціях лише по закінченню періоду первісного нагромадження капіталу; усуненням держави від внутрішньокорпоративного управління.

Саморозвиток моделіпропонується забезпечити на основі кодексу корпоративного управління, який: надає права голосу представникам найбільших споживачів, постачальників, місцевих громад, а також працівникам підприємства; запроваджує посаду корпоративного секретаря, котрий має узгоджувати комплекс процедур, пов’язаних з діяльністю вищих органів управління ВАТ; встановлює винагороду топ-менеджерам в залежності від вартості керованих ними підприємств; впроваджує чотирирівневу систему внутрішнього контролю фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства; підвищує роль спостережної ради шляхом передачі їй ключових функцій управління корпорацією; залучає до складу спостережної ради незалежних членів; розв’язує внутрішньокорпоративні конфлікти за допомогою спеціального комітету спостережної ради; індивідуалізує інформаційну політику акціонерних товариств.

***У розділі 5 – “Форми управління вартістю підприємств”*** - виділено форми управління вартістю, обґрунтовано напрямки раціоналізації структури капіталу підприємств, виокремлено вартісні параметри злиття і формування промислово-фінансових груп, запропоновано методичні підходи до поділу підприємств за вартісним критерієм, визначено особливості управління постійними активами на основі вартості в процесі реструктуризації.

19

Мета зростання вартості підприємств виступає загальною ціллю, конкретні шляхи її досягнення реалізуються в формах управління, що ґрунтуються на визначених характеристиках акцій різнотипових підприємств. Залежно від стадії життєвого циклу, місця підприємства на ринку та ознак галузі, управління у виділених формах має спрямовуватися на максимізацію значень виокремлених пріоритетних типів вартості, а також відновної вартості активів, вартості усунення перешкоди, залишкової вартості акціонерного капіталу, вартості при примусовому продажу, ефективної чистої вартості.

Результати порівняння загальновизнаних величин показників фінансового стану і пропорцій балансу із характерними для національних підприємств значеннями, свідчать про їх суттєву різницю, що обумовлено невідповідністю балансової вартості необоротних активів і статутних капіталів їх ринковій вартості; значним обсягом міжфірмового кредитування, який визначає дебіторську і кредиторську заборгованість у розмірах, не потрібних для нормального функціонування підприємств; дефіцитом власних оборотних коштів; низькими можливостями підприємств із залучення довгострокових кредитів; штучним заниженням прибутку. Оскільки обґрунтовані рішення з управління вартістю підприємств неможливо приймати без наявності достовірної інформації про реальну вартість активів і пасивів, остільки необхідний постійний моніторинг їх вартості з метою орієнтації на визначені раціональні значення індикаторів показників і пропорцій капіталу підприємств.

Для вибору шляхів формування промислово-фінансових груп доцільно спиратися на пропоновані модифікації вартісного розриву, за допомогою яких визначаються порівняльна ефективність купівлі підприємств (3) чи конвертації боргів в акції (4,5) та пропорції обміну акцій (6).

*VGb = MV – (MVі + Сi ) > 0*, (3)

де *VGb* – вартісний розрив при об’єднанні шляхом купівлі;

*MV* – вартість акціонерного капіталу промислово-фінансової групи;

*MVі* − вартість акціонерного капіталу *і*-го підприємства, що приєднується до промислово-фінансової групи;

20

*Сi* – витрати на злиття з *і*-тим підприємством;

*n* – кількість підприємств, що об’єднуються в групу.

, (4) , (5)

де *VGc* − вартісний розрив при об’єднанні шляхом конвертації боргів в акції;

*IVi* − інвестиційна вартість *і*–го підприємства, борг якого конвертується в акції;

− вартість санації *і*–го підприємства;

− витрати на задоволення вимог кредиторів *і*–го підприємства;

 − ліквідаційна вартість (вартість при примусовому продажу) *і*–го підприємства, що припадає на борг *j*-ої компанії, що поглинає, з урахуванням її місця в черзі кредиторів.

*pr = MVsj / MVsi \* (1+рi / 100)* , (6)

де *pr* – пропорція обміну акцій;

*MVsj* – ринкова вартість однієї акції компанії, що поглинає;

*MVsi* − ринкова вартість однієї акції *і*-го придбаного підприємства;

*рi* – надбавка до ринкової вартості однієї акції *і*-го придбаного підприємства, %.

При встановленні холдингового контролю слід ураховувати появу додаткових ефектів від зменшення об’єкту (7) та економії витрат на придбання (8), а також фінансового важеля (9):

, (7)

де *Qe*–ефект від зменшення об’єкта придбання;

*MVssi* – ринкова вартість частки акціонерного капіталу *і*-го підприємства, що купується.

, (8)

де *Се* – економія витрат на придбання;

*Рssi*– ймовірна ціна частки акціонерного капіталу *і*-го підприємства, що купується.

, (9)

де ***L*** – фінансовий важіль;

 – капітал, яким володіє холдингова компанія;

 – капітал, контрольований холдинговою компанією.

За вартісним критерієм реорганізація має за мету призупинення падіння вартості підприємств, збереження вартості життєздатних ділових одиниць, підвищення вартості перспективних бізнес-ліній. При її здійсненні необхідно врахувати умови ефективного поділу, які базуються на вартісних оцінках чотирьох типів підприємств – спеціалізованих на комерційно перспективних продуктах; таких, що реалізують бізнес-проекти підвищеної ризикованості; інфраструктурних виробництв, послуги яких потрібні знову створеним підприємствам і мають, крім того, ринковий попит; неперспективних підприємств, які є потенційними кандидатами на ліквідацію. Вони полягають у тому, що реорганізаційні перетворення доцільні у випадках, коли вартість при поділі виділених підприємств перших трьох типів перевищує вартість материнської компанії до реструктуризації, а також перевищення вартістю цих підприємств вартості відповідних бізнес-ліній у межах нереструктурованого підприємства.

