

Як приклад наводиться досвід досить успішної організаційної структури наукових досліджень в Університеті Північного Техасу (УПТ, м. Дентон, США), де один з авторів був удостоєний честі провести короткострокове дослідження за Програмою підтримки адміністрування університетів (UASP), яка координується Радою міжнародних наукових досліджень та обмінів (IREX, Вашингтон, США).

УПТ має дослідницький парк, до структури якого входить декілька десятків сучасно обладнаних науково-дослідних лабораторій. Супровід виконання сумісних наукових розробок на всіх етапах (від пошуку потенційних замовників проекту до промислової реалізації його результатів і захисту авторських прав науковців) забезпечує офіс науково-економічного розвитку зі штатом більше 100 співробітників.

В статті детально розписана організаційна структура офісу науково-економічного розвитку та функції основних його підрозділів. Хотілося б, щоб позитивний досвід закордонних колег зацікавив українських відповідальних осіб та допоміг нам створити ефективний баланс між теорією, якою багата наша вітчизняна наука, та її практичним застосуванням.

корпоративные исследования, финансовая поддержка, отношения «правительство – университет», корпоративные связи между университетами и промышленностью

Одержано 12.04.13

УДК 338.24; 332.142

Ю.В. Малаховський, доц., канд. екон. наук

Кіровоградський національний технічний університет

Р.І. Жовновач, канд. екон. наук

Класичний приватний університет, м. Запоріжжя

С.А. Шевченко

департамент агропромислового розвитку Кіровоградської ОДА

Вартісноорієнтоване управління діяльністю квазікорпоративної сукупності конкуруючих підприємств регіону

Статтю присвячено вивченню можливості застосування, з метою оцінки результативності і розробки універсальних підходів до стратегічного управління діяльністю сукупності конкуруючих підприємств агропромислового комплексу регіону, методів управління квазікорпоративною діяльністю. Методика базується на застосуванні прийомів розрахунку оцінних показників розвитку господарського комплексу за концепцією нарощування його економічної вартості

управління розвитком регіону, фактори формування вартості агропромислових підприємств, методи розрахунку економічної вартості квазікорпоративного об'єднання підприємств регіону

Ю.В. Малаховский

Кировоградский национальный технический университет

Р.И. Жовновач

Классический частный университет, г. Запорожье

С.А. Шевченко

Департамент агропромышленного развития Кировоградской ОГА

Стоимостно-ориентированное управление деятельностью квазикорпоративной совокупности конкурирующих предприятий региона

Стаття посвячена изучению возможности внедрения, с целью оценивания результативности и разработки универсальных подходов к стратегическому управлению деятельностью совокупности конкурирующих предприятий агропромышленного комплекса региона, методов управления квазикорпоративной деятельностью. Методика базируется на применении методов расчета оценочных показателей развития хозяйственного комплекса в соответствии с концепцией наращивания его экономической стоимости

управление развитием региона, факторы формирования стоимости агропромышленных предприятий, методы расчета экономической стоимости квазикорпоративного объединения предприятий региона

Постановка проблеми. Розробка каскаду стратегічних програм розвитку, у тому числі, сільськогосподарського виробництва в Україні на перспективу до 2020 року [1–3] створила передумови для запровадження на національному та регіональному рівнях прийомів корпоративного управління ним. Це передбачає можливість проведення організаційних заходів цільової структуризації, кластеризації, відносного виокремлення та концентрації окремих підгалузей сільськогосподарського виробництва на національному та, переважно, місцевому рівнях, суттєво розширює ареал практичного застосування цілісної системи універсальних вартісних методів стратегічного менеджменту, концепцій максимізації добробуту власників та стейкхолдерів окремої території [4], дозволяє виразити і виміряти рівень партнерства держави і приватного бізнесу [5]. Найбільш змістовно плідною та кількісно максимально точно визначеною концепцією управління діяльністю територіального об'єднання різнопрофільних сільськогосподарських підприємств є вартісно орієнтований менеджмент (value-based management, VBM) процесу нарощування ринкової оцінки бізнесу як цільового показника результативності господарювання для його власників.

З позицій цієї концепції метою розвитку регіонального багатoproфільного квазикорпоративного об'єднання підприємств визначається нарощування результативності використання сумарних активів у його економіці, що забезпечує зростання добробуту їх власників, за умови, що при цьому не порушуються (за цілісного стратегічного підходу – планомірно переслідуються) поточні та перспективні інтереси усіх останніх зацікавлених осіб, так званих інституціональних стейкхолдерів (у т.ч. населення регіону).

Аналіз останніх досліджень і публікацій. З метою обґрунтування кількісної стратегії територіального менеджменту рядом іноземних (В.Ізард, М.Портер, П.Кругман), а сьогодні вже й пострадянських та вітчизняних (А.Гранберг, А.Ворус, Н.Калюжнова, Л.Федулова), авторів було обґрунтовано й деталізовано окремі напрями концепції формування і нарощування економічної вартості – economic value added (EVATM) – регіональної сукупності підприємств реального сектору економіки як квазикорпоративного утворення [6–11].

Гіпотетично сформульована концепція управління квазикорпоративним об'єднанням відокремлених бізнесів обраного різновиду економічної діяльності адміністративної території базується на визначенні вартості агропромислового комплексу регіону як сукупності використовуваних активів сільськогосподарських підприємств, що у результаті застосування заходів ефективного управління мають потенційну здатність створювати економічну вартість у майбутньому.

Універсальною концепцією, що набула загального визнання, яка орієнтується на актуалізацію майбутньої вартості корпорації в процесі прийняття поточних операційних і стратегічних рішень, є ціннісно орієнтоване управління (VBM) нею [12]. З моменту визнання VBM, у якості найбільш придатної для визначення мети стратегічної діяльності корпорації моделі, апробовано декілька підходів і методів

оцінки та управління вартістю інституційних одиниць.

