

Терещенко О.О.,

доктор економічних наук,
професор кафедри фінансів підприємств
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана,

Стецько М.В.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів
Тернопільського державного економічного університету

УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА В СИСТЕМІ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

У статті розглянуто актуальні проблеми використання у практиці фінансового управління підприємствами вартісного підходу (Value Based Management). Проаналізовано запропоновані А. Раппартом десять принципів забезпечення зростання вартості підприємства. Обґрунтовано необхідність переходу фінансового менеджменту на засади зростання вартості компанії.

The article treats of some topical problems of using Value Based Management in practice. The authors analyze the ten principles, suggested by Rappaport, of ensuring growth in enterprises' value and motivate the necessity of change-over from financial management to the principles of increasing company's value.

Нові економічні реалії, які сформувалися під впливом інформаційно-інноваційних чинників і стали якісно новим рівнем виробничих відносин, у науково-практичних дискусіях на Заході дістали назву “нової економіки” (new economy). На противагу традиційній (“старій”) економіці, за нових економічних умов головні акценти роблять на інформаційно-інноваційних моделях розвитку, що передбачає широке впровадження у фінансово-господарську діяльність підприємств новітніх наукових досягнень. Практично всі інститути “старої економіки” зазнають трансформаційного тиску з боку “нової економіки”. На сьогодні не можна уявити підприємство, яке б не користувалося інформаційними технологіями під час організації фінансово-інвестиційної, збутової та виробничої діяльності. Суттєвий вплив філософії нової економіки спостерігаємо і в управлінні корпоративними фінансами. Цей вплив проявляється насамперед у застосуванні сучасних методів комунікації підприємств із ринком капіталів, а також у переході передових компаній на вартісний підхід до управління фінансами.

В теорії і практиці фінансового менеджменту на сьогодні дедалі більше домінує концепція управління вартістю підприємства, так званий Value Based Management (VBM). Цей підхід передбачає підпорядкування всіх процесів, які відбуваються в компанії, єдиній меті — створення доданої вартості для інвесторів. Зовнішнім проявом створення доданої вартості є зростання вартості під-

© Терещенко О.О., Стецько М.В., 2007

приємства. Інвестори можуть відчувати факт створення доданої вартості у разі отримання дивідендів чи зростання ринкового курсу корпоративних прав. Відтак головним чинником прийняття рішення інвесторами щодо вкладання коштів у підприємство, а також пріоритетним критерієм оцінки ефективності діяльності менеджменту та суб'єкта господарювання в цілому є показники доданої вартості. У зазначених показниках виражені як очікувані доходи від володіння акціями підприємства, так і можливі ризики інвестування коштів у відповідні цінні папери.

Тоді як звичайні підприємства покривають свою потребу в капіталі за рахунок залучення банківських позик, компанії, корпоративні права яких високо оцінюють на ринку капіталів, можуть на вигідних умовах залучити капітал на основі емісії цінних паперів. Такі компанії мають можливість істотно зменшити відсоткові ставки за користування ресурсами, а також поліпшити структуру капіталу. І навпаки, наслідком незадовільної ситуації зі створення доданої вартості є переорієнтація інвесторів на інші об'єкти вкладень та (або) заміна менеджменту компанії.

З огляду на окреслені аргументи орієнтири на створення доданої вартості закладені у стратегіях більшості провідних компаній. Для досягнення вартісних цілей підприємства використовують сучасні інструменти управління фінансами, такі як система збалансованих фінансових показників (BSC), методи стратегічного управління витратами (таргет-костинг, багатоступінчастий директ-костинг, метод ABC, розрахунок життєвого циклу продукції), передові концепції оцінки вартості компанії (EVA, CVA, DCF). Згідно з вартісним підходом до управління системи мотивації менеджменту мають ґрунтуватися на вартісних показниках ефективності. Для безпосередньої зацікавленості топ-менеджменту у збільшенні вартості підприємства використовується інструментарій опціонів на придбання акцій менеджментом, надання переважних прав на купівлю тощо.