Оціночну модель реструктуризації доцільно формувати на основі “еталонного” підприємства, причому чинна виробнича потужність підприємства, що реструктурується, за основу не приймається, а критеріями побудови моделі виступають конкурентні ціни при існуючих основних технологіях. “Еталонному” підприємству відповідають “еталонні” активи, розмір яких дає можливість розрахувати точний обсяг необхідних ресурсів і витрат. Кредиторську заборгованість виділених підприємств доцільно визначати виходячи з можливості її реструктуризації на основі багатоваріантного коригування грошових потоків на розмір боргів і оцінки майбутньої вартості підприємств при різноманітних умовах погашення заборгованості. Таким чином, виділення життєздатних виробництв має відповідати умовам (10,11), а досягнення беззбитковості пов’язане із оптимізацією їх капіталів (12) за умов (13).

21

 (10)

 (11)

де ,  − види вартісних розривів при реструктуризації підприємства;

 − вартість капіталу виділених підприємств, спеціалізованих на комерційно перспективних продуктах;

 − вартість капіталу виділених підприємств, які реалізують бізнес-проекти підвищеної ризикованості;

 − вартість капіталу виділених підприємств, створених на базі допоміжних та обслуговуючих виробництв;

 − вартість капіталу материнської компанії до реструктуризації;

, ,  − вартість бізнес-ліній у межах нереструктуризованого материнського підприємства, що покладені в основу, відповідно, , , .

 (12)

де  − функціонал;

 − вагові коефіцієнти пріоритетності бізнес-ліній.

,, ,

22

, , , (13)

де ,  − питома вага власного капіталу в пасивах виділеного підприємства ***j***-го типу та підприємства, що реструктуризується;

,,, − відповідно, власний капітал, позиковий капітал, постійні активи, змінні активи підприємства до реструктуризації.

, , , ,  − відповідно, власний капітал, позиковий капітал, постійні активи, змінні активи виділеного підприємства ***j***-го типу.

Для підприємств, в структурі активів яких надлишкові абсолютно переважають, а існуючі технології неможливо трансформувати відповідно попиту на продукцію, реструктуризація має ґрунтуватися на інвестиційній вартості або вартості земельної ділянки.

Управління постійними активами в процесі реструктуризації має здійснюватися у відповідності із завданнями аналітичного, прогнозного та практичного етапів на основі функцій, що полягають в аналізі техніко-економічного стану активів, розробці організаційно-технічних заходів з оптимізації їх структури, економічному обґрунтуванні доцільності організаційно-технічних заходів, оперативному регулюванні ремонтом, модернізацією, новим будівництвом, комерційній діяльності з придбання активів, пошуку джерел необхідних інвестицій, розпорядженні зайвим майном. При цьому слід мати за мету раціоналізацію структури активів і пасивів, забезпечення вимог кредиторів і створення підвалин для відновлення зовнішнього фінансування, одержання доходів, незважаючи на триваючу реструктуризацію. Вибір способів управління можливо ґрунтувати на порівняльній ефективності розпорядження окремими видами активів з урахуванням їх ліквідності.

**ВИСНОВКИ**

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової проблеми, що виявляється у розв’язанні сучасних актуальних методологічних і прикладних аспектів управління вартістю підприємств на основі наукового обґрунтування системи вартісного менеджменту, підвищення соціально-економічної ефективності їх діяльності. Основні наукові та практичні результати дослідження зводяться до таких:

**1**. За результатами аналізу наукових досліджень і досвіду господарювання виявлено, що проблематика управління вартістю підприємств є актуальною і потребує подальших наукових розробок та обґрунтування методичних і прикладних рекомендацій з підвищення його ефективності.

**2**. Сучасна теоретична конструкція вартості підприємств має створюватись шляхом відмови від принципу монізму в дослідженні формування вартості і синтезу окремих елементів витратної та результуючої концепцій за методологією, розробленою представниками неокласичної економічної теорії. Вартість підприємств доцільно розглядати як прояв грошових відносин між покупцями та продавцями, за яких попит формується відповідно специфічним ознакам корисності підприємств, а пропонування – на основі факторів виробництва.

**3**. Аргументовано методологічні засади дослідження проблематики управління вартістю підприємств, що пов’язані з необхідністю урахування: дуалістичної природи вартості, її прояву через суб’єктивну поведінку людей; особливостей ціноутворення на підприємства; оптимальності факторів виробництва та значення інтелектуального капіталу для зростання вартості; способів довгострокового збільшення вартості; умов перехідної економіки та особливої ролі держави передусім в сфері приватизації та корпоративного управління; специфіки сучасних процесів відокремлення власності від управління; типів організації фондового ринку.

23

**4**.Доведено, щореалізація комплексного підходу до наукового узагальнення проблематики управління вартістю пов’язується з використанням пропонованого автором понятійного апарату вартості підприємств. Це дозволило змістовніше дослідити сутнісні характеристики вартісного менеджменту з метою теоретико-методологічного обґрунтування шляхів розв’язання прикладних управлінських завдань, спрямованих на зростання вартості підприємств.

**5**. Визначено сутнісні характеристики управління вартістю підприємств, яке розглядається як система менеджменту, втілена в реалізацію пріоритетного завдання − збільшення вартості підприємств, пов’язується із стратегічним інноваційним розвитком, ґрунтується на врахуванні виділених пріоритетних типів вартості та процесів, для яких критерій вартості є головним, реалізується в умовах значної невизначеності й здійснюється в рамках моделі корпоративного управління.

**6**. Обґрунтовано, що внутрішньогосподарське управління вартістю має підпорядковуватися процесу створення вартості і визначатися як складна система, що містить загальнокорпоративний, бізнесовий та функціональний рівні, для яких характерні виокремлені специфічні функції управління. Встановлено передумови використання орієнтованого на вартість управління, елементи та переваги вартісного менеджменту підприємств.

