

Мозенков О.В.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів, контролінгу
та зовнішньоекономічної діяльності
Науково-технічного університету
“Харківський політехнічний інститут”

Калюжний В.В.,

кандидат економічних наук, завідувач відділу
Державного інституту праці
та соціально-економічних досліджень,
м. Харків

РИНКОВА ВАРТІСТЬ КОМПАНІЙ У СИСТЕМІ ЗАХИСТУ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ ДЕРЖАВИ

Розглядаються сучасні показники оцінки ринкової вартості компанії, описано їх характеристики. В теоретичному плані детально аналізуються особливості, переваги й недоліки показника економічної доданої вартості порівняно з іншими ринковими параметрами. Проведено розрахунки цього індикатора на базі статистичної інформації по окремих акціонерних товариствах із державною часткою капіталу. Відображено певні межі застосування економічної доданої вартості на обраних підприємствах.

The article features modern indicators for estimating the company market cost and contains their characteristics. In the theoretical plan, the authors offer a thorough analysis of peculiarities, advantages and drawbacks of economic added value indicator, compared with other parameters; carry out calculations of this indicator on the basis of statistical information in separate joint-stock societies with a share of state capital; and show limits for applying economic added value at the chosen enterprises.

Історія розвитку економічної науки в Україні багата на приклади запозичення, осмислення й удосконалення різних методів та інструментів управління підприємствами, як правило розроблених у провідних економічно розвинутих країнах. Останнім часом цей процес прискорився: з одного боку, завдяки переходу до міжнародних стандартів бухгалтерського обліку, а з другого — внаслідок реальної потреби наших підприємств у механізмах менеджменту, адекватних умовам ринкової економіки. Наприклад, у сфері фінансового менеджменту багато підприємств намагаються реалізувати сучасні концепції управління вартістю компанії й методи менеджменту, відповідно до яких головним критерієм успішності управлінської діяльності на різних її рівнях є досягнення якомога більшого приросту ринкової вартості підприємства чи його підрозділів.

Зазначений підхід сформувався в середині 1980-х у США та дістав назву менеджменту, що ґрунтується на управлінні вартістю, або *VB*-менеджменту (*Value Based Management*)¹. Завдання *VBМ* — побудувати систему обліку результатів і

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. Стоимость компаний: оценка и управление: Пер. с англ. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2007. — 554 с.

управління компанією так, аби мати можливість постійно контролювати приріст і втрату її вартості. Після впровадження *VBM* варіанти розвитку, що знижують вартість компанії, як правило, не приймаються. Такий підхід дає змогу, зокрема, точніше оцінити ефективність роботи менеджерів і створити прийнятну систему мотивації їхньої праці.

При цьому постає питання: що приймати за критерій досягнення мети підприємства та, відповідно, встановлювати як цільову функцію управління фінансовими ресурсами? Адже тільки в 1990-ті роки почали застосовувати такі нові показники, як додана ринкова вартість (*MVA*); додана економічна вартість (*EVA*); збалансована система показників (*BSC*); показник сукупної акціонерної доходності (*TSR*); грошовий потік віддачі на інвестований капітал (*CFROI*) тощо, які певною мірою спроможні відповісти на це запитання. Утім, більшість цих показників є альтернативними, отже постає проблема вибору саме того з них, який найбільше сприяв би добробуту акціонерів і персоналу підприємств. Інша точка зору полягає в тому, що не існує досконалих показників вартості компанії, тому для практичних потреб рекомендується використовувати систему вартісних показників².

Судячи з числа публікацій, найпопулярнішим є показник економічного прибутку *EP* (Economic Profit), який на практиці часто ототожнюють із показником доданої економічної вартості *EVA* (Economic Value Added), котрий має аналогічну формулу розрахунку, якщо не зважати на певні нюанси, пов'язані з коригуванням бухгалтерської звітності підприємства. Сучасну модифікацію показника *EP* у формі *EVA* подано у книзі Бенета Стюарта, де підсумовано діяльність консалтингової компанії "Stern Stewart&Co", заснованої в 1980-х роках³. Компанія зареєструвала торгову марку *EVA*[®]. Крім цього показника автори обґрунтували концепцію менеджменту під назвою "Система управління на основі показника *EVA*[®]" (*EVA*[®]-based management). Це система фінансового управління, що задає єдину основу для прийняття рішень усіма ланками менеджменту та дає змогу моделювати, відстежувати, проводити, оцінювати й мотивувати управлінські рішення в єдиному ключі: додавання вартості до інвестицій акціонерів. Нині зазначену систему застосовують сотні провідних компаній у всьому світі⁴.

В Україні різні аспекти концепції виміру і приросту вартості компанії розглядалися, зокрема, такими авторами, як В. Суторміна, В. Федосов, Н. Рязанова, Н. Лебідь, С. Москвін, Т. Момот, В. Гласюк, А. Гриценко, В. Зозуля, Д. Редченко, Н. Єрмоленко, О. Мендрул, Є. Мішенін, Р. Косодій. Проте сучасні дослідження

² Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. Зазнач. праця.

³ G. Bennett III Stewart. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. — NY: Harper Business, 1991. — 781 p.

⁴ Леденёв Е.Е. BSC и EVA[®] — конкуренты или союзники. — http://www.cfin.ru/management/controlling/bsc_eva.shtml.

обмежуються розкриттям теоретико-методологічної сутності нових вартісних показників, що стримує їх практичне використання як інструмента управління, наприклад, підприємствами з часткою держави у статутному фонді понад 25 %. Саме вони характеризуються високим рівнем збитковості й банкрутств, а тому потребують якіснішого фінансового менеджменту, який надавав би можливість постійно контролювати приріст і втрату вартості акціонерного товариства. Адже йдеться про захист майнових прав держави.

Мета статті — теоретико-методологічна інтерпретація сутності показника доданої економічної вартості та визначення можливості його застосування як індикатора зростання вартості акціонерних підприємств із державною часткою в їхньому капіталі.