Історично першим практичним підходом до максимізації вартості багатопрофільного об'єкту управління стала концепція оцінки ефективності інвестиційної та фінансової стратегії діяльності корпорацій на основі її здатності створювати додану акціонерну вартість – *shareholder value added (SVA)* [13].

Пізніше, фінансовими аналітиками та менеджментом корпорацій було вирішено методичну проблему проведення оцінки їх вартості, яка полягала у розробці алгоритму трансформування бухгалтерської звітності з облікових на фінансові показники. Пристосована для цього модель, що оперує показником *SVA – economic value added (EVA)* стверджує – корпорація дійсно отримує економічний прибуток лише у тому випадку, коли її доходів вистачає для покриття операційних витрат і вартості капіталу [14]. Головна ідея зазначеної моделі управління полягає в наступному: інвестор повинен отримувати віддачу, яка б компенсувала прийнятий ним ризик, що знайшов своє відображення у вартості задіяного капіталу.

Якщо враховувати ту обставину, що *EVA* є величиною, що ідентична до величини остаточного доходу (*Residual Income, RI*), для її практичного розрахунку необхідно внести значну кількість поправок до бухгалтерської звітності корпорації [15].

Паралельно з описаною концепцією, частиною дослідників та практиків реалізується напрям корпоративного менеджменту, що орієнтовано на нарощування вартості і формування адекватного мислення у всіх стейкхолдерів компанії. В основі підходу лежить ідея оцінки та контролю економічного прибутку, при цьому акцент зміщено у бік інтерпретації показника економічного прибутку, а не на процедуру його розрахунку. Відмінною рисою згаданої концепції є розширення уявлення про показник задіяного капіталу корпорації [16].

Подальший розвиток концепції управління вартістю корпорації пов'язувався з особливостями врахуванням ступеня впливу вже здійснених інвестицій на майбутні результати розвитку, а також з необхідністю урахування при цьому результативності реалізації інтересів усіх зацікавлених осіб. Принагідно застосована концепція доданої грошової вартості (*CVA*) концентрувалась на твердженні, що від підвищення вартості корпорації повинні вигравати як акціонери, так і стейкхолдери [17].

При цьому *CVA*, як міра оцінки результативності створення акціонерної вартості квазікорпорацій, практично позбавлена недоліків, що пов'язані із необхідністю перетворення облікових даних за методом визначення *EVA*.

Високий рівень предметності і конкретності зазначених кількісних методів для досягнення мети економічного управління корпоративною діяльністю, належне інформативне забезпечення процесу, дозволяють зробити обґрунтоване припущення про принципову придатність аналогічних підходів до управління квазікорпоративним об'єднанням підприємств агропромислового комплексу регіону. При цьому вимагає конкретизації і проведення додаткових досліджень послідовність прийняття та формального оцінювання економічних рішень щодо управління регіоном на основі сукупності даних зведеного фінансового балансу діяльності сільськогосподарських підприємств адміністративних районів області.

Метою статті є розробка і апробація практичних прийомів квазікорпоративного управління процесом формування доданої вартості в масштабах економіки регіону, що базується на застосуванні кількісних методів аналізу результатів діяльності об'єднання конкурентоспроможних економічно розрізаних приватних і акціонованих сільськогосподарських підприємств Кіровоградської області.

Виклад основного матеріалу. Сьогодні відбувається доволі різка зміна системи форм, уявлень та цінностей поняття регіонального управління, які відображають його

трансформацію від засад адміністративного аналізу територіального розвитку до забезпечення локальної конкурентоздатності за набором пріоритетних позицій: співвідношення ціни та якості продукції, що створюється; рентабельності бізнесу; рівня життя населення та його безпеки; бюджетного забезпечення; рівня господарських та інвестиційних ризиків; перешкод на шляху потоків капіталу, робочої сили, ресурсів, продуктів тощо.

Сучасні дослідники форм структурної організації територіальної економічної системи виділяють їх конкретні різновиди: економічна система регіону в межах адміністративного поділу країни; макрорегіональна система інтеграційної взаємодії адміністративних одиниць; субрегіональна в межах усталеної економічної системи регіону (адміністративні райони, муніципальні одиниці); мікрорегіональна система інтеграційної взаємодії декількох місцевих господарств (кластери, кооперативи) [19]. При цьому, дослідження статусу та особливостей управління просторово інтегрованим суб'єктом господарювання передбачає проведення прямих аналогій між регіональною економічною системою та системними суб'єктами, що прирівнюються до них за масштабом та рівнем розвитку. У даному випадку, це – публічні корпорації. Не зважаючи на суттєві відмінності між цими суб'єктами економічної діяльності, можливість редукції регіональної системи господарювання до рівня квазікорпорації виправдовується відносною однорідністю простору економічної взаємодії фірм, приватних підприємців та інвесторів, а також спільністю пов'язаних цілей їх функціонування та розвитку. При цьому, фактично різноспрямовані економічні інтереси суб'єктів, що об'єднані певною територією господарювання, відсутні у внутрішньому середовищі корпорації. Одночасно, активне змагання регіонів за залучення інвестицій, людського капіталу, технологій набуває реальних форм корпоративно-територіальної конкурентної боротьби, кінцевим продуктом якої є не лише виробництво продуктів, товарів та послуг в рамках “економіки фізичних осіб”, але й формування нової якості трудового життя працівників, оновлення ринкової інфраструктури, створення нових інститутів та механізмів територіального управління в інтересах усіх стокхолдерів.

Ще одна особливість. Одночасне перебування капіталу корпорації у двох формах – реального, що належить корпорації як інтегрованому суб'єкту, та фіктивного, що належить окремим акціонерам, має свої аналоги у регіональній економічній системі. У ній також складаються та функціонують реальний та фінансовий сектори. При цьому ринки фінансового сектору домінують над ринками сектору реального, саме вони визначають, у кінцевому підсумку, інвестиційну привабливість регіону.