**7**. Виявлено основні ознаки поточного та антикризового управління вартістю підприємств – перше спрямовується на зменшення відхилень поточних значень типів вартостей від запланованих величин, а антикризове – передує досягненню вартістю критичної точки, визначення якої доцільно ґрунтувати на розрахунку величин баз вартості, характерних для різних рівнів управління, в умовах підвищених ризиків. Розкрито зміст факторів формування вартості підприємств, що класифікуються за ознаками характеру впливу на вартість, способу створення вартості, можливості керування з боку менеджерів, направленості та тривалості дії, місця прояву вартості, характеру інновацій, що формують вартість, та оціненості ринком. Виділення факторів формування вартості дозволило обґрунтувати ключові параметри управління, до яких віднесено інтереси зацікавлених осіб, час, фактори виробництва, елементи грошових потоків, ризик.

**8**. Аргументовано необхідність врахування в управлінні вартістю підприємств спекулятивного характеру фінансового капіталу на фондовому ринку, який завдає реальної шкоди вартості діючих підприємств, та обмежених можливостей підприємств з управління ризиком фіктивного капіталу. Доведено, що ці обставини зумовлюють особливу роль держави в управлінні вартістю, яка полягає у недопущенні зниження вартості підприємств внаслідок дії виділених факторів недосконалого фондового ринку.

**9**. Дослідження механізму державного регулювання вартості підприємств показало, що він не функціонує як збалансована система − управління реалізується в умовах суперечливої та малопередбачуваної економічної політики, злиття державних інститутів з бізнесом, значних інфляційних очікувань, високого рівня монополізації економіки, незакінченості первісного нагромадження капіталу, високих інвестиційних, кредитних й господарських ризиків. Оцінка стану і перспектив процесів приватизації із залученням іноземних інвестицій як елементу державного управління вартістю (за матеріалами підприємств енергетичної галузі) дозволила виокремити приватизаційні стратегії та уможливила висновок про те, що приватизація супроводжується змінами в умовах функціонування на ринку приватизованих енергопостачальних компаній, які надають їм конкурентних переваг у порівнянні з іншими суб’єктами господарювання, а умови продажу враховують передусім інтереси покупців і слабо пов’язані з питаннями енергетичної безпеки країни. Як результат, закладаються підвалини для зростання вартості досліджених підприємств внаслідок дії перерозподільчих чинників, а не завдяки ефективному внутрішньогосподарському управлінню вартістю.

24

**10**.Аналіз сутнісних характеристик виділених етапів первісного нагромадження капіталу дозволив зробити висновок, що вони сформувалися під впливом державного управління, а не є прямим наслідком діяльності суб’єктів господарювання, та обумовили особливу економічну роль в промисловому комплексі об’єднань підприємств у формі промислово-фінансових груп, державне регулювання діяльності яких виявляється нерезультативним. Закінчення процесу первісного нагромадження капіталу пов’язується із завершенням приватизації стратегічно важливих як для промислово-фінансових груп, так і для економіки країни підприємств; при цьому продаж їх акцій промисловим інвесторам має зберегтися як основний спосіб приватизації, а реалізація акцій фінансовим посередникам повинна носити допоміжний характер задля обмеження спекулятивного потенціалу фондового ринку. Визначено також, що іншими важливими напрямками вдосконалення державного управління вартістю підприємств мають бути - впровадження системи інвестиційної участі в акціонерних товариствах з державними частками в капіталі, вирівнювання дохідності акціонерного капіталу завдяки змінам в оподаткуванні, створення однакових умов функціонування підприємств різних галузей і регіонів, зрівняння правових наслідків володіння капіталом для всіх акціонерів. Доведено, що їх реалізація має враховувати прогнозовані негативні наслідки подальшого нагромадження капіталу та виділені сучасні тенденції приватизації стратегічних підприємств.

**11**. Як показали результати дослідження, характер функціонування вітчизняних промислово-фінансових груп значною мірою обумовлює існування системи управління вартістю підприємств, для якої характерні виділені риси, а саме орієнтація на внутрішні ресурси, а не на капітал акціонерів і позики, закритість інформації, непрозорість внутрішніх відносин, недоступ­ність для сторонніх, чітка фіксація на протилежних полюсах капіталу та найманих працівників, приховування основних доходів від оподаткування. Прогнозованим наслідком подальшого нагромадження капіталу, за відсутності пропонованих заходів з державного регулювання, буде відтворення ще у більших масштабах існуючих на цей час усередині промислово-фінансових груп відносин з управління вартістю підприємств.

**12**. Дослідження теоретико-методологічних аспектів оцінки вартості підприємств дозволило зробити висновок, що методологія поступово еволюціонує із розвитком приватизаційних процесів, задля обслуговування яких вона здебільшого використовується, однак зберігає особливості, пов’язані із станом підприємств, що адаптуються до ринкових умов господарювання. Визначено відмінності методології оцінки в умовах економічної трансформації від усталеної, обґрунтовано обмеженість сфери прикладання оцінки, виокремлено основний методичний підхід до розрахунку вартості підприємств та виділено специфічні принципи оцінки вартості, а саме обмеження, зниження вартості, невизначеності, формалізації, наближення.

25

**13**. Запропоновано в процесі оцінки вартості підприємств ураховувати класифікацію цінних паперів згідно галузевої належності, місця на ринку та стадій життєвого циклу підприємств-емітентів, типізувати акції в межах кожної класифікаційної ознаки виходячи з перспектив цін, рівня дивідендних виплат, міри інвестиційного ризику та ступеня ліквідності цінних паперів, а також пріоритетності орієнтації інвесторів. Розвинуто уяву про характер представництва акцій на фондовому ринку, у відповідності з яким виокремлюються чотири види акцій − в оцінці них доцільно використовувати узагальнюючі показники і коефіцієнти дохідності та обігу, а також розроблений алгоритм розрахунку вартості.

