

ВИМІРЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

У статті викладено аргументи, які підтверджують актуальність дослідження вимірювання ефективності управління капіталом підприємства. Обґрунтовано логіку її вимірювання на основі симбіозу основних результуючих положень сучасних концепцій стратегічного та фінансового менеджменту, що в найбільшому ступені відповідають потребі розв'язання поставлених у статті завдань.

The arguments for the relevance of research of the evaluation of enterprise capital management effectiveness are presented in the article. Logic of its evaluation on the basis of main results of modern strategic financial management concepts symbiosis that in the highest degree corresponds to the demand of solving the tasks given in the article is grounded.

Постановка проблеми у загальному вигляді. У теоретичних та прикладних дослідженнях з менеджменту питання вимірювання ефективності має ключове значення в силу особливостей як прийнятих окремих наукових парадигм, так і предметних областей, що вивчаються. Як відмічає А. Ніллі «...в академічному співтоваристві в області дослідження вимірювання ефективності їх здійснюють представники функціонально різних галузей знань. Фахівці таких сфер, як облік, економіка, управління людськими ресурсами, маркетинг, операційний менеджмент, психологія та соціологія – всі вони вивчають даний предмет» [1, с.51]. Серед науковців існує точка зору, що на концептуальному рівні поняття ефективності не може бути визначено в силу того, що його зміст завжди є контекстуально відносним до об'єкту, що розглядається, до мети, або до моделі оцінювання. Контекстуальний характер визначення ефективності доповнює суб'єктивізм її оцінювання, оскільки здійснюється з точки зору конкретного суб'єкту оцінки, що має не тільки індивідуальне сприйняття об'єкту, але й те, що особливо важливо, індивідуальні уподобання на множині її результатів.

У сучасній економічній літературі майже відсутні фундаментальні дослідження стосовно вимірювання «ефективності управління». Зазвичай даний контекст пов'язують з ефективністю обґрунтування управлінських рішень, оцінюванням результатів управлінської праці, співвідношенням результату діяльності підприємства з наміченими цілями. Розповсюдженою є теза про те, що ефективність управління відображає результат з позицій оптимальності управління ресурсами, що надалі трансформується в управління вартістю підприємства.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Проблематика ефективності управління капіталом підприємства в науковій економічній літературі досліджується фрагментарно, скоріше в контексті ефективності управління окремими його видами. Так ефективність управління капіталом як ресурсом представлено в працях І. Бланка, А. Гейдор, Г. Швиданенко; з позицій ефективності вартісно-орієнтованого управління – в наукових працях І. Бланка, О. Мендрула, Т. Крючковської, Н. Шевчук.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Розглядаючи підприємство як форму організації капіталу, яке, з одного боку, виступає джерелом зростання вартості, а з іншого – об'єктом вкладення капіталу, дотримуємося точки зору щодо необхідності введення стратегічного контуру в загальну систему управління капіталом, який за своєю сутністю має міждисциплінарний характер. Міждисциплінарність проблематики стратегічної оцінки ефективності управління капіталом потребує застосування

системного підходу, особливості якого полягають у такому: система управління капіталом має багато динамічно різноманітних елементів, які є її складовими; існують паттерни змін властивостей такої системи, відсутня передбачуваність кореляції між станом елементів в минулому та майбутньому; проблематично прогнозувати результат функціонування системи.

Постановка завдання. Метою статті є багатоаспектне розкриття економічної природи капіталу та його оцінювання з урахуванням максимально можливої кількості впливових факторів, а також обґрунтування авторського бачення логіки вимірювання ефективності управління капіталом підприємства на основі симбіозу основних результуючих положень сучасних концепцій стратегічного та фінансового менеджменту.