Сучасна концепція *EVA*

Врахувати дію основних чинників зростання вартості компанії дає змогу модель економічного прибутку. Основна ідея цієї моделі полягає в тому, що протягом операційного періоду компанія додає вартість лише в тому разі, якщо прибуток на інвестований капітал перевищує витрати на його залучення. Це правило виражається такою формулою:

$$EP = Invested\ Capital \times (ROIC - WACC),$$

де *EP* — економічний прибуток від основної (операційної) діяльності;

Invested Capital — інвестований капітал;

ROIC — рентабельність інвестованого капіталу (Return on Invested Capital);

WACC — середньозважені витрати на капітал (Weighted Average Cost Capital).

Грунтуючись на формулі економічного прибутку, що характеризує вартість, додану протягом операційного періоду, можна вивести й формулу для визначення вартості компанії в цілому:

$$Value = Invested\ Capital + Present\ Value\ Projected\ Economic\ Profit,$$

де *Value* — вартість компанії;

Present Value Projected Economic Profit — приведена вартість прогнозованого економічного прибутку.

Показник *EP* можна розрахувати як різницю між чистим операційним прибутком після сплати податків і альтернативною вартістю (opportunity cost) інвестованого капіталу:

$$EVA = NOPAT - Invested\ Capital \times WACC,$$

де *NOPAT* — чистий операційний прибуток після сплати податків (Net Operating Profit After Tax).

Цей показник дістав назву доданої економічної вартості (*EVA*). *EVA*[®] у формі торгової марки, тобто визначений за методикою “Stern Stewart&Co”, є підрахунком того, наскільки прибуток компанії відрізняється від необхідного мінімального рівня прибутковості (з урахуванням відповідного ризику) для акціонерів чи

кредиторів. Різниця може бути як залишком, так і нестачею. Слід пам'ятати, що при розрахунку показника *EVA*[®] багаторазово коригуються величини прибутку й капіталу, наведені в бухгалтерській звітності, що, власне, й відрізняє його від показника *EP*.

На практиці часто вдаються до спрощеного підходу, за якого основна діяльність компанії не виділяється, а аналіз ведеться щодо всіх інвестицій і всіх прибутків (як від операційної, так і від інвестиційної й фінансової діяльності). При цьому похибка залежатиме від обсягу неопераційного прибутку компанії в даному періоді та величини інвестицій у неосновну діяльність. У цьому випадку замість показника *ROIC* використовується *ROA* (Return on Assets) — коефіцієнт рентабельності активів (відношення чистого прибутку компанії без вирахування процентів по кредитах до її середньорічних чистих операційних активів).

Що таке *WACC*? Корпорації створюють вартість для акціонерів, забезпечуючи прибутковість інвестованого капіталу, вищу за його вартість. *WACC* (середньозважена вартість капіталу) є виразом цієї вартості. Вона використовується для того, щоб визначити, додається чи ні вартість при реалізації певних інвестицій, стратегій, проектів тощо.

WACC виражається як відсоток, як процентна ставка. Наприклад, якщо компанія має *WACC* 12 %, це означає, що для неї доцільно здійснювати тільки ті інвестиції, у яких *ROIC* (або *ROA*) перевищує 12 %. Вартість капіталу для будь-якої інвестиції — в рамках всієї компанії чи окремого проекту — це рівень прибутковості, який інвестори капіталу можуть без особливих проблем отримати, вкладаючи його в іншому місці. Іншими словами, вартість капіталу — це вид альтернативної вартості.

Простою частиною *WACC* є складова позикових коштів. У більшості випадків відомо, скільки коштів компанія винна своїм кредиторам унаслідок залучення позикових коштів. Складніше з визначенням вартості акціонерного капіталу. Зазвичай вона вища за вартість позикових коштів, оскільки акціонерний капітал включає ризикову премію. Розрахунок ризикової премії ускладнює обчислення *WACC*, так само як і визначення оптимального співвідношення позикового й акціонерного капіталів, здатного максимізувати акціонерну вартість. Також важлива ставка податку на корпоративний прибуток, тому що проценти, як правило, виплачуються з податковим вирахуванням.

Застосовується така формула *WACC*:

$$WACC = (\text{позикові кошти}/TF) \times (\text{вартість позикового капіталу}) \times (1 - \text{tax}) + (\text{акціонерний капітал}/TF) \times (\text{вартість акціонерного капіталу}),$$

де *TF* — сума ринкових вартостей позикових коштів і акціонерного капіталу.

Істотне питання, пов'язане з *TF*, полягає в тому, чи потрібно (і якщо так, то за яких обставин) включати в цей показник поточні зобов'язання, такі як комерційний кредит. При оцінці компанії це релевантно, оскільки комерційний кредит

часто використовується багатьма компаніями. Існують процентні платежі за таке користування. Комерційний кредит може становити значну суму в балансовому звіті. При оцінці *EVA* використовуються не ринкові, а балансові величини позикового і власного (акціонерного) капіталу, до того ж складу позикового капіталу не включають безпроцентні поточні зобов'язання підприємства.

Конвертуючи балансову вартість чистих активів в ринкову, можна отримати ще один варіант *EVA*, що має назву очищеної доданої економічної вартості (Refined Economic Value Added — *REVA*).

Таким чином, інвестований капітал — це сукупність коштів, інвестованих у компанію всіма акціонерами і кредиторами. Він розраховується на основі сукупних активів (Total Assets) шляхом їх зменшення на суму грошей та їх еквівалентів (Cash and Equivalents), короткострокових (Short Term Investments) і довгострокових (Long Term Investments) інвестицій, а також на суму безпроцентних поточних зобов'язань (Non-Interest Bearing Current Liabilities — *NIBCLs*). Адже кошти не є операційним активом та не використовуються при отриманні прибутку (гроші, що лежать у касі або на розрахунковому рахунку, не можна вважати інвестиціями). *NIBCLs* складається з таких видів короткострокових заборгованостей, як кредиторська, податкова заборгованість перед бюджетом, нарахування та ін. Ці види заборгованостей не викликають процентних витрат, а тому їх зазвичай не враховують у складі інвестованого капіталу. Тож формула для розрахунку величини інвестованого капіталу має такий вигляд:

$$\text{Invested Capital} = \text{Total Assets} - \text{Cash and Equivalents} - \text{Short Term Investments} - \\ - \text{Long Term Investments} - \text{NIBCLs}.$$

Короткострокові й довгострокові інвестиції не враховуються у складі інвестованого капіталу, оскільки є фінансовими, а не операційними активами. Вони не беруть участі у формуванні операційного прибутку. Ефективність використання фінансових активів повинна оцінюватися окремо на основі прибутків від фінансової діяльності.