Отож, визнаємо, що сучасний регіон – адміністративно-територіальна одиниця унітарної держави, частина території країни, що має відносно відособлену складну сукупність природних, соціально-економічних, національно-культурних та інших умов діяльності технологічно неоднорідних підприємств та виробництв. Логіка та мета послідовного реформування територіальної економіки повноцінно базується і має передумови для успішного здійснення на основі оновленого підходу до регіону як квазікорпорації. До речі, лише у цьому випадку, і одночасно з цим, систему територіального управління може бути максимально орієнтовано на досягнення мети діяльності регіону як квазідержави, ринку, соціуму.

У будь-якому випадку, застосування методів економічного управління розвитком квазікорпоративного об'єднання сільськогосподарських підприємств регіону базується на послідовності етапів вартісного оцінювання їх грошових потоків [16].

Зважимо на те, що ключові фактори вартості визначаються за наступними відношеннями:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{інвестований капітал}} \quad (1)$$

$$\text{Вільний грошовий потік (FCF)} = NOPLAT - \text{чисті інвестиції} \quad (2)$$

$$\text{Економічний прибуток} = \text{інвестований капітал} \times (ROIC - WACC), \quad (3)$$

де ROIC – рентабельність інвестованого капіталу;

NOPLAT – чистий операційний прибуток за вирахуванням скоригованих податків;

WACC – середні зважені витрати на капітал.

Вартісну оцінку факторів вартості квазікорпоративного об'єднання сільськогосподарських підприємств регіону проведено на прикладі 16 виробників Устинівського району Кіровоградської області. Підставою для розрахунків стали укрупнені баланс та звіт про результати фінансової діяльності підприємств протягом 2009-2011 рр.

Калькуляція показника NOPLAT (Net operating profit less adjusted tax, чистий оперативний прибуток за вирахуванням скоригованих податків) – прибутку від основної діяльності, за умови, що податки визначено у грошовому виразі з відповідними поправками, розпочинається з визначення ЕВІТ – доподаткового прибутку корпорації, котрий вона могла б отримати за умови відсутності боргу, надлишкових цінних паперів, доходів та витрат, що не пов'язані з основною діяльністю. Тобто, він складається з усіх різновидів операційного прибутку, за виключенням процентних доходів та платежів, прибутків та збитків від разових операцій, виключних прибутків та збитків, прибутку від інвестицій у неосновну діяльність. Амортизація основних коштів також підлягає вирахуванню при розрахунку показника.

Податок на прибуток, що відноситься до показника ЕВІТ, дорівнює сукупному податку на прибуток (поточному і відтермінованому), що коригується з врахуванням процентних платежів та процентного доходу, а також статей, що не відносяться до основної діяльності.

Для вартісної оцінки та фінансового аналізу податок виражено у грошовій формі. Це повністю відповідає принципу, згідно якого практичні методи бухгалтерського обліку не повинні впливати на процес та результати фінансового аналізу. Що стосується податку на прибуток – інвестори очікують, що корпорація продовжує отримувати віддачу від капіталу, що заощаджено завдяки відтермінованим податкам. Це означає також, що балансовий залишок за відстроченими платежами розглядається як капітал, від котрого інвестори очікують такої ж віддачі, як від працюючого. Зрештою, показник NOPLAT скориговано з поправкою на доходи та витрати, що не пов'язані з операційною діяльністю, а також витратами, що пов'язані з проведенням надзвичайних подій. В таблиці 1 розрахунок прибутку проведено для сукупності підприємств Устинівського району Кіровоградської області.

Таблиця 1 – Калькуляція NOPLAT об'єднання сільськогосподарських підприємств Устинівського району

Показник	Джерело	Рік		
		2009	2010	2011
1. Чистий обсяг продажів	ф.2, ряд.035	135134	142805	194962
2. Інші операційні доходи	ф.2, ряд. 60	13896	14518	15440
3. Доходи від основної діяльності	1 + 2	149030	157323	210402
4. Собівартість реалізованої продукції	ф.2, ряд.040	92799	95923	102597

Продовження таблиці 1

5. Торговельні, загальні, адміністративні витрати	ф.2, Сряд.070-090	13906	12096	17574
6. Амортизаційні відрахування	ф.2, ряд.260	6471	8451	11655
7. Витрати на формування ЕВІТ	$4 + 5 + 6$	113176	116470	131826
8. ЕВІТ	$3 - 7$	35854	40853	78576
9. Податок на ЕВІТ	розрахунково	0	0	0
10. Зміна відтермінованих платежів	розрахунково	-2	+1	-1
NOPLAT	розрахунково	35852	40854	78575
11. Чистий прибуток	ф.2, ряд.220	34450	42899	86170
12. Зміна відтермінованих податків (плюс)	розрахунково	-2	+1	-1
13. Амортизаційні відрахування (мінус)	ф.2, ряд.260	-6471	-8451	-11655
14. Відкоригований чистий прибуток	$11 + 12 + 13$	27977	34449	74514
15. Інші фінансові витрати (плюс)	ф.2, Сряд.140-160	5188	4018	2306
16. Разом прибуток для інвесторів	$14 + 15$	33165	38467	76820
17. Інші фінансові доходи (мінус)	ф.2, Сряд.110-130	-1724	-716	-296
18. Витрати на надзвичайні події (плюс)	ф.2, ряд.205	4411	3103	2051
NOPLAT	розрахунково	35852	40854	78575

Інвестованим капіталом вважаються кошти, що спрямовуються в основну діяльність корпорації – сума обігових коштів у основній діяльності, чистих основних коштів (нерухомості, виробничих приміщень, обладнання), а також інших чистих активів (за вирахуванням непоточних безвідсоткових зобов'язань).

Загальна сума інвестованого капіталу демонструє сукупні кошти, що вкладені у корпорацію інвесторами. Розрахувати загальну суму коштів інвесторів можна також, скориставшись розділом зобов'язань балансу: додати до власного капіталу “квазівласні кошти” (відстрочені податки), а також весь процентний боргу.

