

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України № 975 від 11.07.2019). Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292. Ефективна економіка. 2024. № 7.

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2024.7.18>

УДК 658.14/.17:005.336.4

T. M. Kovalchuk,

*д. е. н., професор, завідувач кафедри обліку, аналізу і аудиту,
Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6951-6609>*

A.I. Verhun,

*к. е. н, доцент кафедри обліку, аналізу і аудиту,
Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-7521-3241>*

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ НЕФІНАНСОВИХ ФАКТОРІВ ЗРОСТАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

T. Kovalchuk,

*Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Department of Accounting,
Analysis and Audit, Chernivtsi National Yury Fedkovich University*

A. Verhun,

*PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Accounting, Analysis
and Audit, Chernivtsi National Yury Fedkovich University*

METHODICAL APPROACHES TO ANALYZING NON-FINANCIAL FACTORS OF ENTERPRISE VALUE GROWTH

Стаття присвячена аналізу нефінансових факторів збільшення вартості підприємства та вдосконаленню методичних підходів до їх оцінки. Розглянуто ключові нефінансові фактори, такі як людський капітал, структурний капітал, реляційний капітал та інноваційний капітал. Проаналізовано методи оцінки вартості підприємства, які враховують нефінансові фактори. Запропоновано підхід до побудови інтегрального показника впливу нефінансових факторів на вартість підприємства, який базується на оцінці чотирьох компонентів: людського, структурного, реляційного та інноваційного капіталів. Для кожного компонента визначено набір релевантних індикаторів. Розглянуто проблеми, пов'язані з побудовою такого інтегрального показника, зокрема суб'єктивність вибору ваг, зміну впливу факторів з часом, взаємозв'язок між факторами, галузеві особливості. Запропоновано шляхи вирішення цих проблем, включаючи використання методів багатокритеріального аналізу та економетричних моделей.

An important sign of successful business development and the increase in the potential for obtaining more profit from investments in the future is an increase in the value of the enterprise. The increase in value provides the enterprise with a number of advantages that collectively increase its investment attractiveness. A higher cost provides better access to capital, that is, the ability to attract new investments and loans on favorable terms to finance your growth and expansion.

Unlike financial indicators, non-financial factors do not have a direct expression in the company's financial statements, but they significantly affect the future financial results and prospects of business development, and therefore, its value. Therefore, they must be taken into account when estimating the value of the enterprise. So the research aims to propose directions for improving the methodical approach to their analysis based on the systematization of non-financial factors of increasing the value of the enterprise.

The article is devoted to the analysis of non-financial factors of increasing the value of the enterprise and the improvement of methodical approaches to their

assessment. Key non-financial factors such as human capital, structural capital, relational capital and innovation capital are considered. The methods of estimating the value of the enterprise, which take into account non-financial factors, are analyzed. An approach to building an integral indicator of the influence of non-financial factors on the value of the enterprise is proposed, which is based on the assessment of four components: human, structural, relational and innovative capital. A set of relevant indicators is defined for each component. The problems related to the construction of such an integral indicator are considered, in particular, the subjectivity of the choice of weights, the change in the influence of factors over time, the relationship between factors, and industry specifics. Ways to solve these problems are proposed, including the use of methods of multicriteria analysis, econometric models, methods of fuzzy logic.

Ключові слова: *аналіз вартості підприємства, нефінансові фактори, людський капітал, реляційний капітал, структурний капітал, інноваційний капітал.*

Keywords: *enterprise value analysis, non-financial factors, human capital, relational capital, structural capital, innovation capital.*

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями.

Важливою ознакою успішного розвитку бізнесу та зростаючого потенціалу отримання більшого прибутку від інвестицій у майбутньому є збільшення вартості підприємства. Збільшення вартості надає підприємству ряд переваг, що у сукупності підвищують його інвестиційну привабливість. Так, вища вартість забезпечує кращий доступ до капіталу, тобто збільшує можливості залучення нових інвестицій та кредитів на вигідних умовах для фінансування свого зростання та розширення. У збільшенні вартості зацікавлені власники (акціонери), оскільки вона означає зростання ринкової капіталізації (вартості акцій на ринку), а у випадку злиття чи продажу вища вартість забезпечує власникам більший дохід. Вища вартість підвищує гудвіл і репутацію підприємства, що полегшує залучення