Показник *EVA* можна вирахувати на рівні департаменту (стратегічної бізнес-одиниці). На відміну від показників акціонерного капіталу *EVA* характеризує не запас, а потік, отже може використовуватися для оцінки дійсної віддачі на капітал протягом певного періоду часу⁵.

Показник *EVA* було розроблено з метою допомогти менеджерам інкорпорувати два основних принципи ухвалення рішень у сфері фінансів:

- 1) головне фінансове завдання будь-якої компанії полягає в максимізації добробуту своїх акціонерів;
- 2) вартість компанії залежить від того, наскільки майбутні доходи відрізняються від вартості капіталу.

⁵ Каложний В. Пояснення парадоксів неокласичної моделі економічного зростання Р. Солоу // Вісник НБУ. — 2005. — № 2. — С. 32—40.

За визначенням, стійке зростання *EVA* приведе до підвищення ринкової вартості компанії. Поточні результати відбиваються на курсі акцій. Вважають, що саме поліпшення *EVA* сприяє добробуту акціонерів.

Узагалі пошуки нових методів оцінки вартості й ефективності діяльності фірм були стимульовані збільшенням розриву між ринковою й балансовою вартостями активів, що містить бухгалтерський баланс. Адже останній, із погляду інвесторів, є корисним джерелом інформації, коли балансова (книжкова) вартість активів хоч приблизно корелює з ринковою вартістю (точна кореляція не можлива, оскільки балансова вартість історична за своєю природою, а ринкова — перспективна, спрямована на майбутнє). Насправді ці показники не збігаються, й досить відчутно. Так, порівняння ринкової й балансової вартостей 3500 американських компаній показало: якщо на початок 1978 року ці показники мало відрізнялися один від одного — балансова вартість дорівнювала 95 % ринкової вартості, то на початок 1998-го вони зовсім не збігалися — балансова вартість становила лише 28 % від ринкової вартості⁶. Це пояснюється збільшенням ролі нематеріальних активів, таких як інтелектуальний капітал, репутація, незавершені науково-дослідні розробки тощо, котрі, власне, й намагаються врахувати, застосовуючи методіку розрахунку показника *EVA*[®].

Утім, у ході вельми авторитетних досліджень, проведених компаніями “McKinsey&Co”, KPMG, BCG, “Merrill Lynch”, “Stern Stewart&Co” (авторами *EVA*[®]), виявлено, що зростання показника *EVA*[®] не має тісного зв'язку з вартістю бізнесу. Часто при підвищенні *EVA*[®] акції або зростають дуже низькими темпами, або навіть падають у ціні. Іншими словами, ці дослідження вказують на відсутність тісного зв'язку між зростанням *EVA*[®] і збільшенням вартості компанії⁷.

Це означає, що показник *EVA*, без сумніву, не може використовуватися як єдина основа для ухвалення стратегічних рішень щодо оптимізації господарського портфеля підприємства. Як справедливо зазначає відомий економіст Дейвід Янг, “*EVA* — не панацея та ніколи не повинна розглядатися як альтернатива хорошій практиці управління. Що *EVA* може зробити, так це допомогти вищому керівництву створити таку систему стимулювання й контролю, яка збільшила б імовірність того, що всі менеджери управлятимуть фірмою відповідно до необхідності створення вартості для акціонерів”⁸. До того ж сам показник *EVA* потребує суттєвого вдосконалення й адаптації до ринкових умов, у яких працюють вітчизняні підприємства.

⁶ Редченко К. EVAлюция сбалансированной системы показателей // Корпоративный менеджмент. — <http://www.cfin.ru/management/controllers/evaluation.shtml>.

⁷ Ковалев Д. Парк *EVA*[®]-вского периода // Комп&ньон. — 2007. — № 8.

⁸ Young D. Economic value added: a primer for European managers // European Management Journal. — 1997. — Vol. 15. — № 4. — P. 335–343.

Теоретико-методологічний аналіз показника *EVA*

Ключем до розуміння сучасної фінансової моделі підприємства є принцип економічного прибутку, тобто оцінки результату компанії з позицій її альтернативних витрат — упущеної вигоди або прибутків, втрачених у альтернативних варіантах вкладення капіталу компанії через обмеженість її ресурсів. Коректна аналітична модель компанії, яка діє в ринковому середовищі, повинна передбачати упущену вигоду як неявний компонент витрат, що “не помітний” у бухгалтерському обліку й тому потребує аналізу додаткових даних, що виходять далеко за межі компанії. Таким чином, створюється абсолютно інша концепція оцінки результатів діяльності компанії — на основі не бухгалтерського, а економічного прибутку, який вираховується шляхом порівняння бухгалтерського прибутку з величиною упущених вигод⁹.

Категорію економічного прибутку, або підприємницького доходу (залишкового прибутку), вперше викладено у “Принципах економічної науки” Альфреда Маршала (1890). “Коли людина веде підприємство, — писав він, — її річний прибуток утворить перевищення доходів від підприємства над його витратами протягом року. Різниця між вартістю його основних виробничих фондів, сировини тощо на початку й наприкінці року розглядається як частина його витрат або як частина його витрат залежно від того, що відбулося: збільшення чи зменшення цієї вартості. Залишок від прибутку після вирахування з нього процента на його капітал за поточним курсом (а також витрат зі страхування) зазвичай називають *підприємницьким, або управлінським, доходом*. Відношення його річного прибутку до його капіталу позначається як *норма прибутку*”¹⁰.