Виклад основного матеріалу дослідження. Різноманіття теоретичного інструментарію сучасної економічної науки та зростаючий сітьовий характер зв'язку наукових сфер спричиняють розвиток міждисциплінарних стратегій, що поєднує різні аспекти та підходи будь-якого економічного дослідження. Тендерний підхід, зокрема, і відповідає тим вимогам сучасної науки, які забезпечують повноту охоплення в поясненні та прогнозуванні глобальних і локальних процесів як на рівні об'єктивної необхідності, так і еволюціонуючої опосередкованості. Міждисциплінарний характер змістовної логіки управління капіталом підприємства зумовив необхідність пошуку таких методів дослідження, які у найбільшому ступені дозволили б розкрити складність та багатоаспектність об'єкту дослідження. І в цьому сенсі перспективним є застосування методології концептуального аналізу до розв'язання окремих проблем побудови стратегічного контуру оцінювання ефективності управління капіталом підприємства. Таку позицію можна аргументувати наступним. По-перше, нефінансові показники мають пріоритетне значення для стратегічного оцінювання будь-якого складного об'єкта. Це положення розглядалося в рамках планової економіки, але в 90-ті роки ХХ ст. було прийнято як парадигма стратегічної оцінки. Ключову роль у цьому відіграли дослідження Р. Каплана та Д. Нортон, а також публікації в рамках нового напрямку оцінювання інтелектуального капіталу (системи Skandia Navigator), в якому нефінансові показники відіграють ключову роль. По-друге, міждисциплінарний характер стратегічного менеджменту потребує систематизації, побудови та аналізу сітьових зв'язків між поняттями з різних областей знань і сфер діяльності. У контексті виконання поставлених завдань цього дослідження необхідним є встановлення співвідношення понять та показників, що їх визначають із області фінансового, загального, кадрового, інноваційного менеджменту тощо.

Протягом останніх років застосування методології концептуального аналізу популяризується в науковій економічній літературі. Як резюмує З. Кучкаров, «...методи концептуального аналізу успадковують, узагальнюють, інтегрують та розвивають досягнення низки усталених дисциплін, і, як наслідок, складають самостійний предмет дослідження, розробки і практичного застосування» [2, с.264]. Відповідно до цієї методології виділяється (формується) певна концепція, яка потім визначається кількісними параметрами. Перспективним методичним підходом концептуального аналізу є аналіз концептуальних мереж, який за словами К. Карлея є «недовикористаною методологією». Метою аналізу концептуальних мереж є побудова такої логіки, яка кодує семантичні зв'язки між концепціями. Вона відображає концептуальні взаємозв'язки між поняттями, і, як наслідок, між показниками, що їх розкривають.

Таким чином, обґрунтування авторського підходу до вимірювання ефективності управління капіталом буде базуватися на методології концептуального аналізу, а відправною точкою побудови такого підходу є застосування принципів концепції МВО (Management by objectives), що дозволяє в даному науковому пошуку відштовхнутися від основної цілі управління капіталом підприємства – забезпечення зростання цінності, а, відповідно, й вартості підприємства. Формування загальної спрямованості управлінських інструментів і моделей, орієнтованих на формування цінності (вартості)

сприяло потужному розвитку концепції вартісно-орієнтованого управління VBM (Value-Based Management). Теоретичне обґрунтування концепції VBM А. Раппопортом та її застосування в практиці бізнесу відбулися наприкінці 80-х років ХХ ст. Модель аналізу та оцінки вартості А. Раппопорта концентрується, перш за все, на інтересах акціонерів та взаємопов'язаних факторах вартості, які виявлені в операційній, інвестиційній та фінансовій діяльності підприємства. Ця модель набуває потужного розвитку в наукових працях багатьох вчених. У підході Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Мурріна увага концентрується на інтерпретації показника економічного прибутку, необхідності формування вартісного мислення у всіх зацікавлених осіб бізнесу, ключових факторах формування вартості [3, с.576]. Концепція Дж. Стерна, Б. Стюарта основну увагу зосереджує на показниках економічної доданої вартості (EVA) (оцінює фінансовий результат за період) та ринкової доданої вартості (MVA) (використовується для оцінювання майбутніх результатів у співставленні з величиною інвестованого капіталу) [4, с.42–60]. Г. Ешуорт і П. Джеймс [5, с.190] розглядають VBM як інтегрований підхід, що об'єднує внутрішню діяльність підприємства та очікування зовнішніх інвесторів. Г. Арнольд [6, с.748] розглядає управління, що базується на вартості, як підхід, при якому ціль підприємства, його стратегія, процеси, аналітичні методи, способи вимірювання ефективності та корпоративна культура мають бути підпорядковані головній меті – зростання добробуту акціонерів.