кращих кадрів, укладання вигідних угод, збільшує впізнаваність бренду. Тобто утворюється ряд додаткових конкурентних переваг, відкриваються нові можливості для розвитку підприємства та збільшується багатство його власників. Тому максимізація вартості є одним з ключових завдань для більшості компаній. Відтак важливою є правильна оцінка усієї сукупності факторів, що впливають на зростання вартості підприємства. З одного боку, вона залежить від розуміння механізму впливу цих факторів, а з іншого, - від методичних підходів, що застосовуються для їх аналізу. Аналіз вартості підприємства є важливим інструментом для оцінки фінансової спроможності та потенціалу компанії. Він дозволяє власникам, інвесторам та кредиторам зрозуміти реальну цінність бізнесу, приймати рішення про купівлю, продаж або злиття, визначити справедливую ціну угоди. Потенційні інвестори використовують результати аналізу для прийняття рішень щодо вкладень, а керівництво - для визначення перспектив розвитку бізнесу. Оцінка вартості підприємства допомагає також справедливо розподілити активи серед кредиторів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання зростання вартості підприємств досліджувалися у працях таких вчених як Пітер Друкер [2], Тім Коллер [3], Генрі Мінцберг [4], Майкл Портер [5], Альфред Раппапорт [6], Генрі Саймон [7], Джоел Стерн, Джон С. Шиелі [8] та інші.

У їх працях досліджувались системи показників оцінки вартості бізнесу, питання ідентифікації та використання факторів вартості, проблеми управління витратами, взаємозв'язок стратегій і вартості, способи вимірювання створеної вартості тощо.

На відміну від фінансових показників, нефінансові фактори не мають прямого вираження у фінансовій звітності підприємства, проте вони значно впливають на майбутні фінансові результати та перспективи розвитку бізнесу, а отже, і на його вартість. Тому їх обов'язково потрібно враховувати при оцінці вартості підприємства.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Мета дослідження - на основі систематизації нефінансових факторів збільшення вартості

підприємства запропонувати напрямки вдосконалення методичного підходу до їх аналізу.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Фінансовий аналіз надає інструменти оцінки умов діяльності підприємств. Він забезпечує аналітичною інформацією управління активами, прибутковістю, платоспроможністю підприємств. З одного боку, фінансовий аналіз визначає підсумок, результати діяльності, а з іншого – на основі нього здійснюється фінансовий прогноз, що забезпечує перехід між різними етапами фінансового менеджменту. Таким чином, він займає важливе місце в системі управління, проте слід зазначити ряд проблемних питань, пов'язаних з практичною реалізацією фінансового аналізу. Інформаційна база фінансового аналізу ґрунтується на історичних даних з різним ступенем статичності (динамічності), як наприклад, власний капітал та чистий прибуток. Результати аналізу таких даних для менеджменту можуть виявитись незадовільними в умовах швидких змін.

Збільшення вартості підприємства є одним із важливих завдань менеджменту. Його вирішення досягається шляхом комплексного аналізу як фінансових, так і нефінансових факторів впливу. Фінансові фактори широко вивчаються у рамках фінансового аналізу, знаходять своє відображення у багатьох моделях, що пов'язано значною мірою із доступністю відповідної інформації, проте вони визначають переважно короткострокову ефективність бізнесу. Натомість нефінансові фактори, які відображають суть глибинних процесів, що призводять до тих чи інших фінансових результатів, розглядаються як фактори довгострокової дії. Звідси очевидна обмеженість фінансового аналізу, що проводиться на основі дослідження фінансових факторів зростання вартості підприємства.

З різних видів вартості підприємства, на які найбільше впливають нефінансові фактори, є інвестиційна вартість. Згідно Міжнародних стандартів оцінки [9] інвестиційна вартість - це вартість конкретного власника або потенційного власника, виходячи з індивідуальних інвестиційних або

операційних критеріїв. Згідно Національного стандарту № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав" інвестиційна вартість - вартість, визначена на базі доходу для конкретного інвестора [10]. На відміну від ринкової вартості інвестиційна вартість - це суб'єктивна оцінка цінності підприємства або активу для конкретного інвестора з його індивідуальними цілями інвестування, вимогами до доходності, терміну володіння, схильністю до ризику тощо. Іншими словами, інвестиційна вартість відображає корисність і привабливість інвестицій в дане підприємство для певного інвестора з його специфічними очікуваннями та критеріями прийняття рішень. Інвестиційна вартість визначається більшою мірою майбутнім потенціалом підприємства, ніж її поточними фінансовими результатами. На відміну від неї, ринкова вартість більше залежить від фінансових показників, а відновна (залишкова) вартість розраховується виключно на основі вартості активів. На інвестиційну ж вартість значно більше впливають нефінансові чинники, ніж фінансові (рис.1).