Прибуток від усякого капіталу, таким чином, розпадається чи може бути розкладений на дві якісно різні, взаємно самостійні й незалежні одна від одної частини — процент і підприємницький дохід. Той, хто застосовує капітал, якщо навіть працює з власним капіталом, виступає і як простий власник капіталу, і як особа, що застосовує капітал. Сам його капітал розпадається на капітал-власність, капітал поза процесом виробництва, що приносить процент, та на капітал у процесі виробництва, капітал-функцію, який приносить підприємницький дохід¹¹.

Для побудови моделі підприємницького доходу спочатку припустимо, що у виробництві якогось товару величина застосованого протягом року капіталу, який складається із власного і позикового капіталів, не змінюється. Тоді модель ціни виробництва товару *W* може бути записана у вигляді формули:

⁹ *Ивашковская И.* Управляемая стоимость // Секрет фирмы. — 2003. — № 4(20).

¹⁰ *Маршалл А.* Принципы экономической науки. Кн. II. Некоторые основные понятия. Гл. 4. Доход. Капитал. — <http://www.ek-lit.agava.ru/mar204.htm>.

¹¹ *Маркс К.* Капитал. Т. III, кн. 3. Критика политической экономии / Под ред. Ф. Энгельса. — М.: Политиздат, 1975. — С. 412.

$$W = (A + S + V + i_D K_D + T_P) + P, \quad (1)$$

де A — амортизація основного капіталу;
 S — витрати на сировину й матеріали;
 V — витрати на оплату праці;
 i_D — ставка банківського процента за кредитами;
 K_D — позиковий капітал;
 T_P — податок на прибуток;
 P — прибуток після сплати податків (чистий прибуток).

Користуючись прийнятими позначеннями, показник підприємницького доходу або чистого залишкового прибутку можна визначити так:

$$RI = P - i_E K_E, \quad (2)$$

де i_E — безризикова ставка прибутковості інвестицій, наприклад номінальний банківський процент за депозитами або середня дохідність державних облігацій.

У формулі (2) показник чистого підприємницького доходу (прибутку) RI відповідає концепції “залишкового доходу” (Residual Income) чи “залишкового прибутку” (Residual Profit) — прибутку компанії за мінусом альтернативних витрат капіталу (вартості упущеної можливості (передбачуваного доходу від альтернативного варіанта фінансових інвестицій). Показник $i_E K_E$ може характеризувати альтернативні витрати (Opportunity Cost)¹² або вартість найкращої з відкинутих альтернатив, якщо під процентом i_E розуміти відповідний рівень прибутковості альтернативних інвестицій.

Тепер перейдемо до теоретичного виведення формули доданої економічної вартості EVA на підставі формули (2). Спочатку представимо чистий прибуток підприємця від основної діяльності у вигляді:

$$P = P_T (1 - T),$$

де P_T — операційний прибуток до сплати податку;
 T — ставка податку на прибуток.

Оскільки прибуток підприємця розпадається чи може бути розкладено на дві якісно різні, взаємно самостійні й незалежні одна від одної частини — процент і підприємницький дохід, — то прибуток після сплати податку може бути представлено також як суму двох доданків:

$$P_T (1 - T) = Ki + Kr, \quad (3)$$

де Ki — частина чистого прибутку, що припадає на капітал-власність;
 i — ринкова ставка процента, яка характеризує альтернативний рівень прибутковості капіталу;

¹² Концепція альтернативних витрат була запропонована в 1880-х роках австрійським економістом Ф. Візером, учнем і послідовником К. Менгера, та розвинута в 1990-х у США Д. Грінном і Г. Давенпортом.

Kr — частина чистого прибутку, що припадає на власний капітал у процесі виробництва, або підприємницький прибуток;

r — фактична норма чистого прибутку на одиницю власного капіталу.

На підставі формули (3) може бути розрахована частина чистого прибутку, що припадає на капітал у ході виробництва, або підприємницький прибуток:

$$P = Kr = P_T (1 - T) - Ki. \quad (4)$$

Формула (4) не враховує структуру капіталу K , що застосовується у процесі операційної діяльності. Цей капітал може бути представлено у вигляді суми:

$$K = K_E + K_D,$$

де K_E — власний капітал.

Формула (4) може бути розширена шляхом елементарного обліку доходів і витрат, пов'язаних із залученням позикового капіталу:

$$P_{ED} = Kr = P_T (1 - T) - (K_E i_E + K_D i_D) + K_D i_D T, \quad (5)$$

де $K_D i_D$ — сума процентів, сплачених за користування позиковим капіталом;

$K_D i_D T$ — додатковий приріст чистого прибутку, пов'язаний із оподаткуванням прибутку після сплати процентів за користування позиковим капіталом;

i_E — ринкова ставка процента, що характеризує альтернативний рівень прибутковості вкладення капіталу;

i_D — ринкова ставка процента за користування позиковим капіталом.

Формула (5) легко трансформується в таку:

$$P_{ED} = [P_T (1 - T) + I_D (1 - T)] - [i_E E + i_D D (1 - T)] \times K, \quad (6)$$

де E і D — частка відповідно власного (акціонерного) й позикового капіталів у загальному інвестованому капіталі підприємства;

I_D — сплачені проценти.

У формулі (6) величина $P_T(1 - T)$ являє собою чистий операційний прибуток від основної діяльності за винятком податків, але до виплати процентів за користування позиковим капіталом. Даний показник називається у США операційним прибутком після сплати податків (*NOPAT*). Його обчислюють за формулою:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - T),$$

де *EBIT* — прибуток до сплати процентів і податків (*Earnings before Income and Tax*).