**14**. Обґрунтовано доцільність застосування в рамках ринкового підходу до оцінки вартості підприємств методу ринку капіталу на основі іноземних аналогів з використанням пропонованих ознак порівняння, визначених переваг і недоліків, що притаманні окремим показникам фінансової бази і обумовлюють сфери їх застосування, розроблених правил обчислення мультиплікаторів. Установлено переваги використання багатофакторної регресивної моделі другого порядку для обробки аналогової інформації із коригуванням одержаних результатів на підставі визначених поправок до вартості.

**15**. Доведено, що методологія оцінки вартості гудвілу визначається його природою як особливого невіддільного нематеріального активу і ґрунтується на чинниках виникнення та базовій передумові його існування, а застосування усталених підходів обмежується виключно дохідним на основі методів надлишкових прибутків і внутрішнього порівняння без урахування принципу найкращого й найефективнішого використання. Розкрито методичні засади оцінки вартості засобів ідентифікації підприємств на основі розробленого “котлового” методу та обґрунтовано необхідність урахування при визначенні вартості організаційно-економічних привілеїв того, що останні полягають не у перевагах, одержаних за результатами власної діяльності, а надані окремим підприємствам державою, - це зумовлює використання в оцінці виключно дохідного підходу, який доцільно ґрунтувати на наведеній класифікації преференцій і пропонованих ним методах розрахунків.

**16**. Результати дослідження тенденцій зміни факторів формування вартості підприємств дають змогу стверджувати, що нематеріальні активи, особливо важлива для створення вартості їх частина − об’єкти інтелектуальної власності − помітної ролі у формуванні вартості підприємств не відіграють, основні фонди не беруть повноцінну участь у формуванні вартості з огляду на критичний рівень їх зносу та недозавантаженість, інвестування вирішального внеску у підвищення сукупної вартості підприємств не справляє. В структурі сукупної вартості підприємств зростає частка підприємств сировинних галузей і відповідно знижується внесок наукоємних кінцевих виробництв й підприємств, орієнтованих на споживчий ринок. Оцінка стану факторів виробництва і компонентів грошових потоків свідчить про зниження вартості підприємств у 1991-2000 рр., яке супроводжується перерозподілом вартості від ефективно працюючих до паразитуючих виробництв, при цьому інноваційно-інвестиційна діяльність суттєво не впливає на вартість, а структура сукупної вартості не раціональна.

**17**. Кореляційний аналіз зв’язку іноземних інвестицій і вартості вітчизняних підприємств засвідчив, що ці інвестиції не позначаються на вартості підприємств країни в цілому, хоча на окремих досліджених підприємствах простежується позитивний ефект їх дії. Оцінка структури інвестицій за країнами походження показала переважну частку в ній офшорних зон – це віддзеркалює амністію і завуальоване повернення вітчизняного капіталу в обмін на організаційно-економічні привілеї.

26

**18**. Запропоновано типізацію корпоративних конфліктів, яка уможливлює твердження про те, що вони характеризують процес перерозподілу власності в акціонерних товариствах і негативно позначаються на господарській діяльності підприємств та їх вартості. Виділено головні чинники впливу на стан національної корпоративної культури як елементу моделі корпоративного управління підприємствами, що обумовлюють існуючий стиль управління вартістю, для якого характерні: використання з боку менеджерів і/або впливових зовнішніх акціонерів поведінки, притаманної приватним влас­никам; зневажання ними моральних категорій довіри, вірності слову, сумлінності; відсутність у населення бажання стати акціонерами за рахунок вкла­дення власних заощаджень; недостатнє вміння прогнозувати наслідки володіння корпо­ративними правами; порівняно низька значущість кримінального елемента корпора­тивної культури; примиреність населення з тим, що реальним власником воно не буде.

**19**. Дослідження елементів національної моделі корпоративного управління підприємствами показало, що модель є банковоорієнтованою і подібна найбільше до японської – це викликано особливою роллю промислово-фінансових груп у вітчизняному народному господарстві, однак для неї характерні певні виділені специфічні ознаки. Виконана оцінка реалізації принципів ОЕСР у національній моделі корпоративного управління засвідчила, що вони переважно реалізуються неповністю, або не діють; при цьому найбільші проблеми постають при реалізації прав акціонерів і забезпеченні прозорості дій корпорацій.

**20**. Виокремлення принципів, аспектів і наслідків використання національної моделі корпоративного управління підприємствами уможливило висновок про її перспективність, що пов’язується з законодавчим розв’язанням виділених проблемних аспектів і саморозвитком на основі впровадження пропонованих норм кодексу корпоративного управління.

**21**. Доведено, що конкретні шляхи зростання вартості підприємств реалізуються у виділених формах управління, вибір яких доцільно здійснювати виходячи з місця підприємства на ринку, ознак галузі, стану активів і пасивів, а управлінські дії мають спрямовуватися на максимізацію величин визначених типів вартості, характерних для кожної з форм управління.

**22**. Аргументовано, що раціоналізацію структури капіталу підприємств доцільно проводити використовуючи пропоновані значення індикаторів фінансового стану та обґрунтовані раціональні зміни у його структурі. Доведено, що для визначення порівняної ефективності шляхів злиття підприємств і розвитку промислово-фінансових груп доцільно застосовувати установлені специфічні модифікації вартісного розриву та відповідні ним способи розрахунку грошових вигод акціонерів, а при встановленні холдингового контролю – розроблені методи оцінки ефектів від зменшення об’єкту придбання, економії витрат на злиття, використання фінансового важеля.

27

**23**. Обґрунтовано доцільність реорганізації підприємств за вартісним критерієм з використанням визначених умов ефективного поділу, які базуються на вартісних оцінках виділених типів підприємств. Розкрито доцільність застосування пропонованої оціночної моделі “еталонного” підприємства, а також багатоваріантного коригування грошових потоків на розмір боргів і оцінки майбутньої вартості виділених підприємств за різноманітних умов погашення заборгованості. Установлено необхідність урахування того, що зміна організаційних структур підприємств при їх невідповідності існуючому зовнішньому оточенню має здійснюватися на базі інвестиційної вартості або вартості земельної ділянки. Аргументовано можливість реструктуризації життєздатних підприємств на основі пропонованого рішення задачі оптимізації структури їх активів і пасивів за критерієм вартості з урахуванням пріоритетності бізнес-ліній різних типів.