Нефінансові фактори	Фінансові фактори
<p><i>Операційні</i> Масштаб діяльності та виробничі потужності. Ефективність бізнес-процесів та постачання. Якість продукції (послуг) та рівень обслуговування. Продуктивність праці та кваліфікація персоналу.</p>	<p>Прибуток і рентабельність. Структура капіталу та фінансова стійкість. Грошові потоки та їх стабільність. Ліквідність. Ефективність управління активами і витратами.</p>
<p><i>Управлінські</i> Якість менеджменту та корпоративного управління. Стратегія розвитку та плани зростання. Репутація та імідж підприємства. Ефективність маркетингу та збуту.</p>	
<p><i>Ринкові</i> Конкурентне середовище та частка ринку. Стадія життєвого циклу продукту (послуги). Потенціал для зростання галузі та попиту. Ступінь диверсифікації ринків збуту.</p>	
<p><i>Нематеріальні активи</i> Інтелектуальна власність (патенти, ноу-хау). Лояльність клієнтів та сила бренду. Людський капітал та організаційна культура.</p>	
<p><i>Зовнішні фактори</i> Макроекономічна ситуація та ринкова кон'юнктура. Політичні, регуляторні та законодавчі ризики. Технологічні зміни та інновації в галузі. Екологічні та соціальні фактори.</p>	

Рис. 1. Фактори впливу на вартість підприємства

Серед фінансових факторів, що дозволяють ефективно передбачати фінансові ризики підприємств є ліквідність, що в найширшому розумінні означає здатність погашення боргів. Ступені ліквідності, представлені відповідними показниками (від поточної ліквідності до абсолютної ліквідності) визначають певну терміновість погашення поточних зобов'язань, що впливає із природньої оборотності оборотних активів. Остання сама по собі є фактором ефективності використання майна. Вона відображає стан поточної операційної спроможності підприємства та рівня управління майном. Ефективність використання різних видів активів пов'язана як з платоспроможністю, так і прибутковістю. Поглиблений аналіз ділової активності допомагає менеджерам, кредиторам, інвесторам краще зрозуміти наслідки політики управління платоспроможністю, прибутковістю та отримати всебічну достовірну оцінку ефективності бізнесу загалом. Ключовими показниками виступають коефіцієнти оборотності активів (у тому числі в розрізі їх видів).

Основним критерієм успішності функціонування підприємства є стабільний прибуток. Тому аналіз прибутку узагальнює результативність основної діяльності. Він становить значний інтерес як для інвесторів так і для кредиторів, менеджерів тощо. Комплексний аналіз прибутковості ґрунтується переважно на показниках операційних, інвестиційних та фінансових доходів та витрат.

Важливим показником є здатність підприємства до зростання в ході своєї діяльності. Підвищення опірності в середовищі ризиків та конкуренції, масштабування виробництва, постійне впровадження технологічних інновацій, наявність концепції довгострокового розвитку є запорукою виживання та стійкості підприємства в умовах непередбачуваних ринкових змін. Здатність підприємства до зростання переважно оцінюється темпами зростання доходу, активів та прибутку.

Що ж стосується нефінансових факторів, то ключовими серед них є репутація та імідж бренду (сильний бренд забезпечує лояльність клієнтів, дозволяє збільшувати продажі та ціни); якість та інноваційність продукції

(вища якість та інновації розширюють ринок збуту та конкурентні переваги); людський капітал, кваліфікація та мотивація персоналу (компетентні й зацікавлені працівники працюють продуктивно); організаційна культура (сильна корпоративна культура сприяє ефективній роботі та утриманню талантів); технологічне оснащення (новітні технології дозволяють оптимізувати виробництво та знизити витрати); ланцюжки постачання (ефективні ланцюжки постачання скорочують витрати і підвищують гнучкість); якість менеджменту та корпоративне управління, управлінські процеси (раціональні процеси прийняття рішень та управління підвищують ефективність). Тому при оцінці бізнесу слід враховувати не лише фінансові показники, але й ключові нефінансові активи та можливості підприємства.