Свідченням того, що розрахунки зроблено правильно, є ідентичність наведених сум коштів інвесторів, що відображають записи у активі балансів (рядок 11, таблиця 2), а також у їх пасиві (рядок 16 таблиці 2).

Таблиця 2 – Калькулювання інвестованого капіталу квазікорпоративного об'єднання сільськогосподарських підприємств Устинівського району

Показник	Джерело, форма 1	Рік		
		2009	2010	2011
1. Операційні поточні активи	260 + 270	116631	135861	185345
2. Безвідсоткові поточні зобов'язання	620 - (500+510)	14791	18190	12812
3. Чисті обігові кошти	$1 - 2$	101840	117671	172533
4. Чисті основні кошти	010 + 030 + 035	61699	81040	101618
5. Інші активи мінус інші зобов'язання	(060+070) - (450+470)	-19	-19	-19
6. Незавершені капітальні інвестиції у основну діяльність	020	937	848	221
7. Інвестований капітал у основній діяльності	$3 + 4 + 5 + 6$	164457	199540	274353
8. Репутація	065	0	0	0
9. Забезпечення наступних витрат і платежів (мінус)	430	(149)	(180)	(26)
10. Інвестиції у неосновну діяльність (фінансові)	045 + 050 + 055	9390	9390	9390
11. Сумарні кошти інвесторів	$7 + 8 + 9 + 10$	173698	208750	283717
12. Акціонерний капітал	380	161803	204133	277303
13. Відтерміновані податкові зобов'язання	460	2	1	0
14. Скоригований власний (акціонерний) капітал	$12 + 13$	161805	204134	277303
15. Загальна сума процентного боргу	500 + 510 + 440 + 450	11893	4616	6414
16. Сумарні кошти інвесторів	$14 + 15$	173698	208750	283717

Як вже зазначалося, факторами вартості квазікорпоративного об'єднання підприємств виступають рентабельність інвестованого капіталу, вільний грошовий потік і економічний прибуток.

Рентабельність інвестованого капіталу найбільш адекватно відображає основну діяльність об'єднання підприємств (табл.3).

Таблиця 3 – Розрахунок ROIC підприємств Устинівського району

Показник	Рік		
	2009	2010	2011
NOPLAT	35852	40854	78575
Інвестований капітал в основній діяльності (на початок року)	164457	199540	274353
ROIC (%)	21,80	20,47	28,64

Вільний грошовий потік, фактичний сукупний грошовий післяподатковий потік від основної діяльності, що доступний для усіх постачальників капіталу квазікорпорації (кредиторам і акціонерам), зазвичай, не залежить від структури капіталу, хоча впливає на середні зважені витрати на капітал, а отже, вартість діяльності квазікорпоративного об'єднання підприємств (табл.4).

Показник економічного прибутку, грошового показника вартості, що створюється квазікорпорацією кожного конкретного року, визначається за одним з наступних ідентичних до формули (3) співвідношень:

$$\text{Економічний прибуток} = \text{NOPLAT} - \text{плата за капітал}, \quad (4)$$

$$\text{Економічний прибуток} = \text{NOPLAT} - \text{інвестований капітал} \times \text{WACC}. \quad (5)$$

Для практичного застосування наведених співвідношень здійснено розрахунок показника WACC – середньої зваженої вартості капіталу квазікорпорації (таблиця 5). Розрахунок економічного прибутку дозволяє врахувати не лише витрати, що фіксуються у бухгалтерських рахунках конкретної квазікорпорації, але й альтернативні витрати на залучення капіталу, що використовується у аграрному бізнесі Кіровоградської області іншими квазікорпоративними об'єднаннями підприємств.

Таблиця 4 – Розрахунок співвідношень між основними видами грошових потоків квазікорпоративного об'єднання сільськогосподарських підприємств району

Показник	Джерело	Період, рік			
		2009	2010	2011	
NOPLAT					
1. ЕВІТ	таблиця 1	35854	40853	78576	
2. Податок на ЕВІТ	таблиця 1	0	0	0	
3. Зміна відстрочених податків	таблиця 1	-2	+1	-1	
4. NOPLAT	таблиця 1	35852	40854	78575	
5. Амортизаційні відрахування	ф.2, ряд.260	6471	8451	11655	
6. Валовий грошовий потік	розрахунково	42323	49305	90230	
7. Приріст обігових коштів	таблиця 2	23709	15831	54862	
8. Капітальні витрати	разом, у т.ч:	8.1 + 8.2	11195	27792	32233
	8.1. Приріст чистих основних коштів	таблиця 2	+4724	+19341	+20578
	8.2. Амортизаційні відрахування за період	таблиця 1	+6471	+8451	+11655
9. Приріст інших активів мінус зобов'язання	таблиця 2	-110	0	0	
10. Валові інвестиції	7 + 8 + 9	34794	43623	87095	

Продовження таблиці 4

11. Вільний грошовий потік до списання репутації	6 – 10	7529	5682	3135	
12. Інвестиції у репутацію	розрахунково	0	0	0	
13. Вільний грошовий потік	11 – 12	7529	5682	3135	
14. Грошовий потік від неосновної діяльності (мінус)	таблиця 2	-9390	-9390	-9390	
15. Ефект переведення з валюти у валюту	розрахунково	0	0	0	
16. Операційний грошовий потік, що доступний інвесторам	13 + 14 + 15	-1861	-3708	-6255	
Фінансовий потік (+ мобілізація, – імобілізація коштів інвесторів)					
17. Зміна відтермінованих податків (мінус)	таблиця 1	+2	-1	+1	
18. Інші фінансові витрати (мінус)	таблиця 1	-5188	-4018	-2306	
19. Інші фінансові доходи (плюс)	таблиця 1	+1724	+716	+296	
20. Витрати на надзвичайні події (мінус)	таблиця 1	-4411	-3103	-2051	
20. Приріст/скорочення боргу (мінус)	таблиця 2	-4087	-6123	+1416	
21. Інвестиції у неосновну діяльність (плюс)	таблиця 2	+9390	+9390	+9390	
22. Дивіденди (плюс)	ф.4, ряд. 140	0	0	+1404	
23. Випуск / викуп акцій	разом, у т.ч.:	23.1+23.2+23.3	+709	-569	-14405
	23.1. Зміна сукупного акціонерного капіталу (плюс)	розрахунково	+35159	+42330	+73169
	23.2. Дивіденди (мінус)	ф.4, ряд. 140	0	0	-1404
	23.3. Чистий прибуток (мінус)	розрахунково	-34450	-42899	-86170
24. Разом фінансовий потік	розрахунково	-1861	-3708	-6255	

Інакше кажучи, економічний (на відміну від бухгалтерського) прибуток є свідченням того, що корпорація заробляє коштів більше, ніж того вимагають її інвестори.