Водночас, розуміючи всю значущість вартісного підходу до управління фінансами і залежність свого фінансового та суспільного становища від рівня досягнення вартісних орієнтирів, менеджмент багатьох компаній ігнорує теоретично обґрунтовані засади вартісно орієнтованого управління фінансами. Топ-менеджмент, як і раніше, передусім переслідує свої власні інтереси, і саме цим визначаються управлінські рішення, що приймаються. Ця проблема широко обговорюється в зарубіжній науково-практичній літературі. Загальнови-знаним є науковий внесок у розв'язання деяких аспектів окресленої проблеми А. Раппапорта, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Акерлофа, Р. Каплана, Д. Нортон, А. Аткинсона, Р. Брейлі та С. Майерса. На жаль, у вітчизняній науковій літературі відсутні більш-менш значущі напрацювання у сфері вартісного підходу в управлінні фінансами. Більшість праць у цій галузі присвячено переважно окремим технічним аспектам оцінки вартості підприємств.

Питання доцільності переорієнтації управління корпоративними фінансами на вартісні показники вперше було системно досліджене у працях професора Келлозького університету (США) Альфреда Раппапорта. У своїй книзі “Creating Shareholder Value, The New Standart for Business Performance” (Створення доходів власників, нові стандарти ведення бізнесу) А. Раппапорт вперше обгрунтовано доводить, що менеджери компанії мають фокусувати свої зусилля на максимізації вартості для інвесторів.

Восени 2006 року в “Harvard Business Review” опубліковано нову працю А. Раппапорта „Десять принципів створення вартості для власників” (Ten Ways to Create Shareholder Value), в якій автор констатує, що, як і раніше, в центрі уваги менеджменту перебувають короткострокові показники ефективності¹. В такій поведінці менеджменту криється суперечність, оскільки в курсі корпоративних прав, який встановлюється на ринку капіталів, виражені насамперед довгострокові очікування інвесторів. Водночас менеджмент, сфокусований на короткостроковій перспективі, реалізує свої акції також у короткостроковому періоді. Це означає, що такий інструмент мотивації менеджменту, як опціони на придбання акцій, не діє. Висновки А. Раппапорта можна доповнити також тезою про формальний підхід менеджменту багатьох підприємств до управління вартістю компанії. Керівництво компаній здебільшого декларує використання концепцій VBM, не здійснюючи реальних кроків щодо практичної їх реалізації. Аналізуючи системи управління фінансами українських підприємств, доводиться констатувати, що на переважній більшості з них запровадження вартісного підходу навіть не планується.

Менеджмент у своїй діяльності передусім має керуватися принципами забезпечення зростання вартості підприємства. А. Раппапорт запропонував десять таких принципів. Проаналізуємо зазначені принципи та оцінимо їх адекватність щодо українських реалій.

Перший принцип зводиться до того, що не слід надто захоплюватися прогнозуванням показників прибутку. Інвесторам слід скептично ставитися до таких прогнозів. А. Раппапорт констатує, що майже всі компанії, акції яких мають обіг на фондовій біржі, беруть участь у грі навколо прогнозування прибутку. Згідно з опитуваннями, проведеними Інститутом з інвестор рілейшнз у середині 2006 року, 66 % публічних компаній направляють такого роду прогнози аналітикам із Уолл-Стріт. Інші дослідження, проведені у США, засвідчують, що 80 % фінансових директорів великих компаній вважають рівень інвестицій підприємств у розвиток, рекламу, в оновлення основних засобів, персонал надто низьким для того, щоб досягти показників прибутковості, які заявлені у прогнозах².