Для оцінки вартості підприємства використовується широкий набір методів. Серед них: дохідні методи (метод дисконтованих грошових потоків (DCF), метод капіталізації доходів, метод економічної доданої вартості (EVA)); майнові методи (метод чистих активів, метод ліквідаційної вартості); ринкові методи (метод ринку капіталу, метод угод або продажів, метод галузевих мультиплікаторів); опційні методи (метод реальних опціонів, біноміальна модель); змішані методи (метод надлишкових прибутків, метод залишкової вартості).

З наведених методів оцінки вартості підприємства можна виділити ті, за допомогою яких прямо або опосередковано досліджуються саме нефінансові фактори. Так у методі дисконтованих грошових потоків (DCF) використовуються показники майбутніх грошових потоків, для прогнозування яких беруться до уваги такі нефінансові фактори, як конкурентне середовище, потенціал галузі, ефективність операційних процесів, репутація тощо. Ці фактори впливають на прогнозовані обсяги продажів, витрати, необхідні інвестиції.

У методі надлишкових прибутків для оцінки гудвілу при капіталізації надлишкових прибутків враховуються нематеріальні активи підприємства (бренд, лояльність клієнтів, інтелектуальна власність тощо), які генерують ці надлишкові прибутки.

За допомогою методу реальних опціонів аналізується стратегічна гнучкість підприємства в майбутньому, яка залежить від таких нефінансових факторів як управлінські здібності, організаційна культура, інноваційність тощо.

Для методу угод (продажів) при виборі підприємств-аналогів для порівняння, окрім фінансових показників, враховуються нефінансові чинники - стадія життєвого циклу, стратегії розвитку, володіння ключовими активами тощо.

Окрім того, існують спеціальні методи, безпосередньо засновані на оцінці певних нефінансових факторів: методи вартісної оцінки брендів, людського капіталу, інтелектуальної власності; методи оцінки вартості на основі збалансованої системи показників (BSC), які інтегрують фінансові та нефінансові показники.

Таким чином, сучасні методи оцінки вартості бізнесу намагаються всебічно врахувати як фінансові, так і нефінансові чинники, які забезпечують створення вартості для підприємства у довгостроковій перспективі.

Розглянемо підходи до оцінки вартості підприємства у розрізі різних нефінансових факторів.

Одним з найважливіших нематеріальних активів, що впливає на вартість підприємства та його конкурентоспроможність є людський капітал, який представляє сукупність знань, навичок, досвіду, здібностей та мотивації працівників підприємства. При чому у контексті створення вартості підприємства його часто розглядають як основний нефінансовий фактор. Аналіз людського капіталу дозволяє оцінити ефективність управління персоналом та визначити напрямки його розвитку. Для його проведення застосовуються: показники продуктивності, прибутковості, оборотності персоналу; експертні оцінки компетенцій та індивідуального внеску працівників; показники витрат на персонал (витрати на найм, навчання, розвиток); якісні характеристики персоналу (стаж, освіта, кваліфікація тощо); показник доходу від людського капіталу; вартість заміщення працівників;

показники вартості інтелектуального капіталу. Підходи до аналізу людського капіталу можна розділити на витратний та дохідний [1]. При витратному підході оцінюються інвестиції у людський капітал на основі фактичних витрат на освіту, охорону здоров'я, професійну підготовку тощо. Запас людського капіталу розраховується як сума минулих інвестицій з врахуванням зношення. При дохідному підході оцінюють вартість інвестицій у людський капітал як приведену вартість майбутніх додаткових доходів, пов'язаних з цими інвестиціями (наприклад, вищу продуктивність завдяки вищій освіті).

Нематеріальні активи, пов'язані з внутрішніми бізнес-процесами, організаційною структурою, інформаційними системами, базами даних, брендами та інтелектуальною власністю підприємства відображають його структурний капітал. Він відображає нефінансову цінність підприємства. Аналізують його за такими складовими: організаційна структура (формальна структура з відділами, ієрархією, зв'язками), корпоративна культура (цінності, традиції, неформальні правила), бізнес-процеси (формалізовані процеси діяльності підприємства), ІТ-системи та бази даних (програмне забезпечення, мережі, дані), інтелектуальна власність (патенти, авторські права, торгові марки), організаційне навчання (досвід та знання). Структурний капітал дозволяє ефективно використовувати людський капітал, активізувати, стимулювати людський капітал повноцінно використовувати базу підприємства та є важливою складовою вартості підприємства.