Таблиця 5 – Розрахунок WACC об'єднання аграрних підприємств району

Показник	Джерело інформації	Період, рік		
		2009	2010	2011
А	Б	1	2	3
Альтернативний варіант розрахунку				
1. Сумарні кошти інвесторів квазікорпорації, що вкладено у виробничу діяльність (на початок року)	таблиця 2, ряд.7	164457	199540	274353
2. Вартість процентних боргових зобов'язань корпорації (на початок року)	таблиця 2, ряд.15	11893	4616	6414
3. Вартість скоригованого акціонерного капіталу квазікорпорації, що вкладено у основну діяльність (на початок року)	1 – 2	152564	194924	267939
4. Питома вага акціонерного капіталу у сукупній вартості коштів корпорації, що вкладено у основну діяльність (частка одиниці)	3 ÷ 1	0,9277	0,9769	0,9766
5. Питома вага процентних боргових зобов'язань (ПБЗ) у сукупній вартості капіталу корпорації, що вкладено у основну діяльність (частка одиниці)	2 ÷ 1	0,0723	0,0231	0,0234
6. Сумарні середні річні залучені до основного виробництва кошти інвесторів (100% = 1,0)	4 + 5	1,0	1,0	1,0
7. Альтернативні доходи по дивідендах, % (max)	розрахунково	6,12	4,25	6,94
8. Альтернативні витрати по процентних боргових зобов'язаннях, % (min)		5,10	5,65	3,67

Продовження таблиці 5

9. Податкова ставка, по дивідендах, %	фактично	0			
10. Післяподаткові витрати по дивідендах	$7 \times (1,0 - 9)$	6,12	4,25	6,94	
11. Податкова ставка, по процентних боргових зобов'язаннях, частка одиниці	фактично	0,25			
12. Післяподаткові витрати по ПБЗ	$8 \times (1,0 - 11)$	4,35	4,24	2,75	
13. Частка у середньозваженому значенні	13а) акцій	10×4	0,0568	0,0415	0,0678
	13б) процентних боргових зобов'язань	12×5	0,0031	0,0010	0,0005
14. Середні альтернативні зважені витрати на залучення капіталу, $WACC_{альт.}$ %	$13а) + 13б)$	5,99	4,25	6,83	
Безальтернативні (фактичні) розрахунки					
15. Середня річна вартість статутного фонду у сумі акціонерного капіталу (АК) корпорації	ф.1, ряд. 300	229	229	229	
16. Питома вага статутного капіталу у сукупній вартості залученого капіталу корпорації (частка одиниці)	розрахунково	0,0189	0,0473	0,0345	
17. Середня річна вартість ПБЗ корпорації	ф.1., 500+510+440+450	11893	4616	6414	
18. Питома вага процентних боргових зобов'язань (ПБЗ) у сукупній вартості залученого капіталу корпорації (частка одиниці)	розрахунково	0,9811	0,9527	0,9655	
19. Загальна середня річна вартість залученого капіталу корпорації	$15 + 17$	12122	4548	6643	
20. Сумарні середні річні залучені кошти інвесторів ($100\% = 1,0$)	$16 + 18$	1,0	1,0	1,0	
21. Сума дивідендів фактично сплачених	ф.3, ряд.350	0	0	1404	
22. Відсотки фактично сплачені	ф.2, ряд. 140	4782	2861	1196	
23. Фактичні витрати по дивідендах, %	$21 \div 15$	0	0	613,1	
24. Фактичні витрати по ПБЗ	$22 \div 17$	40,21	61,98	18,65	
25. Податкова ставка, по дивідендах, %	фактично	0			
А	Б	1	2	3	
26. Післяподаткові витрати по дивідендах	розрахунково	0	0	613,1	
27. Податкова ставка по ПБЗ, частка одиниці	фактично	0,25			
28. Післяподаткові витрати по ПБЗ	$24 \times (1,0 - 27)$	30,16	46,49	13,99	
29. Частка у середньозваженому значенні	29 а) акцій	26×16	0	0	21,15
	29 б) ПБЗ	28×18	29,59	44,29	13,51
30. Середні фактичні зважені витрати на залучення капіталу, $WACC_{факт.}$ %	$29 а) + 29 б)$	29,59	44,29	34,66	

Окремо виконані розрахунки містять інформацію для розрахунку $WACC_{альт.}$

Економічний прибуток – показник, що об'єднує у собі розмір корпорації та рентабельність інвестованого капіталу (таблиця 6).

Таблиця 6 – Розрахунок економічного прибутку квазікорпоративного об'єднання підприємств району, тис. грн.