¹ *Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value // Harvard Business Review. September 2006. — P. 68.*

² *Там само.*

Головні аргументи проти використання показника прибутку як критерію ефективності діяльності, згідно з логікою А. Раппарта, полягають у тому, що:

— показники прибутку, заявлені у звіті про фінансові результати та у балансі, практично не дають жодної інформації про створення підприємством доданої вартості;

— якщо підприємство зафіксувало у звітності прибуток, однак рентабельність інвестицій є меншою, ніж ставка залучення капіталу, вартість не створюється, а поглинається;

— для отримання запланованих показників прибутку в короткостроковому періоді менеджмент підприємств доволі часто відмовляється від інвестиційних проектів, які є перспективними з точки зору генерування вартості у довгостроковому періоді. Таким чином, переслідуючи короткострокову мету відображення у звітності прибутку, менеджмент може закласти підвалини для знищення вартості у довгостроковому періоді;

— внаслідок того, що підприємства використовують різні системи бухгалтерського обліку та методи визначення показників, що наводяться у звітності, ускладнюється порівняльна оцінка ефективності як у ретроспективі, так і сучасно інших суб'єктів господарювання;

— у показниках прибутку жодним чином не враховується фактор зміни вартості грошей у часі³.

Висновки про відсутність безпосереднього зв'язку між показниками прибутку підприємства та приросту вартості, яка належить власникам (SVA), підтверджуються не лише теоретичними дослідженнями, а й емпірично обґрунтовані. Так, проведене компанією Standard&Poor's порівняння показників прибутку на одну акцію (EPS, Earnings per Share) та SVA, що визначається рівнем дивідендів та зміною ринкового курсу корпоративних прав по 500 провідних підприємствах, засвідчило відсутність кореляційного зв'язку між зазначеними показниками. Відомі широкому загалу фінансові скандали з такими "прибутковими" компаніями, як Worldcom, Enron, Parmalat, Nortel Networks, Swisair підтверджують тезу про невідповідність використання прибутку як основного критерію прийняття фінансових рішень.

Другий принцип забезпечення зростання вартості, за А. Раппартом, рекомендує менеджменту під час прийняття фінансових рішень орієнтуватися на прогнози майбутніх чистих грошових потоків (cash-flow). Такий висновок можна обґрунтувати тим, що вартість підприємства — це еквівалент його цінності, виражений у ймовірній сумі грошей. Саме величина майбутніх грошових потоків, яку генеруватиме компанія, визначає курс корпоративних прав та ринкову капіталізацію підприємства. У цьому контексті німецькі економісти А. Кьоненберг та Р. Залфельд зауважують, що ринок капіталів виказує дедалі більшу го-

³ *Rappaport Alfred*. Shareholder Value. — Stuttgart: Schaefer-Poeschel Verlag, 1999. — P. 16.

товність до оцінки компаній на підставі орієнтованих на перспективу вартісних показників замість традиційних короткострокових оцінних критеріїв⁴. Аналіз вітчизняної практики прийняття інвестиційних рішень засвідчує, що, попри світові тенденції, в Україні поширеною є теза щодо необхідності вкладання коштів в активи з “високим потенціалом короткострокового зростання”.

Згідно з *третім принципом* слід інвестувати кошти у майбутнє. Як правило, компанії створюють вартість у результаті звичайної операційної діяльності. Однак найреальнішим способом забезпечити рентабельність понад очікування ринку капіталів є концентрація на нових полях бізнесу. А. Раппапорт розглядає це питання крізь призму операцій злиття та поглинання. Він зауважує, що в результаті великих аквізицій наростити вартість (або її знищити) можна набагато швидше⁵. Компанії, які володіють достатнім обсягом ліквідних ресурсів та із незначним рівнем заборгованості, для поліпшення своїх конкурентних позицій вдаються саме до операцій типу M&A. Так, лише протягом 2005 року у світовому масштабі загальний обсяг трансакцій зі злиття та приєднання оцінюється на рівні 2,7 трлн дол. США. Солідні рішення з M&A ґрунтуються на довгострокових очікуваннях щодо зростання вартості підприємств. Приймаючи інвестиційні рішення цього типу, менеджмент має обґрунтувати де, коли і як можна очікувати поліпшення вартісних параметрів. Слід також урахувати можливі ризики того, що очікуване в результаті синергії зростання вартості не відбудеться.