Для оцінки структурного капіталу використовують такі підходи: оцінка окремих складових (бренду, патентів, клієнтської бази), експертні методики вартісної оцінки процесів, культури, досвіду, метод додаткових фінансових показників (VAIC, CIV).

Оцінка бренду враховує його впізнаваність, лояльність клієнтів, асоціації з якістю продукції та репутацію на ринку. Сильний бренд може принести значні конкурентні переваги та вищі ціни на продукцію. При оцінці патентів визначається вартість винаходів, технологій та ноу-хау, захищених патентами. Патенти забезпечують підприємству монопольне право на використання певних

технологій та можливість отримувати роялті від ліцензування. При оцінці клієнтської бази враховується розмір бази, лояльність клієнтів, їхня прибутковість та потенціал для майбутнього зростання. Наявність значної та лояльної клієнтської бази є важливим фактором стабільності доходів підприємства.

Експертні методики вартісної оцінки процесів, культури та досвіду при аналізі структурного капіталу передбачають залучення експертів з відповідних сфер. Зокрема залучаються експерти зі сфери операційного менеджменту, управління якістю, бережливого виробництва тощо. Вони аналізують ефективність, оптимізацію та вартість бізнес-процесів підприємства, оцінюють потенціал для підвищення продуктивності та скорочення витрат завдяки вдосконаленню процесів. Експерти з організаційної поведінки, управління персоналом та корпоративної культури оцінюють цінності, норми, традиції та філософію підприємства, аналізують вплив культури на мотивацію, інновації, лояльність персоналу та клієнтів. Експерти з різних галузей (виробництва, технологій, маркетингу тощо) оцінюють рівень галузевого досвіду, ноу-хау, навичок персоналу, аналізують потенціал для створення конкурентних переваг.

У результаті довгострокової співпраці, що виникає між підприємством та іншими зовнішніми зацікавленими сторонами формується реляційний капітал (капітал відносин). Він представляє собою ресурс відносин, зв'язків та можливостей взаємодії із зовнішнім оточенням підприємства. Капітал відносин відіграє важливу роль у створенні додаткової вартості для підприємства. У ході його аналізу вивчаються відносини з клієнтами (база лояльних клієнтів, канали збуту, угоди), відносини з постачальниками та партнерами (домовленості, контракти), бренд та репутація на ринку, маркетингові можливості (маркетингові канали, дані про ринок), зв'язки з громадськістю, імідж.

Важливим інструментом аналізу реляційного капіталу підприємства є соціальний мережевий аналіз (Social Network Analysis, SNA). За його допомогою здійснюється графічна візуалізація взаємозв'язків між співробітниками, відділами або зовнішніми партнерами, у процесі чого

виявляються ключові гравці, групи та потоки інформації, визначаються «центральні вузли» - особи із найбільшою кількістю зв'язків або найбільшим впливом, а також визначається централізованість чи фрагментація мережі, встановлюються місця зі слабкими або відсутніми зв'язками між групами, що дозволяє покращити співпрацю та обмін ресурсами.

Соціальний мережевий аналіз дозволяє відстежити поширення інформації по мережі та, відповідно, оптимізувати процеси комунікації та прийняття рішень. Цей підхід може бути застосований для вивчення зв'язків організації з зовнішніми стейкхолдерами, оцінки сили та якості відносин з клієнтами, постачальниками та партнерами. Регулярне проведення SNA дозволяє відстежувати зміни в мережі з часом, що допомагає оцінити ефективність ініціатив з розвитку реляційного капіталу. Використання SNA для аналізу реляційного капіталу дозволяє оцінити свої внутрішні та зовнішні мережі, оптимізувати комунікації та співпрацю, а також розвивати стратегічно важливі зв'язки. Це допомагає підвищити ефективність використання людського капіталу та покращити загальну продуктивність підприємства.