У формулі (6) величина $[i_E E + i_D D (1 - T)]$ відповідає відомому показнику *WACC*, або середньозваженим витратам капіталу. Тому формула (6) може бути записана у традиційному вигляді:

$$P_{EP} = NOPAT - WACC \times K = EVA. \quad (7)$$

Нагадаємо також, що *EVA* можна представити як:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times K. \quad (8)$$

Коефіцієнт *ROIC* розраховується як відношення *NOPAT* до середньорічної величини інвестованого капіталу K . Чим вищий цей коефіцієнт порівняно із

середньозваженою вартістю капіталу, тим більше додається економічної вартості на даному підприємстві завдяки ефективному використанню інвестованого в нього капіталу. Принциповим моментом є те, що показники вартості власного й інвестованого капіталу виражають ступені очікування ефективності власниками підприємства. Тому, з методологічної точки зору, не існує об'єктивно обумовленого рівня показника *WACC*. Головне те, що після встановлення цільового рівня *WACC* він починає виконувати роль нормативного показника, який характеризує мінімальний рівень рентабельності інвестованого капіталу, що задовольняє власників підприємства.

Можливість застосування показника *EVA* в системі захисту майнових прав держави

Останніми роками практика управління компанією на основі оцінок зростання її вартості не тільки поширилася, а й зазнала якісних змін. Почавши з епізодичного використання показників “залишкового доходу”, до середини 1980-х років вона трансформувалася в інтегровану концепцію економічного аналізу управлінських рішень на основі теорії корпоративних фінансів і методів стратегічного менеджменту.

На цьому етапі до традиційного аналізу фінансових показників додається довгострокове прогнозування фінансових наслідків найважливіших управлінських рішень із урахуванням імовірної динаміки змін зовнішнього і внутрішнього середовищ підприємства. Каркасом системи ефективного управління стає вживання раціональних методів кількісної оцінки та проектування фінансових результатів у поєднанні із гнучкими, орієнтованими на навчання й адаптивну взаємодію підходами стратегічного менеджменту. Стрімкий розвиток технологій, глобалізація ринків, зростання частоти зовнішніх змін і необхідність швидкої реакції на виклики конкурентного середовища поступово спричинили злиття циклів стратегічного планування у фактично безперервний процес.

За таких обставин обов'язковою умовою успіху стає доступ до найновішої, достовірної й добре структурованої інформації про стан товарних і фінансових ринків, дії і плани конкурентів, галузеву й макроекономічну динаміку, досягнуті результати й перспективи самої компанії. На рубежі 1990-х років у концепції “управління за вартістю” розв'язується проблема ефективності управлінських процесів. Відповідно до вимог часу в повсякденну діяльність корпорацій упроваджуються комп'ютерні технології збору, обробки й обміну інформацією.

Зарубіжні компанії одержують інструментальну базу, яка дає змогу трансформувати систему чинників вартості в систему цільових нормативів і ключових показників ефективності, що уможливорює вартісні принципи ухвалення рішень на всіх рівнях управління в режимі реального часу. Логіка розвитку й накопичений до початку 1990-х досвід комплексного впровадження методів “управління за вартістю” вимагають розширення концепції. Стає очевидним, що у процесі вироблення й реалізації стратегії компанії має бути взаємопов'язане все — не лише аналіз

альтернатив і розподіл ресурсів, система контролю й оцінки результативності, а й принципи стимулювання менеджерів та формування компенсаційного пакету.

В арсеналі Value Based Management з'являється “економічна психологія”, і вартісний підхід до управління набуває всіх ознак системності. Об'єднавши в собі весь попередній досвід розвитку концепцій управління, вартісний підхід відображає якісний стрибок у ідеології оцінки й ухвалення управлінських рішень. Від традиційного аналізу фінансових результатів за період та їх порівняння з аналогічними показниками в минулому, менеджмент переходить до довгострокового прогнозу грошових потоків і безперервного моніторингу випереджаючих нефінансових індикаторів. Важливою метою стає максимізація вартості компанії, а головною відмінною рисою корпоративного управління — націленість на майбутнє. Управління вартістю — це управління майбутнім. Здатність компанії як єдиного цілого знаходити й ефективно використовувати можливості для руху шляхом нарощування вартості формує і принципово нову сферу ключової компетентності. Уміння “створювати” вартість перетворюється на джерело конкурентної переваги, яке неможливо купити та дуже важко скопіювати¹³.

Головні складові управління вартістю (моніторинг основних чинників вартості, система “раннього попередження” негативних, руйнівних процесів на різних рівнях управління з погляду критерію вартості, виявлення “руйнівників вартості”¹⁴) доцільно запровадити й у системі управління корпоративними правами держави. Зокрема, незважаючи на зусилля органів державного управління, станом на 1 січня 2008 року 248 господарських товариств із державною часткою у статутному фонді, або 27 % їх загальної кількості, перебували на певній стадії банкрутства (з них мають у статутному капіталі державну частку понад 50 %, яка надає державі право контролю їх діяльності, тобто є контрольними — 82 товариства, або 24 % від загальної кількості контрольних). Із загальної кількості підприємств-банкрутів 55 (15 контрольних) — у стадії розпорядження майном; 76 (49 контрольних) — у стадії санації; 117 (18 контрольних) — у процесі ліквідації.

Зазначене свідчить про те, що до цього часу в системі управління корпоративними правами держави, на підприємствах, що мають у статутному капіталі державну частку понад 25 %, не створено надійної системи моніторингу фінансового стану підприємств та профілактики їх входження у кризовий стан, яка давала б змогу вчасно реагувати на негативні процеси. Оскільки одним із таких процесів є “руйнування вартості” підприємства, то цілком логічним було б запровадження таких показників, як *EVA*, хоча б у системі моніторингу виконання фінансових планів підприємств із державною часткою у статутному капіталі¹⁵. На цьому шляху

¹³ *Ибрагимов Р.* Управление по стоимости как система менеджмента // Менеджмент в России и за рубежом. — 2004. — № 6. — С. 64–72.

¹⁴ *Ивашковская И.* Знач. прая.