Учений Д. Волков визначає ціннісно-орієнтований менеджмент як систему управління організацією, що включає основні модулі: оцінювання, стратегію, фінанси та корпоративне управління [7, с.50]. Науковець В. Паламарчук серед ключових питань концепції VBM досліджує взаємозв'язок підходів і моделей, які використовуються для вимірювання цінності підприємства, з інструментами стратегічного аналізу та розробки стратегічних рішень [8, с.57]. Учений І. Івашковська обґрунтовує взаємозв'язок формування стійкого зростання вартості підприємства та підвищення якості виконання стратегічної ролі ради директорів, а також представляє інтегровану модель управління вартістю, що спрямована на прирощення вартості для ключових стейкхолдерів [9, с.430]. Визначені концепції не є вичерпаними, проте вони чітко задають вектор розвитку теорії VBM, основні положення та висновки якої буде використано в процесі подальшого наукового дослідження.

З метою обґрунтування авторського підходу до вимірювання ефективності управління капіталом підприємства було зроблено критичний порівняльний аналіз сучасних концепцій стратегічного менеджменту, серед яких було виділено концепцію ключових показників бізнесу KPI (Key Performance Indicator) та збалансованої системи показників BCS (Balanced Scorecard) як таких, що в найбільшому ступені відповідають потребі розв'язання поставлених у статті завдань. Варто відмітити, що система показників є серцевиною усіх сучасних концепцій стратегічного менеджменту, які отримали розвиток на основі цільових методів управління. Основна суть концепції KPI полягає в оптимізації кількості оціночних показників, які може використати менеджер у процесі прийняття управлінських рішень з урахуванням його когнітивних здібностей. Вихідною інформацією для розробки KPI є критичні фактори успіху CSF (Critical Success Factors) та ключові показники зростання або досягнення цілей KGI (Key Growth Indicators). Із загальної кількості принципів побудови KPI визначимо ті, які будуть покладені в основу вимірювання ефективності управління капіталом підприємства, тобто відповідна система показників має виконувати такі функції: відображати поставлені цілі; зосереджуватися тільки на ключових факторах (драйверах); відображати чітко сформульовані та обґрунтовані концепції. Склад показників змінюється або корегується тільки у випадку, коли відбуваються зміни у стратегії підприємства або ключових факторах (драйверах).

Збалансована система показників є інноваційною схемою, яка зберігає основні фінансові параметри, включає показники та оціночні індикатори, які характеризують стратегічну орієнтацію компанії. Відмінними особливостями концепції BSC, які стали

основою її вибору для розв'язання поставлених у статті завдань, є такі: інтеграція показників, які характеризують різні стратегічні аспекти об'єкта; причинно-наслідкові зв'язки всіх показників у системі та їх відображення в фінансових показниках; причинно-наслідкові зв'язки усіх показників та цілей; взаємозалежність результируючих показників та визначальних факторів впливу. Розробники не претендували на те, щоб запропонована ними система із чотирьох проекцій (фінанси, клієнти, внутрішні бізнес-процеси, навчання та зростання) описувала увесь бізнес-простір. Тобто, традиційна структура BSC може модифікуватися та приймати відповідні вимірювання. Р. Каплан та Д. Нортон наголошують на тому, що збалансована система показників – це не проект в області «мір і ваг», а проект, розрахований на зміни [10, с.24–31].

Використання методології концептуального аналізу базується на чіткості понять об'єктів дослідження. Розкриття управлінської природи капіталу підприємства доцільно розглядати крізь призму ресурсів та вартості. Відповідно, в основу вимірювання ефективності управління капіталом доцільним є введення таких проекцій, які характеризують капітал, з одного боку, як ресурс, з іншого, – як вартість, що характеризується здатністю формувати додану вартість.

Розкриття ресурсної природи капіталу в умовах розвитку інноваційної економіки виходить за межі дослідження капіталу як матеріально-речового фактору виробництва та набуває характеристик стратегічних ресурсів. З метою ефективного управління процесом формування конкурентних переваг менеджменту необхідно своєчасно виявляти, розвивати та захищати ресурсну базу підприємства, створюючи нові комбінації ресурсів, щоб забезпечити ефективне їх перетворення «на вході» у потоки цінностей «на виході». Ресурсний підхід ґрунтується на твердженні, що ринкові позиції підприємства базуються на унікальному поєднанні матеріальних і нематеріальних ресурсів та управлінні ними, тому джерелом конкурентних переваг виступає унікальна комбінація його оригінальних специфічних видів ресурсів, які важко копіювати. Протягом останнього десятиріччя такий підхід став домінуючою парадигмою стратегічного менеджменту [11, с.548]. Відповідно до останніх наукових досліджень зростання конкурентоспроможності та вартості бізнесу підприємств все менше визначається кон'юнктурою зовнішнього середовища, а все більше залежить від ефективності використання внутрішніх ресурсів, основним з яких є інтелектуальний капітал.