Четвертий принцип вказує на необхідність утримання лише тих активів, які здатні максимізувати вартість компанії. В рамках цього принципу менеджмент має періодично оцінювати вартість компанії та її окремих структурних підрозділів. Поля бізнесу, які не генерують вартість, слід або фінансово оздоровити, або ліквідувати і таким чином зменшувати обсяги інвестованого капіталу. В цьому контексті підкреслимо необхідність інвестування коштів лише у ті активи й види діяльності, які засвідчують найвищий рівень показника економічної доданої вартості. Якщо окремі виробничі функції характеризуються високим рівнем витрат та низькими вартісними показниками, то слід розглянути питання щодо можливого їх аутсорсингу.

У цьому контексті А. Раппапорт зауважує, що курс акцій компанії відображає очікування ринку щодо динаміки фінансово-господарської діяльності. Якщо підприємство виправдовує ринкові очікування, то доходи інвесторів відповідатимуть лише середній нормі дохідності. Для забезпечення доходів вищих, ніж їх середній рівень на ринку, результати звичайної діяльності компанії мають набагато перевищувати ринкові очікування, або ж менеджмент має

⁴ Coenberg A., Salfeld R. Wertorientierte Unternehmensführung: vom Strategieentwurf zur Implementierung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2003. — S. 7.

⁵ Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value // Harvard Business Review. September 2006. — P. 69.

відкрити нові поля бізнесу, які характеризуються високим рівнем приросту вартості⁶.

П'ятий принцип полягає в поверненні власникам інвестовані в підприємство кошти, якщо відсутні можливості нарощення вартості. Мова йде про необхідність виплати дивідендів та зменшення статутного капіталу на основі викупу корпоративних прав у тому разі, якщо у підприємства відсутні інвестиційні проекти, рентабельність яких перевищує ставку залучення капіталу. Завдяки поверненню коштів інвесторам, з одного боку, зменшуються витрати, пов'язані з користуванням капіталу, а з другого, знижується ризик того, що надлишкові кошти менеджмент може використати для фінансування проектів, які поглинають вартість, наприклад, на недостатньо підготовлені аквізиції⁷. Інвестори у цьому разі можуть розглянути прибутковіші альтернативи вкладення коштів.

Дотримання цього принципу не означає, однак, звичайного викупу акцій, як це досить часто робить багато компаній, переслідуючи при цьому мету збільшення доходів на одну акцію. А. Раппапорт не рекомендує викупляти надто переоцінені ринком акції, оскільки у цьому разі у вигравші залишаються акціонери, які продають свої акції. Причому додаткові доходи вони отримують за рахунок власників, які продовжують утримувати корпоративні права, оскільки після спрямування підприємством коштів на викуп переоцінених акцій ринкова вартість компанії має тенденцію до зниження. Вартісний підхід до управління передбачає викуп акцій лише тоді, коли, за оцінками менеджменту, вони недооцінені ринком. У цьому разі вартість підприємства зростає, і менеджмент діє не в інтересах власників, які продають свої корпоративні права.

Шостий принцип вказує на необхідність встановлення винагороди топ-менеджменту компаній за довгострокові успіхи. Компанія може реалізувати потенціал зростання вартості лише за наявності дієвої системи стимулювання всієї ієрархії менеджменту. На особливу увагу заслуговує інструментарій мотивації топ-менеджменту. Донедавна вважали, що найбільш адекватним інструментом мотивації топ-менеджерів до прийняття вартісно орієнтованих управлінських рішень, є опціони на придбання акції. Однак більшість менеджерів у своїй діяльності керується короткостроковими вартісними орієнтирами. Практика засвідчує, що менеджери прагнуть якнайшвидше реалізувати свої опціони і продати акції за максимальною ціною. Для цього здебільшого приймаються рішення, спрямовані на максимізацію прибутку в короткостроковому періоді, тобто повністю ігноруються принципи ефективного управління вартістю.