Показник	Джерело	Період, рік			
		2009	2010	2011	
1. ROIC, %	таблиця 6	21,80	20,47	28,64	
2. $WACC_{альт.}$ %	таблиця 8	5,99	4,25	6,83	
3. $WACC_{факт.}$ %		29,59	44,29	34,66	
4. Розрив, %	4а) ROIC – $WACC_{альт.}$	1 – 2	15,81	16,22	21,81

Продовження таблиці 6

	4б) ROIC – WACC _{факт}	1 – 3	– 7,79	– 23,82	– 6,02
5. Інвестований капітал (на початок року)					
таблиця 2			164457	199540	274353
6. Економічний прибуток	6а) альтернативний	$(4 \text{ а}) \times 5) / 100$	26001	32365	59837
	6б) фактичний	$(4 \text{ б}) \times 5) / 100$	– 12811	– 47522	– 16516
7. NOPLAT					
таблиця 1			35852	40854	78575
8. Плата за капітал	8а) альтернативна	$(5 \times 2) / 100$	9851	8480,45	18738,31
	8б) фактична	$(5 \times 3) / 100$	48663	88376	95089
9. Економічний прибуток	9а) альтернативний	7 – 8а)	26001	32365	59837
	9б) фактичний	7 – 8б)	– 12811	– 47522	– 16516

Його слід розуміти наступним чином:

– зростання обсягів виробництва (прибутку) за недостатньої рентабельності інвестованого капіталу (нижче рівня середньої зваженої його вартості) має за наслідок знищення вартості;

– висока рентабельність інвестованого капіталу за незначної капітальної бази означає втрату потенціалу розвитку аграрного бізнесу;

– економічний прибуток, що служить мірилом реально створеної вартості, а також приріст вартості корпорації відображають різні аспекти процесу її створення. У ринковій вартості на будь-який момент часу відображаються очікування, що пов'язані зі створенням майбутньої вартості. Тобто, приріст ринкової вартості корпорації дорівнює її економічному прибутку (реально створеній вартості) плюс зміна очікувань майбутньої вартості. Зміна ринкової вартості дорівнює економічному прибутку лише у тому випадку, коли очікування майбутніх результатів діяльності, так само як і середні зважені витрати на капітал, залишаються незмінними протягом року.

На заключному етапі аналізу попередньої діяльності квазікорпорації досліджується її стан з точки зору кредитоспроможності. При цьому нас цікавитимуть прикладні аспекти питання створення вартості, а саме – яким чином цей процес фінансується:

- створює корпорація грошові кошти для акціонерів чи споживає їх;
- яка частка інвестованого капіталу надходить від кредиторів, а яка – від акціонерів;
- настільки надійною є структура капіталу (таблиця 7).

Таблиця 7 – Фінансовий аналіз діяльності квазікорпоративного об'єднання підприємств Устинівського району

Показники та їх групи	Джерело інформації	Період, рік		
		2009	2010	2011
Покриття відсотка				
1. ЕВІТ	таблиця 1	35854	40853	78576
2. Процентні платежі	ф.2, ряд. 140	4782	2861	1196
3. ЕВІТ/ процентні платежі (непроцентна величина)	$1 \div 2$	7,5	14,28	65,70
Структура капіталу				
4. Сукупний процентний борг	таблиця 2	11893	4616	6414
5. Сукупні кошти інвесторів	таблиця 2	173698	208750	283717
6. Борг/сукупні кошти інвесторів, балансова вартість, %	$4 \div 5$	6,85	2,21	2,26
Норма інвестування				
7. Чисті інвестиції	табл.4, ряд.10 – ряд.5	28323	35172	75440
8. NOPLAT	таблиця 1	35852	40854	78575

Продовження таблиці 7

9. Норма чистих інвестицій (%)		8 ÷ 9	79,0	86,09	96,01
10. Валові інвестиції		табл.4, ряд.10	34794	43623	87095
11. Валовий грошовий потік		табл.4, ряд.6	42323	49305	90230
12. Норма валових інвестицій (%)		11 ÷ 12	82,21	88,48	96,53
Дивідендні виплати					
13. Дивіденди за звичайними акціями		ф.2, ряд.140	0	0	1404
14. Чистий прибуток за звичайними акціями		ф.2, ряд.130	34450	42899	86170
15. Коефіцієнт дивідендних виплат (%)		14 ÷ 15	0,0	0,0	1,63
Аналіз фінансового потоку					
16.Зміна відтермінованих податків (мінус)		таблиця 1	+2	-1	+1
17. Інші фінансові витрати (мінус)		таблиця 1	-5188	-4018	-2306
18.Інші фінансові доходи (плюс)		таблиця 4	+1724	+716	+296
19. Витрати на надзвичайні події (мінус)		таблиця 1	-4411	-3103	-2051
20.Приріст/скорочення боргу (мінус)		таблиця 2	-4087	-6123	+1416
21. Інвестиції у неосновну діяльність (плюс)		таблиця 2	+9390	+9390	+9390
22.Дивіденди (плюс)		ф.4, ряд. 140	0	0	+1404
23. Викуп / випуск акцій	разом, у т.ч.:	24.1+24.2+24.3	+709	-569	-14405
	23.1. Зміна сукупного акціонерного капіталу (плюс)	розрахунково	+35159	+42330	+73169
	23.2. Дивіденди (мінус)	ф.4, ряд. 140	0	0	-1404
	23.3. Чистий прибуток (мінус)	розрахунково	-34450	-42899	-86170
Сукупний фінансовий потік		розрахунково	-1861	-3708	-6255

Високий рівень непроцентної величини доподаткового прибутку квазікорпорації свідчить про високий рівень надійності її функціонування. Інакше кажучи, за останні роки частка прибутку, що може спрямовуватись на виплату відсотків, зростає (рядок 3, табл. 7). Це пояснюється також тим фактом, що покриття відсотка розраховується як відношення ЕВІТ до відсоткових платежів і дивідендів, що вимагаються до сплати за привілейованими акціями. А оскільки перша частина зобов'язань для квазікорпоративного об'єднання підприємств Устинівського району скорочується, а дивідендні виплати не здійснюються зовсім (за виключенням 2011 року), непроцентна величина доподаткового прибутку є не виправдано високою. У корпорацій інвестиційного класу коефіцієнт покриття відсотка, за правило, забезпечує подвійне перевищення прибутків над відсотковими платежами.