Для збірки даних з різних джерел, отримання всебічної кількісної та якісної оцінки реляційного капіталу використовуються комбінації різних методів. Метод опитування дозволяє кількісно оцінити різні аспекти відносин (довіра, частота взаємодії, задоволеність), отримати статистично значущі дані для аналізу тенденцій, допомагає порівнювати різні групи або підрозділи та відстежувати зміни у відносинах з часом. Глибинні інтерв'ю надають детальну інформацію про якість та природу відносин, дозволяють зрозуміти неформальні мережі та канали комунікації, виявляють приховані проблеми або можливості у відносинах. Аналіз стейкхолдерів допомагає зрозуміти структуру та силу відносин з різними стейкхолдерами, виявити ключових партнерів та їхній вплив на організацію, дозволяє оцінити потенціал для розвитку нових партнерств або зміцнення існуючих та розробити стратегії управління відносинами з різними групами. Аналіз мереж допомагає виявити ключові взаємозв'язки між людьми та процесами, показує наскільки ефективно використовуються людські ресурси,

виявляє потенційні вузькі місця у взаємодії, дозволяє оптимізувати розподіл завдань та ресурсів.

Іншим важливим нефінансовим фактором збільшення вартості підприємства є зростання інноваційного капіталу - здатності створювати і комерціалізувати інновації (нові продукти, технології, бізнес-моделі тощо). Розвинений інноваційний капітал сприяє створенню доданої вартості та забезпечує конкурентоспроможність на ринку. У ході його аналізу вивчаються інноваційні активи (наукові дослідження і розробки, патенти та ліцензії на інновації, інноваційний персонал (вчені, інженери тощо), інноваційний потенціал (система управління інноваціями, інноваційна культура та компетенції, партнерства задля інновацій, здатність до трансферу технологій), об'єкти інтелектуальної власності.

Поширеними методами аналізу інноваційного капіталу є: модель зрілості (PRTM Maturity Model), яка оцінює здатність підприємства до розробки продуктів за стадіями, кожна з яких представляє якісний стрибок у продуктивності; бенчмаркінг, який на основі порівняння показників підприємства з галузевими стандартами дозволяє об'єктивно оцінити ефективність розробки продуктів; збалансована система показників, яка дозволяє систематично оцінювати свою інноваційну діяльність, краще розуміти взаємозв'язки між різними аспектами інновацій, приймати обґрунтовані рішення щодо інвестицій в інновації, створювати культуру, орієнтовану на постійні інновації та вдосконалення.

Один із напрямів удосконалення методики аналізу нефінансових факторів збільшення вартості підприємства передбачає розробку показників інтегральної оцінки дії цих факторів. Попри критику інтегрального підходу, саме у випадку із нефінансовими факторами він виправданий через щільні взаємозалежності цих факторів між собою (взаємозв'язок людського, структурного, реляційного, інноваційного капіталів) з одного боку, та через використання експертних оцінок рівня цих факторів – з іншого.

Універсального загально визнаного показника поки що не існує через складність і багатогранність самих досліджуваних об'єктів. Загальна схема його побудови включає такі етапи:

1. Визначення ключових компонентів.
2. Відбір для кожного компонента найбільш релевантних індикаторів.
3. Стандартизація значень індикаторів для можливості їх об'єднання.
4. Експертна оцінка вагових коефіцієнтів для кожного індикатора відповідно до його важливості.
5. Розрахунок часткових показників для кожного компонента як зваженої суми стандартизованих індикаторів.
6. Розрахунок інтегрального показника як зваженої суми часткових показників компонентів з відповідними ваговими коефіцієнтами.

Пропонований підхід передбачає інтегрування впливу таких компонентів оцінки як людський капітал, структурний капітал, реляційний (клієнтський) капітал, інноваційний капітал. Для характеристики кожного компонента виділимо типові найбільш релевантні індикатори (рис.2).

Проте при побудові інтегрального показника впливу нефінансових факторів на зміну вартості підприємства на етапі їх зважування виникає ряд проблем. Так, часто ваги визначаються експертним шляхом, а різні експерти можуть по-різному оцінювати важливість окремих факторів. Тому присутня певна суб'єктивність у виборі ваг. Крім того, вплив різних факторів може змінюватися з часом або залежно від ситуації на ринку, унаслідок чого виникає необхідність регулярного перегляду та коригування ваг. Також нефінансові фактори взаємопов'язані, що може призвести до подвійного врахування їх впливу, у результаті чого складно визначити "чистий" вплив кожного окремого фактора. Значимість факторів може суттєво відрізнятись для різних галузей, що призводить до необхідності розробки галузевих моделей зважування. Більше того, значимість певних факторів може залежати від розміру підприємства, що взагалі зумовлює необхідність індивідуального підходу в кожному конкретному випадку.