Незважаючи на пріоритетну роль нематеріальних ресурсів у процесах формування потоків цінності, з позицій визначення ефективності управління капіталом не можна нехтувати такою його характеристикою, як матеріально-речовий фактор виробництва, особливо, якщо мова йде про виробництва, які характеризуються високим рівнем капіталомісткості. Тому однією з проекцій, що має характеризувати управлінський рівень ефективності капіталу, є його оцінювання як матеріального фактору виробництва. У теорії капіталу підприємства матеріально-речова природа капіталу (фізичний капітал) розглядається з точки зору ефективності його використання та відтворення і традиційно характеризується системою показників, серед яких рівень зносу, віддачі, швидкості обороту. Такий зріз має бути трансформований у систему якісних показників, які характеризують інноваційні, екологічні, соціальні аспекти фізичного капіталу підприємства або з точки зору їх впливу на показники ефективності виробничого процесу. Наприклад, оцінювання капіталу як техніко-технологічних ресурсів має здійснюватися відповідно до параметрів світового виробництва або основних конкурентів, рівень ефективності використання матеріальних оборотних коштів – відповідно до принципів та стандартів оптимізації руху ресурсних потоків (логістичний аспект). Сам набір показників формується з максимальним урахуванням галузевої специфіки виробничої діяльності досліджуваного підприємства.

Інтелектуальний капітал як проекція стратегічного контуру вимірювання ефективності управління капіталом підприємства є першопричиною змін усіх інших видів ресурсів, використання яких формує потоки цінності. За своїм змістом категорія «інтелектуальний капітал» є дуже багатоаспектною та чітко не визначеною у науковій

літературі. Такі обставини зумовили неоднозначність у визначенні структури інтелектуального капіталу. Так, найбільш розповсюдженими є підходи до структурування інтелектуального капіталу Т. Стюарта і Б. Леву, які виділяють людський, клієнтський та організаційний капітали [12, с.165]; Л. Едвінсона та М. Мелоуна, які розглядають чотири компоненти першого рівня – людський, партнерський, клієнтський та структурний капітали, а також компоненти другого рівня – організаційний, інноваційний та процесний капітали, які формують структурний капітал; Е. Байбуріна та І. Івашковської, які виділяють компоненти першого рівня, що представлений людським, організаційним (розподіляється на процесний та інноваційний), клієнтським та сітвовим капіталами, а також субкомпонентами другого рівня (деталізація компонентів першого рівня) [13, с.53–62]. Автор статті не претендує на глибоке дослідження структури інтелектуального капіталу, а лише зауважує, що в процесі його вимірювання варто спочатку визначитися зі структурними елементами, за якими будуть здійснені оцінки, виходячи із наявної інформаційної бази, галузевих особливостей виробничої діяльності підприємства та ступеня актуальності й інформативності оцінки для користувачів.

Щодо набору показників, які характеризують ефективність управління інтелектуальним капіталом, то це питання потребує окремого досконалого наукового дослідження. Проблематика обґрунтування набору показників ускладнюється притаманною інтелектуальному капіталу неоднорідністю структурних елементів, високим ступенем їх складності, взаємозв'язку та відповідним високим синергетичним ефектом. Існуючі підходи до оцінювання інтелектуального капіталу або його структурних елементів мають значну кількість обмежень щодо їх практичного використання, а для вихідної інформації, що використовується для обчислення, притаманними є елементи суб'єктивізму. Так як дослідження наукових проблем щодо вимірювання інтелектуального капіталу виходить за рамки поставлених у цій статті завдань, то не будемо на них зупинятися, але аргументація спектру показників, що характеризують даний аспект, надалі повинні бути представленими з урахуванням пріоритетності та галузевої специфіки гірничо-збагачувальних підприємств.