¹⁵ Системи фінансового моніторингу. Методологія проектування: Моногр. / За ред. О.В. Мозенкова. — Х.: ВД “ІНЖЕК”, 2005. — 152 с.; *Мозенков О.В.* Управление реализацией стратегии развития

необхідно вирішити деякі методичні питання, пов'язані з адаптацією моделі *EVA* до умов вітчизняного обліку фінансових показників¹⁶.

Варіант розрахунку показника *EVA*, застосований авторами статті з урахуванням результатів досліджень окремих складових показника *WACC*¹⁷ і показника інвестованого капіталу¹⁸, наведено в табл. 1.

Таблиця 1. Варіант розрахунку доданої економічної вартості

Показник	Математичне позначення, формула розрахунку	Джерело інформації
Операційний прибуток до сплати податків	P_T	Код 100, ф. 2 При збитку — код 105, ф. 1 зі знаком мінус
Операційний прибуток після сплати податків	$P_T(1 - T)$	T — поточна ставка податку на прибуток
Власний капітал	$K_E = (K_{Et} + K_{Et-1})/2$	Код 380 (к. 2 і к. 3), ф. 1
Вартість власного капіталу	i_E	Розраховується за окремою методикою
Позиковий капітал	$K_D = (K_{Dt} + K_{Dt-1})/2$	Сума кодів 480, 500, 520 (к. 2 і к. 3), ф. 1
Вартість позикового капіталу	i_D	Розраховується за окремою методикою
Сплачені проценти	I_D	Код 130, ф. 3
<i>NOPAT</i>	$P_T(1 - T) + I_D(1 - T)$	
<i>WACC</i>	$i_E E + i_D D(1 - T)$	
Економічна додана вартість	$EVA = NOPAT - WACC (K_E + I_D)$	

Як об'єкт дослідження використано дані фінансової звітності акціонерних товариств із розподілу електроенергії з часткою держави у статутному капіталі, що перевищує 25 %. Аналіз показав: із вісімнадцяти акціонерних товариств із розподілу електроенергії з державною часткою у статутному капіталі, що перевищує 25 %, ВАТ “Енергопостачальна компанія “Дніпрообленерго”, “Донецькобленерго” й “Луганськобленерго” у 2007 році мали від’ємний показник вартості власного капіталу, що унеможливило розрахунок *EVA*, а також свідчить про значне “руйнування вартості” капіталу цих підприємств у ретроспективному періоді та їх незадовільний фінансовий стан у тому році.

предприятия с помощью показателя экономической добавленной стоимости // Сб. мат-лов VI междунар. науч. практ. конф. “Актуальные проблемы и перспективы развития экономики Украины”, 4-6 октября 2007, г. Алушта. — С. 240—241.

¹⁶ Момот Т.В., Гордієнко Т.В. Адаптація критичної концепції економічної доданої вартості (*EVA*) до економіки України // Коммунальное хозяйство городов. — 2008. — № 83. — С. 251—255.

¹⁷ Басовский Л.Е., Басовская Е.Н. Экономическая оценка инвестиций: Учеб. пособ. — М.: ИД “ИНФРА-М”, 2008. — 241 с.; Лытнев О. Основы финансового менеджмента: Курс лекций. — http://www.cfin.ru/finanalysis/lytnev/6_4.shtml; Синадский В. Расчет ставки дисконтирования // Финансовый директор. — 2003. — № 4 (апр.).

¹⁸ Черемушкин С. Магия финансовой метрики. — <http://www.management.com.ua/stat/count>; Романов В.С. Модель экспресс-оценки стоимости компании. — http://www.cfin.ru/finanalysis/value/value_company.shtml.

У табл. 2 зазначено, якою є частка держави у статутному капіталі акціонерних товариств із розподілу електроенергії. Узагалі цей показник є досить цікавим об'єктом дослідження. Наприклад, змушує замислитись той факт, що при збільшенні загальної частки кредиторської заборгованості в пасивах вісімнадцяти ВАТ із 61,8 % на початок 2007-го до 62,5 % на кінець року, цей показник зріс: у “Запоріжжяобленерго” відповідно з 0,9 % до 82,1 %, або, в абсолютному виразі, на 710,3 млн грн; у АК “Харківобленерго” — з 19,7 % до 40,2 %, або на 31,5 млн грн; “Волиньобленерго” — з 8,1 % до 34,0 %, або на 3,6 млн грн. Саме на цих підприємствах державна частка у статутному капіталі становить 60—75 %. Водночас на підприємствах, де така частка дорівнює 25 %, спостерігається інша картина. Так, скоротилася частка кредиторської заборгованості в пасивах “Одесаобленерго” з 7,6 % на початок 2007-го до 4,7 % на кінець року, або на 55,2 млн грн; “Полтаваобленерго” — з 4,2 % до 2,2 %, або на 17,3 млн грн; “Прикарпаттяобленерго” — з 1,6 % до 0,1 %, або на 2,25 млн грн.

Таблиця 2. Частка держави у статутному капіталі акціонерних товариств із розподілу електроенергії у 2007 році

Назва підприємства	Частка держави у статутному капіталі товариства, %
ВАТ “Акціонерна компанія “Вінницяобленерго”	75,0
ВАТ “Волиньобленерго”	75,0
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Дніпрообленерго”	75,0
ВАТ “Донецькобленерго”	65,1
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Закарпаттяобленерго”	75,0
ВАТ “Запоріжжяобленерго”	60,2
ВАТ “Луганськобленерго”	60,1
ВАТ “Львівобленерго”	27,0
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Одесаобленерго”	25,0
ВАТ “Полтаваобленерго”	25,0
ВАТ “Прикарпаттяобленерго”	25,0
ВАТ “Сумиобленерго”	25,0
ВАТ “Тернопільобленерго”	51,0
АК “Харківобленерго”	65,0
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Хмельницькобленерго”	70,0
ВАТ “Черкасиобленерго”	46,0
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Чернівціобленерго”	70,0
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Чернігівобленерго”	25,0
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Миколаївобленерго”	<10,0
ВАТ “Кіровоградобленерго”	<10,0
ЗАТ “А.Е.С. Київобленерго”	<10,0
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Житомиробленерго”	<10,0
ВАТ “Енергопостачальна компанія “Херсонобленерго”	<10,0

Джерело: сайт Державної установи “Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України” при Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку. — <http://www.smida.gov.ua>.