<i>ЛЮДСЬКИЙ КАПІТАЛ</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • відсоток працівників з вищою, середньою спеціальною освітою; • середній стаж роботи в галузі та на даному підприємстві; • продуктивність праці на одного працівника; • коефіцієнт плинності кадрів; • витрати на навчання та підвищення кваліфікації персоналу; • кількість раціоналізаторських пропозицій та інновацій на одного працівника; • рівень задоволеності працею (за результатами опитувань); • кількість днів непрацездатності на одного працівника; • співвідношення середньої заробітної плати з ринковим рівнем; • витрати на пошук, найм та навчання нового співробітника. 	
<i>СТРУКТУРНИЙ КАПІТАЛ</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • час виконання замовлень; • швидкість обробки інформації; • швидкість прийняття рішень; • рівень автоматизації виробництва та бізнес-процесів; • кількість (та якість) використовуваних інформаційних систем; • вартість програмного забезпечення та баз даних підприємства; • кількість та ефективність внутрішніх регламентів та стандартів; • співвідношення управлінського та виробничого персоналу; • витрати на підтримку та розвиток корпоративної культури; • кількість користувачів системи управління знаннями. 	
<i>РЕЛЯЦІЙНИЙ КАПІТАЛ</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • індекс лояльності клієнтів; • індекс задоволеності клієнтів; • частка постійних клієнтів у загальній кількості; • середня тривалість співпраці з клієнтами; • кількість нових клієнтів за певний період; • вартість залучення нового клієнта; • відсоток клієнтів, що залишаються з підприємством протягом певного періоду; • обсяг продажів на одного клієнта; • кількість та вартість довгострокових контрактів з постачальниками; • кількість стратегічних партнерств та альянсів; • частка ринку підприємства; • кількість згадувань у ЗМІ (позитивних / негативних); • кількість підписників у соціальних мережах та рівень їх залученості; • кількість та ефективність спільних проєктів з науковими установами; • рівень задоволеності постачальників (за результатами опитувань); • кількість рекомендацій від існуючих клієнтів; • швидкість вирішення скарг та претензій клієнтів; • кількість та ефективність програм лояльності; • обсяг інвестицій у розвиток відносин з клієнтами та партнерами; • рівень довіри до підприємства серед стейкхолдерів (за результатами опитувань). 	
<i>ІННОВАЦІЙНИЙ КАПІТАЛ</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • кількість патентів та авторських прав, отриманих за певний період; • відсоток доходу від нових продуктів (послуг) (випущених за останні 3-5 років); • інвестиції в НДДКР (відсоток від доходу); • кількість впроваджених інновацій за рік; • час виведення нового продукту на ринок; • кількість працівників, зайнятих у НДДКР; • кількість інноваційних ідей, згенерованих співробітниками; • відсоток успішно реалізованих інноваційних проєктів; • економічний ефект від впровадження інновацій; • кількість наукових публікацій співробітників; • кількість та вартість придбаних ліцензій на використання нових технологій; • кількість патентів та авторських прав, якими володіє підприємство; • обсяг венчурного фінансування, залученого підприємством; • кількість створених спін-офф компаній; • кількість та ефективність партнерств з науково-дослідними установами та університетами; • відсоток працівників, які пройшли навчання з інноваційних технологій; • кількість отриманих грантів на інноваційні розробки; • рівень технологічного оснащення виробництва; • відсоток бюджету, виділеного на інноваційні проєкти; • індекс інноваційності підприємства. 	

Рис. 2. Індикатори зміни вартості підприємства за групами нефінансових факторів

Багато нефінансових факторів мають якісний характер, що ускладнює їх кількісну оцінку та зважування. Крім того, для деяких із них може бути недостатньо статистичних даних для точного визначення їх ваги. Також різні індикатори можуть мати різні одиниці виміру, що ускладнює їх зведення до єдиної шкали, а при об'єднанні різних індикаторів в єдиний показник може втрачатися частина інформації. Важливою також є наявність чітких критеріїв визначення вагомості.