⁶ *Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value // Harvard Business Review. September 2006. — P. 76.*

⁷ *Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value // Harvard Business Review. September 2006. — P. 72.*

А. Раппапорт пропонує зорієнтувати системи мотивації топ-менеджменту на певні індекси. Зазначені індекси можуть бути прив'язаними до ринкового курсу акцій. За цього підходу менеджмент отримує винагороду лише у тому разі, якщо динаміка курсу акцій компанії є кращою, ніж відповідні показники в конкурентів чи в інших аналогічних фірмах. Для підприємств, стосовно яких неможливо провести змістовний бенчмаркінг (щодо змін курсу корпоративних прав), виправданим є застосування інструментарію опціонів на придбання акцій за спеціальними планами реалізації опціонного права, які містять компоненту ризику. Мова йде про так звані DERO (Discounted Equity Risk Option). Ціна реалізації DERO щорічно збільшується на відсоток дохідності за десятирічними державними облігаціями (безризикова норма дохідності) та на премію за ризик у формі очікуваної ставки рентабельності власного капіталу. В літературі можна зустріти обґрунтування й інших інструментів мотивації топ-менеджменту. Використання зазначених інструментів залежить, однак, від специфічних умов діяльності конкретного підприємства.

Сьомий принцип зводиться до створення дієвих систем матеріального стимулювання для керівників структурних підрозділів компанії. Винагороду менеджменту лінійних підрозділів недоцільно прив'язувати до ринкового курсу акцій чи до інших індикаторів, які характеризують ефективність діяльності підприємства в цілому. Це пояснюється тим, що зростання курсу акцій та загальної вартості підприємства може відбуватися за рахунок доданої вартості, створеної іншими підрозділами, а не тим, ефективність якого оцінюється. Навпаки, окремих центр відповідальності може генерувати додану вартість, тоді як у цілому по підприємству спостерігається зменшення вартості та зниження курсу корпоративних прав. Саме тому системи винагороди менеджменту децентралізованих підрозділів слід прив'язати до ефективності діяльності певних центрів відповідальності.

На сьогодні достатньо поширеною є практика інтеграції систем мотивації в систему бюджетування. Бонуси менеджерів за цього підходу залежать від рівня виконання планових показників. Однак такий спосіб вирішення питання матеріального заохочення не виправдовує себе. Це пояснюється багатогранними конфліктами інтересів, які проявляються як на стадії складання, так і на стадії затвердження й виконання бюджетів та бюджетного контролю. Конфлікти на стадії узгодження показників бюджетів виникають у результаті прагнення відповідальних менеджерів сформувати так званий бюджетний запас. Мова йде про те, що в результаті існування проблематики інформаційної ренти “низи” занижують доходи та завищують витрати, а “верхи” чинять навпаки. Конфлікти виникають також при встановленні внутрішніх (трансфертних) цін між окремими структурними підрозділами, центрами відповідальності. На стадії бюджетного контролю конфлікти виникають при пошуку “винних” у недосягненні бюджетних показників та небажанні брати на себе відповідальність. Отже, ін-

теграція системи мотивації у систему бюджетування не виправдовує себе і не сприяє максимізації вартості, що й підтверджується поступовим переходом компаній на так звану безбюджетну діяльність (*beyond budgeting*).

А. Раппапорт пропонує прив'язувати систему матеріального заохочення менеджерів структурних підрозділів до показників доданої вартості, які генеруються відповідними структурними одиницями. При цьому можна використовувати різні концепції: побудовані на показниках EVA, CVA чи DCF. Такий підхід дає змогу гармонійно поєднати інтереси менеджерів та інвесторів. Перехід на управління на базі вартісних показників потребує реалізації масштабних програм навчання та перепідготовки менеджерів. Так, у процесі переходу на вартісно орієнтоване управління німецького концерну Volkswagen (VW) до кінця 2003 року увесь управлінський персонал VW (3500 менеджерів усіх рівнів) пройшов спеціальне навчання з основ EVA. Таким чином, усі ключові менеджери VW були ознайомлені з принципами управління на базі EVA. У спрощеному вигляді систему матеріальної винагороди менеджменту VW можна описати таким чином. Менеджери отримують щомісячну заробітну плату та річні бонуси за успішну діяльність. Бонус складається з двох частин:

- 1) премія за результатами діяльності підприємства в цілому;
- 2) премія за результати діяльності окремих менеджерів та структурних підрозділів.