**24**. Визначено, що управління постійними активами підприємств має здійснюватися у відповідності із виділеними етапами реструктуризації й вирішувати притаманні ним завдання та функції, а також ураховувати визначені особливості розпорядження зайвими активами, що дозволяє реалізувати специфічні цілі управління на підставі ранжування ліквідності окремих елементів майна підприємств. Установлено доцільність вибору способів управління активами підприємств в процесі реструктуризації із застосуванням визначених процедур, що відповідають альтернативним методам розпорядження майном, урахуванням пропонованих характеристик активів і використанням розробленого алгоритму статистичного прогнозування вартості об’єктів промислової нерухомості.

**ПУБЛІКАЦІЇ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

**Монографії**:

1. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств. Монографія. – К.:КНЕУ, 2002. - 272 с. – 13,0 д.а.
2. Оценка имущества и имущественных прав в Украине. Монография / Н.Лебедь, А.Мендрул, В.Ларцев, С.Скрынько, Н.Жиленко, В.Пашков / Под ред. Н.Лебедь. – К.:ООО «Информационно-аналитическая фирма «Принт-Экспресс», 2002. – 688с. – 40,0 д.а. (особисто здобувачем написано § 2.1-2.4, 2.6 гл.2 «Теоретико-методологические основы оценки», § 3.1-3.4, 3.8 гл. 3 «Оценка зданий и сооружений», § 8.2,8.3 гл. 8 «Методика оценки нематериальных активов», гл. 10 «Оценка стоимости предприятий» загальним обсягом 9,0 д.а.).

**Публікації у наукових фахових виданнях**:

28

1. Мендрул О.Г. Моделювання вторинного ринку промислової нерухомості // Вчені записки: Наук. збірник. Вип. 1 / Відп. ред. В.С. Савчук. – К.:КНЕУ, 1998. – С.102-106. – 0,5 д.а.
2. Мендрул О.Г. Оцінка гудвілу // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2000. - №3. – С.49-51. – 0,4 д.а.
3. Мендрул О.Г. Оцінка вартості деяких видів нематеріальних активів підприємств // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2000. - №4. – С.69-71. – 0,4 д.а.
4. Мендрул О., Кальніченко Л. Технологічна реструктуризація підприємств // Економіка України. – 2000. - №8. – С.15-21. – 0,8 д.а. (особисто здобувачем обгрунтовано цілі, зміст етапів, функції управління та способи розпорядження постійними активами підприємств під час їх реструктуризації загальним обсягом 0,3 д.а.).
5. Бондар О., Мендрул О. До питання про тенденції зміни вартості підприємств у контексті приватизації // Економіка України. – 2000. - №9. – С.4-14. – 0,8 д.а. (особисто здобувачем досліджено тенденції змін сукупної вартості підприємств загальним обсягом 0,4 д.а.).
6. Кальніченко Л., Мендрул О. Реструктуризація підприємств в умовах становлення ринкового середовища // Економіка України. – 2000. - №10. – С.27-33. – 0,6 д.а. (особисто здобувачем проведено порівняльну оцінку організації діяльності ринковоорієнтованих та постсоціалістичних підприємств загальним обсягом 0,1 д.а.).
7. Мендрул О.Г. Індикатори фінансового стану вітчизняних промислових підприємств // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2000. - №11. – С.75-80. – 0,9 д.а.
8. Чечетов М., Мендрул О. Корпоративне управління в умовах економічної трансформації // Економіка України. – 2001. - №4. – С.10-18. – 0,8 д.а. (особисто здобувачем виділено та проаналізовано чинники формування національної моделі корпоративного управління загальним обсягом 0,5 д.а.).
9. Гришан Ю.П., Мендрул О.Г. Концептуальні засади управління державними корпоративними правами // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2001. - №4. – С.44-48. – 0,8 д.а. (особисто здобувачем розроблено методичні засади аналізу системи управління державними корпоративними правами загальним обсягом 0,3 д.а.).
10. Мендрул О.Г. Вартість підприємств: порівняльна оцінка // Стратегія економічного розвитку України: Наук. зб. – Вип. 5 /Відп. ред. О.П. Степанов. – К.: КНЕУ, 2001. – С.253-260. – 0,7 д.а.
11. Мендрул О.Г. Інвестиційна привабливість і приватизація енергопостачальних компаній // Стратегія економічного розвитку України: Наук. зб. – Вип. 6 /Відп. ред. О.П. Степанов. – К.: КНЕУ, 2001. – С.124-131. – 0,5 д.а.
12. Мендрул О. Стан і перспективи первісного нагромадження капіталу // Економіка України. – 2001. - №7. – С.8-15. – 0,7 д.а.
13. Мендрул О.Г. Особливості технічного і фундаментального інвестиційного аналізу акцій українських підприємств // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2001. - №12. – С.40-45. – 0,6 д.а.
14. Мендрул О.Г. Вартість підприємств: бази оцінки // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2002. - №3. – С.44-48. – 0,5 д.а.