Для вирішення цих проблем можуть застосовуватися різні підходи: використання методів багатокритеріального аналізу (метод аналізу ієрархій); використання економетричних моделей для визначення ваг; проведення регулярних досліджень для уточнення ваг факторів; розробка галузевих стандартів оцінки нефінансових факторів, використання методів нечіткої логіки для роботи з якісними показниками. Вирішення цих проблем вимагає комплексного підходу та постійного вдосконалення методик оцінки впливу нефінансових факторів на вартість підприємства.

Зрозуміло, що побудова інтегрального показника буде суб'єктивною і багато в чому залежатиме від вибору індикаторів та принципів зважування. Але такий комплексний аналіз дозволить отримати більш повну картину впливу нефінансових факторів на зміну вартості підприємства.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Таким чином, аналіз нефінансових факторів зміни вартості підприємства дозволяє відзначити наступне. Структурний капітал формує базу, на основі якої реалізується людський капітал підприємства, що у свою чергу представляє активний фактор, інноваційний капітал є тією рушійною силою, яка безпосередньо визначає стійкість розвитку підприємства, реляційний капітал забезпечує ефективну взаємодію із зовнішнім світом. Сукупне використання позитивного впливу усіх цих факторів призводить до синергетичного ефекту, що забезпечує постійне збільшення вартості підприємства. Кожний вид капіталу можна розглядати як окрему компоненту інтегрального показника зміни вартості підприємства. Запропоновано перелік

індикаторів, що дозволяють оцінити кожен із цих компонент. Попри ряд проблем, пов'язаних із реалізацією інтегрального підходу його можна застосовувати з урахуванням особливостей та обмежень.

Література

1. Abraham, K. G., Justine M. 2022. Measuring Human Capital. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 36. Is. 3. pp. 103–30.
2. Drucker P. *Managing for results: economic tasks and risk-taking decisions*. Heinemann. London. 1974. 224 p.
3. Koller T., Goedhart M., and Wessels D. *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. Wiley. New Jersey. 2020. 960 p.
4. Mintzberg H. *The structuring of organizations*. Englewood Cliffs NJ: Prentice Hall, New Jersey. 1979. 512 p.
5. Porter M. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Simon and Schuster, New York. 2008. 432 p.
6. Rappaport A. *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. Simer and Schuster Publishing Group. New York. 1986. 270 p.
7. Simon H. *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*. Free Press, New York. 1997. 368 p.
8. Stern J., Shiely J., Ross I. *The EVA Challenge. Implementing value added change in an organisation*. Wiley. New Jersey. 2007. 256 p.
9. "International Valuation Standards": International Valuation Standards Council. 2017. Дата оновлення 31.01.2022. URL: <https://www.ivsc.org/consultations/ivs-2017/>
10. Про затвердження Національного стандарту N 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав": Постанова Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. N 1440/ Дата оновлення 09.08.2022. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п#Text>

References

1. Abraham, K. G. & and Mallatt, J. (2022), "Measuring Human Capital", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 36 (3), pp. 103–130.
2. Drucker, P. F. (1974), *Managing for results : economic tasks and risk-taking decisions*, Heinemann, London, UK.
3. Koller, T. Goedhart, M. & Wessels, D. (2020), *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, New Jersey, U.S.
4. Mintzberg, H. (1979), *The structuring of organizations*, Englewood Cliffs NJ: Prentice Hall, New Jersey, U.S.
5. Porter, M.E. (2008), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Simon and Schuster, New York, U.S.
6. Rappaport, A. (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Simer and Schuster Publishing Group, New York, U.S.
7. Simon, H. A. (1997), *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*, Free Press, New York, U.S.
8. Stern, J.M. Shiely, J.S. & Ross, I. (2007), *The EVA Challenge. Implementing value added change in an organisation*, Wiley, New Jersey, U.S.
9. International Valuation Standards Council (2017), "International Valuation Standards", available at: <https://www.ivsc.org/consultations/ivs-2017/> (Accessed 05 July 2024).
10. Cabinet of Ministers of Ukraine (2003), "National Standard No. 1 "General Principles of Valuation of Property and Property Rights", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п#Text> (Accessed 05 July 2024).

Стаття надійшла до редакції 13.07.2024 р.