Розглядаючи вартісну природу капіталу, тобто його здатність забезпечувати формування доданої вартості, необхідним є розмежування понять фундаментальної та ринкової вартостей. Основне призначення категорії «фундаментальна вартість» – набути статусу концентрованої оцінки ефективності функціонування підприємства та перспектив його розвитку, що відображає інтереси всіх учасників фінансово-економічних відносин, які з ним пов'язані [14, с.246].

У сучасній економічній літературі базовими характеристиками фундаментальної вартості є активи, прибутки, темпи зростання, грошові потоки, витрати на капітал. Рівноважний стан компанії, в якому ці параметри знаходяться в оптимальних співвідношеннях, дозволяє визначити її фундаментальну вартість. Тому аспект оцінювання фундаментальної вартості підприємства концентрується на формалізації факторів, які впливають на потенційну здатність капіталу формувати потоки доданої вартості (в термінології фінансового менеджменту їх називають «драйверами вартості»). А. Раппопорт виділяє такі фактори вартості: темп зростання обсягів продажу, операційна маржа, ставка податку, інвестиції у робочий капітал, інвестиції у необоротні активи, вартість капіталу, прогнозний період. Основною перевагою управління капіталом на основі цієї моделі є те, що увага менеджменту концентрується на контролі за витратами на формування капіталу, на ефективності використання активів та доходності інвестованого капіталу.

Інший підхід, запропонований Г. Арнольдом, передбачає зміщення акценту на спред продуктивності (рентабельності) капіталу [6, с.130–131]. Різниця з підходом А. Раппопорта полягає в тому, що Г. Арнольд фактично об'єднує потребу в оборотних та необоротних активах в один фактор; вплив обсягу продажу, операційного прибутку та податкового фактору включає в фактичну ставку рентабельності; в якості витрат на капітал приймає необхідний рівень рентабельності активів. У такому групуванні факторів модель формування

вартості буде представлено наступним чином: величина інвестованого капіталу; фактичний рівень рентабельності капіталу; необхідний рівень рентабельності капіталу; період планування. Тобто, стає очевидним вплив не тільки внутрішніх факторів, але й умов та стану фінансового ринку на здатність капіталу забезпечувати формування потоків доданої вартості, що актуалізує проєкцію зовнішнього (ринкового) оцінювання капіталу, яке буде деталізовано далі.

Залежність зростання вартості від рівня стійкості та збалансованості формування й функціонування капіталу представлено в концепції ключових факторів вартості KVDM (The Key-Value-Driver Model), яка запропонована А. Брейлі та С. Майерсом [15, с.978]. Основою моделі є формула чистого грошового потоку FCF (Free Cash Flow), що використовується в оцінці бізнесу. У моделі знаходять відображення чотири базові економічні фактори: чистий операційний прибуток, зменшений на скореговані податки NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), віддача інвестованого капіталу ROIC (Return on Invested Capital), середньозважені витрати на капітал WACC (Weighted Average Cost Of Capital) та темпи зростання ROG (Rate Of Growth).

Фактори вартості, що визначені у цих моделях, у свою чергу є результатом дії ще більшої низки факторів, які прямо або опосередковано характеризують такі параметри капіталу підприємства, як рівень ліквідності, ризику та прибутковості. Тому при формуванні набору показників, що визначають здатність формувати потоки доданої вартості, враховують такі оціночні аспекти, як рівень фінансової стійкості (як з точки зору залежності (незалежності) від зовнішніх інвесторів та кредиторів, так і з точки зору забезпеченості власними оборотними коштами); рівень ефективності використання оборотних та необоротних активів; рівень раціональності (оптимальності) структури капіталу; рівень ліквідності; рівень прибутковості капіталу тощо.

Як уже було доведено, одним із основних аспектів, що характеризує рівень ефективності управління капіталом підприємства, є зростання його ринкової вартості. У сучасній економічній літературі, коли мова йде про вимірювання ринкової вартості підприємства, використовують низку показників, які умовно можна систематизувати у такі групи: ринкової оцінки; доходності акцій; ринкової активності.