Для розрахунку показника *EVA* спочатку треба визначити вартість власного капіталу i_E , а також вартість позикового капіталу i_D . У першому випадку застосовується модель оцінки довгострокових активів (Capital Assets Pricing Model — *CAPM*)¹⁹. Ставка дисконтування (ставка прибутковості) власного капіталу (i_E) розраховується за формулою:

$$i_E = Rf + \beta(Rm - Rf), \quad (9)$$

де Rf — безризикова ставка доходу;

β — коефіцієнт, що визначає зміну ціни на акції компанії порівняно зі зміною цін на акції по всіх компаніях даного сегмента ринку;

$(Rm - Rf)$ — премія за ринковий ризик;

Rm — середньострокові ставки прибутковості на фондовому ринку.

Для розрахунку витрат на власний капітал методом кумулятивної побудови можна застосувати формулу, що наведена у книзі Ф. Еванса й Д. Бішопа²⁰:

$$i_E = Rf + ERP + SPC + SCRP, \quad (10)$$

де ERP — премія за ризик власного капіталу;

SPC — премія за ризик малої компанії;

$SCRP$ — премія за ризик конкретної компанії.

Проте найпростіший спосіб визначення ставки дисконтування, який використовується на практиці, — встановлення її експертним шляхом або виходячи з вимог інвестора. Для держави як інвестора розрахунки, що ґрунтуються на формулах, є не єдиним способом ухвалення правильного рішення щодо ставки вартості власного капіталу. Будь-які математичні моделі — це тільки спроба наблизитися до реальної дійсності. Держава може на основі особистої оцінки ситуації на ринку визначити, яка прибутковість власного капіталу її задовольняє, та використовувати її як орієнтир при розрахунку показника *WACC*.

Стосовно досліджуваного сегмента ринку галузевий показник за сальдованим операційним прибутком (прибуток мінус збиток) становить 2,44 %, тобто лише 26,3 % від середньозваженої дохідності за облігаціями внутрішньої державної позики у 2007 році (9,26 %). Тому на першому етапі запровадження цілком прийнятною є пропозиція встановити показник вартості власного капіталу i_E на рівні 50 % від безризикової ставки, якою є дохідність за облігаціями внутрішньої державної позики, тобто $i_E = 4,63$ %. Надалі цей норматив доцільно щороку підвищувати, що спонукатиме підприємства до ефективнішого використання інвестованого капіталу.

При розрахунку показника *WACC* величина вартості позикового капіталу i_D встановлена на рівні середньорічної процентної ставки за кредитами (14,1 % у

¹⁹ Синадский В. Зазнач. праця.

²⁰ Эванс Ф.Ч., Бишоп Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях = Valuation for M&A: создание стоимости в частных компаниях: Пер. с англ. — 2-е изд. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. — 331 с.

2007 році). Результати розрахунку основних складових *EVA* й деяких допоміжних показників наведено в табл. 3.

Таблиця 3. Фінансові показники роботи окремих підприємств України з розподілу електроенергії у 2007 році

Підприємство	<i>НОРАТ</i> , тис. грн	<i>ROIC</i> , %	<i>WACC</i> , %	<i>EVA</i> , тис. грн	Частка власного капіталу в інвесто- ваному, %	Частка кредиторської заборгованості в пасивах, %
ВАТ "Черкасиобленерго"	32 631	28,33	4,64	27 281	99,8	38,1
ВАТ "Полтаваобленерго"	48 362	8,46	5,83	15 029	79,8	3,2
ВАТ "Прикарпаттяобленерго"	22 105	8,78	6,05	6872	76,1	0,2
ВАТ "Вінницяобленерго"	6190	66,09	7,49	5489	51,9	93,7
ВАТ "Чернівіцобленерго"	7292	15,73	6,69	4190	65,3	78,4
ВАТ "Чернігівобленерго"	14 030	6,80	6,05	1561	76,2	2,1
ВАТ "Львівобленерго"	25 976	6,57	6,44	487	69,5	6,3
ВАТ "Тернопільобленерго"	4416	3,84	6,21	-2731	73,4	15,8
ВАТ "Закарпаттяобленерго"	5098	3,14	4,94	-2925	94,7	62,1
ВАТ "Сумиобленерго"	14 495	3,89	5,08	-4439	92,4	4,3
ВАТ "Хмельницьобленерго"	11 147	3,75	5,26	-4480	89,4	26,1
ВАТ "Волиньобленерго"	7604	2,64	5,86	-9266	79,4	13,4
ВАТ "Одесаобленерго"	71 921	7,04	9,37	-23 840	20,3	6,2
АК "Харківобленерго"	35 504	3,33	6,01	-28 565	76,8	26,8
ВАТ "Запоріжжяобленерго"	5261	1,14	9,18	-37 134	23,5	39,9

Джерело: розраховано авторами на основі статистичних даних Міністерства палива та енергетики України. — <http://www.mpe.kmu.gov.ua>.

Аналіз показує, що у 2007-му найбільша додана економічна вартість (27,3 млн грн) була створена у ВАТ "Черкасиобленерго", а найбільша втрата доданої економічної вартості (37,1 млн грн) спостерігалася на ВАТ "Запоріжжяобленерго". Доволі великі втрати доданої економічної вартості спостерігаються також у АК "Харківобленерго" та ВАТ "Одесаобленерго" (рис. 1). Саме ці підприємства мали би стати об'єктом поглибленого аналізу фінансового стану та якості менеджменту. До речі, якість фінансового менеджменту зазвичай пов'язують із величиною спреду прибутковості (*ROIC* – *WACC*).