Співвідношення боргу і сукупних коштів інвесторів демонструє, у якій мірі квазікорпорація у своїй діяльності покладається на запозичений капітал. Необхідно зважити вигоди, які забезпечують податкові переваги відсоткового боргу, у порівнянні з втратою гнучкості у випадку виплати процентів кредиторам, які строго регламентуються у часі. Дані, що наведено в рядку 6 таблиці 7 ($\approx 73-6\%$) свідчать про надзвичайно високий рівень консерватизму діяльності квазікорпоративного об'єднання підприємств.

Розрахунок норми чистих (ряд. 9, таблиця 7) і валових (ряд.12, таблиця 7) інвестицій свідчать про те, що сукупністю агропромислових підприємств району створюється надлишок грошових коштів у порівнянні з тими сумами, що могли б бути виплачені інвесторам у вигляді відсотків, дивідендів, на погашення боргу, для викупу акцій тощо. Наявність позитивного вільного грошового потоку (таблиця 4) і низький коефіцієнт дивідендних виплат (таблиця 7) свідчать про те, що об'єднання підприємств Устинівського району, швидше всього, має наміри розрахуватись з боргами. Але незмінний рівень від'ємного грошового потоку (фінансові інвестиції у неосновну діяльність) означає, що цього не відбувається. Одночасно, це свідчить про те, що вони тривалий час упускають податкові вигоди, котрі дає борг.

Оцінка економічної вартості розрізної сукупності агропромислових підприємств регіону, як зазначалося вище, може бути принципово здійсненою на основі підходу до вимірювання цінності інвестиційно активної квазікорпоративної диверсифікованої компанії із застосуванням інструментарію корпоративних фінансів та теорії управління вартістю. Згідно оголошеного підходу, регіон розглядається у якості аналога диверсифікованого холдингу – суб'єкта конкуренції на ринку товарів, послуг, капіталу із обмеженим набором макроекономічних інструментів діяльності. Окремі кроки першого етапу оцінювання описано у вже згаданому джерелі [15].

Інструментарієм оцінки ефективності впливу окремих декомпозиційних програм стратегічного розвитку на економіку агропромислового комплексу регіону в цілому, т.з. “економічної ефективності”, на відміну від “фінансової ефективності” для приватного інвестора, виступає аналіз витрат та вигід (cost-benefit analysis, CBA). Застосування методу передбачає проведення дооцінки ефективності вкладення суспільних коштів у термінах потоку вигід для соціуму.

Тобто, нарощування економічної вартості регіону є можливим лише у процесі реалізації одночасно фінансово (з точки зору інвесторів проекту) та економічно (з точки зору регіонального розвитку) доцільних інвестиційних проектів.

Не зважаючи на високу ступінь деталізації вартісної концепції на рівні (квазі)корпорації, застосування аналогічних підходів у ході максимізації вартості регіону є достатньо проблематичним. Один з можливих варіантів, що ґрунтується на послідовному коригуванні базової величини вартості сукупності агропромислових підприємств регіону, що створюється у приватному секторі господарювання, наведено у [15, рис. 5].

Структура забезпечує можливість проведення роздільного аналізу внутрішніх факторів створення вартості, а також факторів, що формують її за рахунок синергетичних або кластерних ефектів. При цьому премії (дисконти) містять оцінку вартості заходів, дій, зв'язків та інших елементів організаційного капіталу, що формується внаслідок діяльності адміністрації у сфері управління економічним розвитком регіону. Основними елементами управління економікою регіонів, що можуть бути використані регіональною адміністрацією, є: податкова та тарифна політика; бюджетні витрати (закупівлі, інвестиції); залучення національних фінансових коштів; лобіювання інтересів підприємств на національному рівні; політика у сфері управління державною вартістю та ресурсами; ліцензії, регламенти.

Нагадаємо, що повноцінний агропромисловий розвиток регіону в системі координат “приватний бізнес – органи державного управління – населення” передбачає переслідування природних цілей його учасників:

- по-перше, діяльність місцевої влади, розподіл нею адміністративних, фінансових та інших ресурсів здійснюється з метою досягнення стратегічних цілей та пріоритетів розвитку, орієнтується на формування вигід переважно негрошового характеру, а також грошових потоків, що очікуються до отримання за межами трьох-п'ятирічного горизонту;

- інвестори формують ситуацію в регіоні шляхом вибору варіантів найбільш ефективного та найменш ризикованого розміщення інвестиційних ресурсів, що базуються на галузевих преференціях, розвинутості інфраструктури, створених владою умовах для якнайшвидшого зростання бізнесу;

- населення обирає місця постійного проживання та роботи, орієнтуючись на сформований у регіоні рівень оплати праці, умов та стандартів життя.

Останні дослідження, що пов'язані з проведенням аналізу ефективності (квазі)корпоративної діяльності в координатах створення вартості, передбачають врахування при цьому інтересів не лише власників капіталу, але й постачальників

нефінансових ресурсів (матеріальних, трудових, інтелектуальних). При цьому, потенційна конфліктність співпраці окремих учасників тристороннього процесу (конкретно, бізнесу та влади) пов'язана з тим, що регіональна адміністрація на пряму не зацікавлена у зростанні вартості бізнесу, тобто переслідує, передовсім, мету досягнення власних цілей діяльності: зменшення рівня безробіття, максимізації потоків податкових платежів, можливості перекласти на бізнес частини своїх функцій з соціального забезпечення населення регіону тощо. Балансування, хоча б часткове, інтересів приватного бізнесу та влади при цьому є можливим з врахуванням потоків їх вигод та витрат.

Розрахунки свідчать, що навіть незначна увага до врахування цілей інвесторів у прийнятті рішень органами влади створює передумови для підвищення рівня добробуту як приватних інвесторів, так і населення за рахунок ефективних дій регіональної адміністрації.