29

1. Кальніченко Л., Неустроев О., Мендрул О. Реструктуризація українських трубних підприємств в контексті світових тенденцій // Економіка України. – 2002. - №3. – С.29-35. – 0,6 д.а. (особисто здобувачем визначено методичні підходи до оцінки світових тенденцій реструктуризації підприємств трубної галузі загальним обсягом 0,1 д.а.).
2. Мендрул О. Роль фондового ринку у формуванні вартості підприємств // Ринок цінних паперів України. – 2002. - №5-6. – С. 27-31. – 0,4 д.а.
3. Мендрул О. Природа корпоративних конфліктів // Ринок цінних паперів України. – 2002. - №7-8. – С. 27-33. – 0,5 д.а.
4. Мендрул О.Г. Методологічні особливості оцінки вартості підприємств в умовах економічної трансформації // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2002. - №9. – С.56-59. – 0,4 д.а.
5. Мендрул О.Г. Вартісні параметри ефективності формування промислово-фінансових груп // Вчені записки: Наук. збірник. Вип. 4 / Відп. ред. В.С. Савчук. – К.:КНЕУ, 2002. – С.99-102. – 0,3 д.а.
6. Мендрул О.Г. Реструктуризація підприємств на основі вартості // Стратегія економічного розвитку України: Наук. зб. – Вип. 11 (4) /Голов. ред. О.П. Степанов. – К.: КНЕУ, 2002. – С.149-154. – 0,4 д.а.
7. Мендрул О. Корпоративне управління: усталені характеристики та особливості їх реалізації в національній моделі // Ринок цінних паперів України. – 2002. - №9-10. – С. 51-58. – 0,5 д.а.

**Навчальні посібники**:

1. Лебедь Н.П., Мендрул О.Г. Практическое пособие по экспертной оценке предприятий. – К.: Фонд государственного имущества Украины. Консалтинговые фирмы «Легалис-Эксперт», «Эксперт-Л», 1996. – 280 с. – 15,0 д.а. (особисто здобувачем написаний вступ, гл. 1 «Оценка по доходу», гл. 2 «Метод аналогов продаж», гл.4 «Оценка целесообразности приобретений», додатки 6-9 загальним обсягом 9,5 д.а.).
2. Мендрул О.Г., Шевчук І.А. Ринок цінних паперів. Навч.посібник. – К.:КНЕУ, 1998. – 152с. – 10,0 д.а. (особисто здобувачем написано розд.1 “Організаційно-правові засади функціонування ринку цінних паперів”, розд. 2 “Інструменти ринку цінних паперів”, розд. 3 “Оцінка цінних паперів” загальним обсягом 7,0 д.а.).
3. Мендрул О.Г., Павленко І.А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами. Навч. посібник. Вид. 2-ге, допов. та перероб. – К.:КНЕУ, 2000. – 156с. – 10,0 д.а. (особисто здобувачем написано част.1 “Організаційно-правові засади функціонування фондового ринку”, част. 2 “Інструменти фондового ринку”, част. 3 “Інвестиційний аналіз цінних паперів” загальним обсягом 7,0 д.а.).
4. Учебное пособие для подготовки к сдаче квалификационного экзамена по экспертной оценке имущества, недвижимости, имущественных прав, бизнеса, техники и оборудования (категории А,В,С) / А.Мендрул, Ф.Пузий, И.Галкин, С.Скрынько, А.Драпиковский, И.Иванова / Под ред. А.Мендрула. – К.:Консалтинговая фирма «Эксперт-Л», 2000. – 323с.- 18,0 д.а. (особисто здобувачем написано розд.1 «Методология оценки», розд. 2 «Оценка недвижимости», розд. 4 «Оценка предприятий» загальним обсягом 11,0 д.а.).
5. Лебідь Н.П., Мендрул О.Г. Основи оцінки в Україні // Оцінка майна в Україні. Нормативна та методична база. – К.:Міжнародний центр приватизації, інвестицій та менеджменту, 1997. – С.77-171. – 5 д.а. (особисто здобувачем розроблено методичні підходи до оцінки вартості підприємств дохідним і порівняльним методами, а також до обгрунтування доцільності придбання підприємств загальним обсягом 4,0 д.а.).

30

**Довідники**:

1. Справочное пособие о порядке подготовки и сбора информации для различных видов экспертной оценки объектов приватизации, акционирования, отчуждения, залога и аренды / Н.Кравцова, В.Ларцев, Н.Лебедь, А.Мендрул, С.Скрынько / Под ред. Н.Лебедь. – К.: ООО «Учебно-консалтинговый центр «Эксперт-Л», 2001. – 161с. – 20 д.а. (особисто здобувачем підготовлено розд.1 «Информация для экспертной оценки необоротных активов предприятия для определения стоимости уставного фонда при приватизации (корпоратизации), розд.3 «Информация для экспертной оценки пакетов акций, принадлежащих государству», розд. 5 «Информация для экспертной оценки ЦИК (объекты групп А,Г,Ж) » загальним обсягом 2,0 д.а.).
2. Скринько С.Л., Галкін І.А., Мендрул О.Г. Довідник про аналоги продажу будівель і споруд під час приватизації в Україні . – К.: Консалтингова фірма “Експерт-Л”, 1998. – 66с. – 3,0 д.а. (особисто здобувачем розроблено методику моделювання вартості нерухомості загальним обсягом 0,3 д.а.).

**Брошури**:

1. Коментар до методичних рекомендацій по експертній оцінці пакетів акцій, що належать державі / Бондар О.М., Лебідь Н.П., Мендрул О.Г., Ларцев В.С., Галкін І.А. – К.: Консалтингова фірма “Експерт-Л”, 1996. – 60с. – 3,0 д.а. (особисто здобувачем написано розд.4 “Прогноз діяльності підприємства”, розд. 5 “Оцінка пакету акцій” загальним обсягом 1,6 д.а.).
2. Мендрул А.Г., Лисовой В.П., Ларцев В.С. Методические рекомендации по созданию акционерных обществ в процессе приватизации в Украине. – К.: Украинский союз промышленников и предпринимателей. Консалтинговые фирмы «Легалис-Эксперт», «Эксперт-Л», 1997. –79с. – 4,0 д.а. (особисто здобувачем підготовлено методичні вказівки з роботи комісії по приватизації, інвентаризації та оцінки майна загальним обсягом 0,5 д.а.).