Із 2004 року величина бонусів прив'язана до показника EVA (раніше до величини фінансових результатів).

Відповідно до *восьмого принципу* керівництву підприємства, реалізуючи стратегію зростання вартості, не слід забувати про рядовий персонал. Створення доданої вартості без персоналу є практично неможливим. Показники обсягів реалізації, економічної доданої вартості, CFROI є корисними вартісними індикаторами, однак вони слугують орієнтирами для менеджменту підприємства. Для забезпечення генерування вартості необхідно також розробити конкретні кількісні цільові орієнтири для рядового персоналу. Слід чітко визначити, що, коли і як має робити конкретний працівник для забезпечення приросту вартості. Зазначені орієнтири мають бути транспарентними і зрозумілими. З другого боку, слід раціонально використовувати інструментарій заохочення рядового персоналу, який перебуває як у площині виплати заробітної плати, бонусів, соціальних виплат, так і у сфері збереження робочого місця, підвищення кваліфікації, кар'єрного зростання, умов праці, виробничого клімату, участі в капіталі.

Дев'ятий принцип проголошує, що ризики топ-менеджерів і акціонерів мають бути однаковими. Характеризуючи цей принцип, слід зауважити, що повністю вирівняти ризики менеджменту та інвесторів неможливо. Це зумовлено тим, що менеджмент як агент завжди матиме переваги в інформаційному забезпеченні порівняно з інвесторами. Однак компанії мають впроваджувати ін-

струменти та моделі, спрямовані на зменшення розриву між ризиками зазначених груп інтересів. До найпоширеніших методів, спрямованих на збалансування ризиків менеджменту та власників, відносять зобов'язання топ-менеджменту володіти пакетом корпоративних прав компанії. Наприклад, спеціальним договором може бути передбачено, що керівник підприємства має володіти пакетом акцій, ринкова ціна якого становить п'ять річних обсягів заробітної плати. Дієвість зазначеного інструменту підвищується, якщо акції, які належать керівництву, матимуть обмежену ліквідність, тобто якщо керівник не зможе продати їх у будь-який вигідний для себе час.

Десятий принцип обстоює необхідність ефективної комунікації компанії з її інвесторами. Завдяки якісній комунікації знижується ціна залучення капіталу та зростає ринковий курс акцій. Учасники ринку капіталів мають бути поінформованими про майбутню динаміку чистих грошових потоків та інші чинники впливу на вартість підприємства. Для таких цілей доцільним є складання та оприлюднення так званого репортингу про вартість компанії. Якщо ж рівень комунікації менеджменту з інвесторами не задовольняє інформаційні потреби інвесторів, то останні мають порушувати питання про відповідність керівників посадам, що вони обіймають.

Підсумовуючи вищевикладені міркування щодо змісту та значення принципів забезпечення зростання вартості підприємства, можна стверджувати, що компанії, які декларують довгострокову стратегію зростання, не зможуть її реалізувати без дотримання зазначених принципів. Якщо менеджмент свою увагу концентрує на короткострокових цілях та наявній операційній діяльності, ігноруючи при цьому можливості зростання, закладені в нових полях бізнесу, то рано чи пізно результати діяльності виявляться нижчими від очікувань на ринку капіталів. Унаслідок цього курс акцій і ринкова вартість підприємства знижуватимуться. Логічною реакцією власників на цю обставину буде зміна керівництва компанії.