Коли говорять про ринкову вартість, досить часто використовують термін «ринкова (або фіктивна) капіталізація». Ринкова капіталізація у вузькому розумінні формується на фондовому ринку та визначається добутком кількості акцій в обігу на їхній курс [16, с.538]. Капіталізація у цьому випадку ініціюється не внутрішнім менеджментом капіталу, а зовнішніми біржовими структурами, що здійснюють котирування акцій [14, с.248]. У широкому розумінні ринкова капіталізація означає суму поточної ринкової вартості власного та позикового капіталів. Але в будь-якому випадку, мова йде про поточну оцінку в умовах цієї ринкової кон'юнктури. Ринкова капіталізація у вузькому її розумінні не вичерпує змісту поняття ринкової вартості власного капіталу, так як окрім звичайних акцій до складу власного капіталу входять привілейовані акції (якщо вони є), емісійний дохід, нерозподілений прибуток. Варто звернути увагу на важливість не тільки абсолютних та відносних показників, але й темпів їхнього зростання (зменшення) при визначенні ринкової вартості підприємства.

Висновки і перспективи подальших розробок. Узагальнюючи наведені вище міркування стосовно основних проєкцій вимірювання ефективності управління капіталом підприємства, можна запропонувати такий їхній склад: капітал як матеріально-речовий фактор виробництва; капітал як джерело створення конкурентних переваг (стратегічний контур вимірювання); капітал як джерело формування фундаментальної вартості підприємства; капітал як джерело формування ринкової вартості підприємства. Вимірювання ефективності управління капіталом у визначених проєкціях дозволить у найбільшому ступені визначити стан, фактори та напрямки управлінського впливу, які мають стати пріоритетними для менеджменту в процесах прийняття стратегічних рішень щодо розвитку бізнесу.

Список використаної літератури

1. Федотов Ю. В. Измерение эффективности деятельности организации: особенности метода DEA (анализа свертки данных) / Ю. В. Федотов // Российский журнал менеджмента. – 2012. – Т. 10. – № 2. – С. 51–62.
2. Кучкаров З. Методы концептуального анализа и синтеза в теоретическом исследовании и проектировании социально-экономических систем / З. Кучкаров. – М.: Концент, 2008. – Том 1. – 264 с.
3. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / [Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин; пер. с англ.]. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.
4. Пурлик В. М. Альтернативные системы оценки корпоративной эффективности / В. М. Пурлик // Вестник Московского университета. – 2007. – Серия 21. – № 3. – С. 42–60.
5. Эшуорт Г. Менеджмент, основанный на ценности. Как обеспечить ценность для акционеров / Г. Эшуорт, П. Джеймс. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 190 с.
6. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам. Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Г. Арнольд. – М.: Баланс Бизнес Букс, 2007. – 748 с.
7. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: система, модели и показатели измерения ценности: автореф. дис. на соискание науч. степени докт. экон. наук: спец. 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством (теория управления экономическими системами)» / Д. Л. Волков. – Санкт-Петербург, 2007. – 50 с.
8. Паламарчук В. П. Финансовая оценка для обоснования стратегических решений компании / В. П. Паламарчук. – М.: ГОУ ВПО «Академия народного хозяйства при правительстве РФ», 2008. – 57 с.
9. Ивашковская И. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров: монография / И. Ивашковская. – М.: Инфра-М, 2009. – 430 с.
10. Коробков А. The Balanced Scorecard (сбалансированная система показателей) – новые возможности для эффективного управления / А. Коробков // Управление компанией. – 2005. – № 6. – С. 24–31.
11. Катъкало В. С. Эволюция теории стратегического управления: монография / В. С. Катъкало. – СПб.: Высшая школа менеджмента; Издательский дом Санкт-Петербургского государственного университета, 2008. – 548 с.
12. Лев Б. Нематериальные активы: управление, измерение, отчетность / Б. Лев. – М.: Квинта-Консалтинг, 2004. – 165 с.
13. Байбурина Э. Р. Роль интеллектуального капитала в создании стоимости крупных российских компаний: опыт эмпирического исследования / Э. Р. Байбурина, И. В. Ивашковская // Вестник Финансовой академии. – 2007. – № 4. – С. 53–62.
14. Шевчук Н. В. Фундаментальна та ринкова вартість як форми прояву двоїстої природи компанії / Н. В. Шевчук // Стратегія розвитку України. Економіка. Соціологія. Право. – 2013. – № 1. – С. 245–250.
15. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 2012. – 978 с.
16. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства: навч. посіб. / О. Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2011. – 538 с.

Стаття надійшла до редакції 08.09.2014.