**Публікації в інших наукових і методичних виданнях**:

1. Мендрул О.Г. Оцінка вартості підприємств у контексті реструктуризації // Український інвестиційний журнал “Welcome”. – 1998. – №11-12. – C.40-42. - 0,2 д.а.
2. Мендрул О.Г. Проблеми оцінки підприємств, що приватизуються // Ефективність реформування української економіки: Зб. наук. пр. / НАН України, Інститут економіки. Відп. ред. М.Герасимчук. – К.,1999. – С.86-89. – 0,2 д.а.
3. Мендрул А.Г., Галкин И.А. Система анализа финансовой деятельности предприятия // Корпоративные системы. – 2001. - №1. – С. 29-32. – 0,3 д.а. (особисто здобувачем поставлено економічну задачу програмування системи оцінки фінансового стану підприємств загальним обсягом 0,1 д.а.).
4. Плани семінарських і практичних занять з курсу “Ринок цінних паперів” для магістрів ділової адміністрації за фахом “Інвестиційний менеджмент і приватизація” / Укл.: О.Г.Мендрул, І.А.Шевчук. – К.: КНЕУ, 1995. – 9с. – 0,3 д.а. (особисто здобувачем розроблено розд. 2 “Управління інвестиційним портфелем” загальним обсягом 0,1 д.а.).

31

1. Методичні вказівки з курсу “Ринок цінних паперів” за програмою магістерської підготовки “Інвестиційний менеджмент і приватизація” для студентів усіх форм навчання / Укл. : О.Г.Мендрул, І.А. Шевчук. – К.:КНЕУ, 1996. – 14с. – 0,6 д.а. (особисто здобувачем розроблено розд. 1 “Організаційно-правові засади функціонування ринку цінних паперів”, розд. 2 “Види цінних паперів”, розд. 3 “Операції з цінними паперами” загальним обсягом 0,4 д.а.).
2. Організаційно-методичні матеріали з вивчення курсу “Економіка й організація діяльності фірми” для студентів спеціальностей “Економіка підприємства” і “Ділове планування” усіх форм навчання / Укл. : Г.О. Швиданенко, С.Ф. Покропивний, О.С. Федонін, О.Г.Мендрул. – К.:КНЕУ, 1999. – 20с. – 1,0 д.а. (особисто здобувачем розроблено тему 6 “Обгрунтування інноваційно-інвестиційних програм діяльності й розвитку фірм”, тему 9 “Оцінка та напрями підвищення результативності функціонування різнотипових фірм” загальним обсягом 0,1 д.а.).
3. Мендрул О.Г. Методичні вказівки з вивчення дисципліни “Управління цінними паперами підприємства” // Магістерські програми. Економіка підприємства: Програма “Інвестиційний менеджмент”. 2000/01 навч. рік. Ч. 2 // Кол. авт. під ред. Г.О.Швиданенко. – К.: КНЕУ, 2000. – С.166-188. – 1,2 д.а.
4. Мендрул О.Г., Шевчук Н.В. Методичні вказівки з вивчення дисципліни “Управління капіталом підприємства” // Магістерські програми. Нормативні дисципліни: “Фінансовий менеджмент”, “Менеджмент персоналу”, “Міжнародний менеджмент”, “Стратегічне управління”. 2000/01 навч. рік. Ч. 1. – К.: КНЕУ, 2000. – С.100-126. – 1,8 д.а. (особисто здобувачем розроблено тему 1 «Менеджмент та оптимізація структури капіталу підприємства», тему 2 «Управління активами» та відповідні цим темам практичні завдання загальним обсягом 0,4 д.а.).
5. Мендрул О.Г. Рейтингова оцінка інвестиційних якостей акцій // Управління організацією: діагностика, стратегія, ефективність. Матеріали IV Всеукраїнської науково-практичної конференції. 26-27 березня 1998р. – Київ-Трускавець, НТТУ “КПІ”, ДДПУ, 1998. –С.102-103. – 0,1 д.а.
6. Мендрул О.Г. Особливості ціноутворення на підприємства, що приватизуються // Маркетинг: теорія і практика. Матеріали ІІ міжнародної науково-практичної конференції. 16-17 квітня 1998р. – К.:КНЕУ, 1998. – С.118-119. – 0,1 д.а.
7. Мендрул О.Г. Корпоративна культура в управлінні підприємствами // Теорія і практика управління організацією з погляду тисячоліть. Матеріали VIII Міжнародної науково-практичної конференції. 24-26 травня 2001р. – К.: Політехніка, 2001. – С.161-162. – 0,1 д.а.

**АНОТАЦІЯ**

Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: теоретичні та практичні аспекти – Рукопис.

32

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.06.01 – “Економіка, організація і управління підприємствами”. – Київський національний економічний університет. Міністерство освіти і науки України. Київ, 2003.

Дисертація присвячена дослідженню теоретичних і практичних аспектів управління вартістю підприємств. Обґрунтовано концептуальні засади управління вартістю підприємств в період первісного нагромадження капіталу та становлення фондового ринку, запропоновано методичні рекомендації з оцінки вартості. Досліджено узагальнюючі тенденції зміни вартості й визначено характер впливу іноземних інвестицій на вартість підприємств. Проведено оцінку дієвості державного регулювання вартості підприємств в процесі приватизації та у післяприватизаційний період і обґрунтовано теоретичні аспекти розвитку та практичні напрямки вдосконалення національної моделі корпоративного управління підприємствами. Запропоновано шляхи підвищення ефективності трансформації підприємств у ринковоорієнтовані структури, що відповідають різним формам управління вартістю.

Ключові слова: економічна трансформація, управління, вартість, вартісний менеджмент, модель корпоративного управління, управління вартістю підприємств, реструктуризація, ефективність.

**АННОТАЦИЯ**

Мендрул А. Г. Управление стоимостью предприятий: теоретические и практические аспекты – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.06. 01 – “Экономика, организация и управление предприятиями”. – Киевский национальный экономический университет. Министерство образования и науки Украины. Киев, 2003.