Спред прибутковості — це різниця між прибутковістю інвестованого капіталу й середньозваженою його вартістю. Якщо спред позитивний, то прибутковість капіталу, вкладеного в компанію, вища від альтернативної прибутковості для інвестора, адже всі альтернативи оцінені і враховані в показнику середньозважених витрат на капітал (*WACC*). Отже, кінцевий результат — виникнення доданої економічної вартості — означає приріст вартості капіталу за даний період.

Утім, вітчизняні підприємства, особливо ті, що є природними монополістами та вимушено захищаються державою тим чи іншим чином від банкрутства, можуть штучно підвищувати прибутковість інвестованого капіталу, приміром, за рахунок

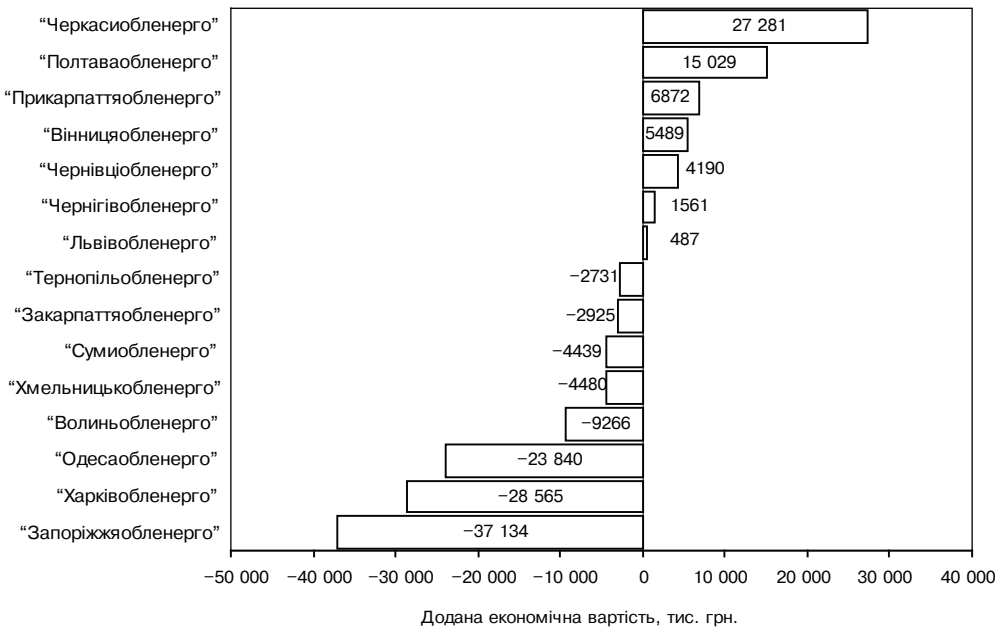


Рис. 1. Додана економічна вартість (EVA), створена на підприємствах із розподілу електроенергії у 2007 році

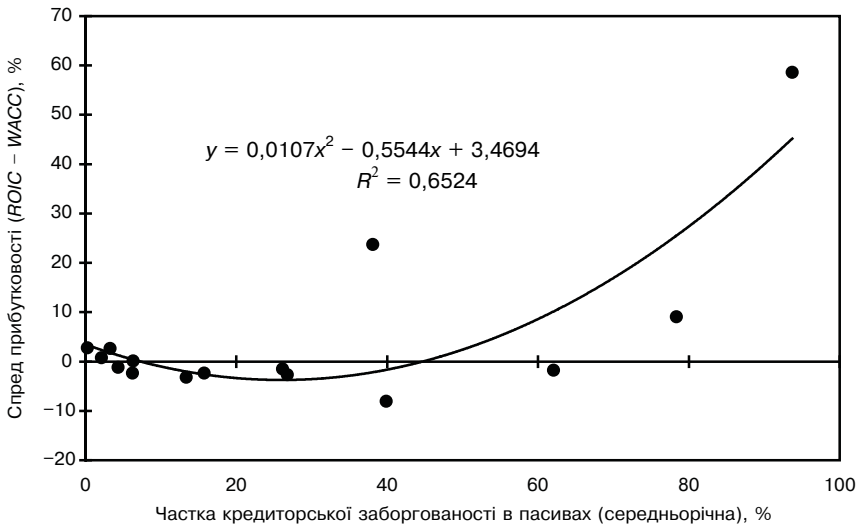


Рис. 2. Кореляційна залежність середу прибутковості від частки кредиторської заборгованості в пасивах на підприємствах із розподілу електроенергії у 2007 році

зростання кредиторської заборгованості. Зокрема, з табл. 3 випливає, що найбільший спред прибутковості й ROIC має ВАТ “Вінницяобленерго”. Це “досягнення” стало можливим за рахунок збільшення частки кредиторської заборгованості в пасивах

підприємства до 93,7 %. Кореляційний аналіз засвідчив: якщо частка кредиторської заборгованості перевищує 25—30 %, спостерігається тенденція до зростання спреду прибутковості (рис. 2), яке, зрозуміло, не може бути віднесене на рахунок якості фінансового менеджменту.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків.

1. Показник *EVA* може використовуватися як індикатор при ухваленні стратегічних рішень щодо оптимізації господарського портфеля підприємства. Його застосування також може сприяти формуванню системи стимулювання й контролю діяльності всіх менеджерів, спрямованої на створення вартості для акціонерів.

2. Показник доданої економічної вартості може використовуватися здебільшого для оцінки якості фінансового менеджменту на підприємствах, фінансові показники яких ще не сигналізують про настання неплатоспроможності і кризового стану. Тому необхідні подальші дослідження системи показників фінансового стану підприємства з метою визначення певного набору індикаторів, що дадуть змогу застосувати ефективну систему моніторингу фінансового стану підприємства, яка повинна виявляти ознаки істотних відхилень від нормального економічного розвитку й таким чином надавати реальну можливість керівництву підприємства й органам управління державним майном вживати заходи щодо профілактики кризових ситуацій на підприємствах із часткою держави у статутному капіталі.