Висновки. Розробка і практичне застосування концепції вартісно орієнтованого менеджменту, що реалізується з метою оцінки рівня результативності стратегічного управління економічною діяльністю квазікорпоративного об'єднання сільськогосподарських підприємств регіону, є неможливими без детального обґрунтування кількісних пропорцій взаємовигідного узгодження інтересів усіх сторін процесу. Такими, у масштабах мезоекономіки, виступають власники акціонерного капіталу, комерційні банки як постачальників позикових коштів для підприємств, наймані працівників сільськогосподарських підприємств регіону, інші стейкхолдери (у т.ч. населення, що проживає на конкретній території).

Подальші дослідження у сформульованому напрямі передбачають перспективу виходу за межі лише оцінювання приросту економічної вартості розрізненої сукупності агропромислових підприємств регіону. При цьому, недостатньо розглядати регіон виключно у якості аналога диверсифікованого холдингу із обмеженим набором макроекономічних інструментів діяльності. Комплексне оцінювання позитивного результату діяльності окремих підприємств в координатах генерування вартості регіону в цілому передбачає врахування інтересів не лише власників капіталу, але й постачальників нефінансових ресурсів (матеріальних, трудових, інтелектуальних). Переслідування інтересів громадськості регіону, поряд з врахуванням цілей інвесторів при прийнятті рішень органами влади, створює передумови для підвищення рівня добробуту як приватних інвесторів, так і населення за рахунок ефективних дій регіональної адміністрації. Ось чому перспективи подальших досліджень пов'язуються з обґрунтуванням методики переходу від фінансової (мікроекономічної на рівні підприємства) до мезоекономічної (на рівні регіону) оцінки результативності здійснення приватних інвестицій, розрахунку їх впливу, за умов припустимих спрощень, на успішність процесу подолання негативних тенденцій обмежено прагматичної "економіки фізичних осіб" місцевими органами врядування.

Список літератури

1. Стратегія розвитку України у період до 2020 року. Режим доступу: http://www.dsaua.org/index.php?option=com_content&view=article&id=90%3A-2020-&catid=36%3A2010-09-13-13-04-19&Itemid=70&lang=uk.
2. Стратегія розвитку аграрного сектору економіки (на період до 2020 року) (з внесеними змінами і доповненнями НААН). Міністерство аграрної політики та продовольства України. Режим доступу: http://www.uaan.gov.ua/sites/default/files/strateg_do_2020r.pdf.
3. Стратегія економічного та соціального розвитку Кіровоградської області на 2013-2020 року. Кіровоградська обласна державна адміністрація, Національний інститут стратегічних досліджень. Режим доступу: http://www.kspu.kr.ua/download/project_of_strategy.pdf.

4. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus. *Fundamentals of Corporate Finance*. Third edition. McGraw-Hill Companies. 2001. – 639pp.
5. Kunte A., Hamilton K., Dixon J., Clemen M. *Estimating National Wealth: Methodology and Results*. World Bank, 1998. Режим доступу: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1998/11/17/000009265_3981013134540/Rendered/PDF/multi_page.pdf.
6. У.Изард. *Методы регионального анализа: введение в науку о регионах*. М.: Прогресс, 1966.
7. Porter M.E. *Competitive Advantage*, Free Press, New York, 1988. Chapter 10.
8. Krugman P. R., Wells R. *Economics*. – Worth Publishers, 2005. – 1200 p. – ISBN 978-1-57259-150-9.
9. Гранберг А.Г. *Основы региональной экономики. Учебник (4-е издание)*. М., ГУ ВШЭ, 2004, 495 с.
10. А.Ворус. *Экономика отраслевых регионов*. М.: МГУ, ТЕИС, 2000.
11. *Конкурентоспособность регионов: теоретико-прикладные аспекты / Под ред. Н.Я.Калужновой*. М.: ТЕИС, 2003.
12. J. Martin, J. William Petty. *Value Based Management. The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Harvard Business School Press. 2000. – 249pp. – ISBN 978-0-87584-800-6.
13. Rappaport, Alfred. *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York: Free Press, 2000. ISBN 0029257204.
14. Ehrbar, Al. *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. New York: John Wiley & Sons, 1998.
15. Малаховський Ю.В. *Управління ефективністю діяльності суб'єктів господарювання регіону за моделлю максимізації його вартості // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету: Економічні науки, вип. 22, ч. 1. – Кіровоград, КНТУ, 2012. – 396 с. – С. 196-208.*
16. Коупленд Т., Колер Т., Мурын Дж. *Стоимость компаний: оценка и управление: Пер. с англ.* М.: Олимп-Бизнес, 1999. – 576 с.
17. Ottoson, E., Weissenrieder, F. 1996. “Cash Value Added – a new method for measuring financial performance” in *Gothenburg Studies in Financial Economics*. 1996/1.
18. Madden B. J. 1999. *CFROI Valuation: A Total Systems Approach to Valuing the Firm*. Butterford-Heinemann: Oxford.
19. Прохорова В.В. *Субрегиональные ресурсы и инструменты интенсивного развития территориальных экономических систем современной России*. Москва: МГУ, 2010. – 224 с.

Y.Malakhovsky

Kirovograd National Technical University

R.Zhovnovach

Classic Private University, Zaporozhye

S.Shevchenko

The value-based management of the activities of the quasi-corporate association of region competing enterprises

This study aims to develop practical methods for introducing the concept of VBA to the quasicorporation association of Ukrainian region farming competing enterprises.

The evaluation results of the formation of economic performance of the organization fragmented set of agricultural enterprises in the region proposed to be based approach to measuring the performance of active investment diversified company using the tools of corporate finance and the theory of value management. However, the region is considered as an analogue of the holding – the subject of competition in the market for goods, services, capital of a limited set of macroeconomic tools of influence on his work with the local administration.

Analysis of corporate activity in terms of the creation of value takes into consideration both the interests of not only the owners of capital, but also suppliers of financial resources (material, labor, intellectual). Calculations show that attention to considering targets investors in decision-making bodies creates the preconditions for improving the welfare of both private investors and the public through the effective action of the regional administration.

the management of development in the region, the cost factors of agricultural enterprises, quantitative methods for calculating the economic value of the total enterprises in the region

Одержано 09.04.13