Диссертация посвящена исследованию теоретических и практических аспектов управления стоимостью предприятий. Обоснованы концептуальные принципы управления стоимостью предприятий в период первоначального накопления капитала и становления фондового рынка, предложены методические рекомендации по оценке стоимости. Исследованы обобщающие тенденции изменения стоимости и определен характер влияния иностранных инвестиций на стоимость предприятий. Проведена оценка действенности государственного регулирования стоимости предприятий в процессе приватизации и в послеприватизационный период и обоснованы теоретические аспекты развития и практические направления усовершенствования национальной модели корпоративного управления предприятиями. Предложены пути повышения эффективности трансформации предприятий в рыночноориентированные структуры, которые соответствуют различным формам управления стоимости.

Ключевые слова: экономическая трансформация, управление, стоимость, стоимостной менеджмент, модель корпоративного управления, управление стоимостью предприятий, реструктуризация, эффективность.

**SUMMARY**

33

Mendrul А. H. Management of value of the enterprises: theoretical and practical aspects – Manuscript.

The dissertation on competition of a scientific degree of the doctor of economic sciences on a specialty 08.06. 01 - " Economy, organization and management of the enterprises ". - Kiev national economic university. Ministry of education and sciences of Ukraine. Kiev, 2003.

The dissertation is devoted to research of problems of restructuring of the enterprises and ways of increase of its efficiency. The features of restructuring of the enterprises in conditions of modern development of market environment are investigated, the models of restructure and methodological approaches to an estimation of its efficiency are reasonable.

The dissertation is devoted to a research of theoretical and practical aspects of management of value of the enterprises. The conceptual principles of management of value of the enterprises are justified during initial accumulation of the capital and becoming of the stock market, the recommendations for an evaluation of cost are offered. The generalizing tendencies of a modification of an aggregate cost of the enterprises are investigated and the character of influence of the foreign investments for value of the enterprises is determined. The evaluation of an effectiveness of state regulation of value of the enterprises is conducted during privatization and in postprivatization period and the theoretical aspects of development and practical directions of improvement of a national model of corporate management of the enterprises are justified. The paths of efficient increase of transformation of the enterprises in market structure in various models of restructuring are offered.

The determined performances of management of value of the enterprises are considered as philosophy of management embodied in realization of the priority task - magnification of value of the enterprises, coordinates with strategic innovational development, that be realized in conditions of significant indeterminacy, is accompanied by re-structuring in the correspondence with cost parameters and is carried out within the framework of corporate management model.

Is justified, that internal management of value should be subject to process of creation of cost and is determined as a complicated system, that contains corporate, business and functional levels, for which characteristic specific orbs of management. The purposes of management of value, elements of cost management and priority in management types of value of the enterprises are established.

The main indications of current and anticrisis management of value of the enterprises - first are revealed is directed on a diminution of deviations of current significances of value types from the scheduled magnitudes, and anticrisis - will precede to reaching of cost a critical point, which determination is expedient for basing to account of magnitudes on the basis of cost, characteristic of different levels of management, in conditions of increased risks. The contents of the factors of shaping of value of the enterprises is uncovered which are classified on indications of a character of influence on value, method of creation of value, possibility of a management on the part of the managers, directedness and duration of an operation, place of manifestation of cost, character of innovations, which form value, and are appreciated by the market. The selection of the factors of shaping of value has allowed justifying key parameters of management, by which the interests of the interested faces, time, factors of production, elements of money streams, risk are referred.

The research of the mechanism of state regulation of value of the enterprises has shown, that it does not function as the thought over control system, will be realized in conditions of the contradictory and unforeseen economic policy, confluence of state institutes with business, significant inflationary expectations, high level monopolization of economy, incompleteness of initial accumulation of the capital, high investment, credit and economic risks. The evaluation of a condition and perspectives of processes of privatization with engaging of the foreign investments as element of state management of value (on materials of the enterprises of power branch) has allowed to make a conclusion that the privatization is accompanied by modifications in conditions of operation in the market of private energy supply companies granting by him of competitive advantages on a comparison with other subjects of managing, and the terms of sale take into consideration first of all interests of the buyers and are slightly associated with problems of power safety of country. As an outcome, the fundamentals of cost growth of the investigated enterprises owing to an operation of distribute factors are mortgaged, instead of due to effective internal management of value.

34

The outcomes of a research of the tendencies of a modification of an aggregate value of the enterprises allow to assert, that the non-material assets, and especially important for creation of value their part - objects of the intellectual property - noticeable role in shaping of value of the enterprises do not play, the fixed capital assets do not accept rigorous participation in shaping of value in connection with a critical level of their wear and unfunctioning, the investment of the decisive installment in increase of an aggregate value of the enterprises does not make. In a structure of an aggregate value of the enterprises the share of the enterprises of raw branches will increase and accordingly to installment of final productions but share of the enterprises oriented on the consumer market will reduce. The evaluation of a condition of the factors of production and components of money streams testifies to lowering an aggregate value of the enterprises in 1991-2000, which is accompanied by redistribution of cost from effectively working to parasite productions, for want of which the innovational and investment activity does not influence value essentially, and structure of an aggregate value not rational.

The expediency of restructuring of the enterprises in the correspondence with a cost criterion using of the certain conditions of effective separation is justified which is based on cost evaluations of chosen types of the enterprises. The expediency of application of an offered estimated model of the "standard" enterprise, and also multialternative correcting of money streams on a size of the debts and evaluation of future cost of the chosen enterprises for want of diverse conditions of debt servicing is uncovered. The necessity of the account is established that the modification of organizational structures of the enterprises for want of their discordances to an external environment should be carried out on basis of investment cost or cost of the ground area.

Key words: economic transformation, management, value, value-based management, model of corporate management, shareholder value concept, restructuring, efficiency.

Для заказа доставки данной работы воспользуйтесь поиском на сайте по ссылке: <http://www.mydisser.com/search.html>