

УДК: 658.15

*Т.А. Говорушко, д-р екон. наук
Ю.М. Кулинич, асист.
Національний університет
харчових технологій*

НАУКОВО-ТЕОРЕТИЧНІ ПРОБЛЕМИ ЗАСТОСУВАННЯ ПОКАЗНИКА «ЕКОНОМІЧНА ДОДАНА ВАРТІСТЬ» В ОЦІНЦІ МАЙНА ПІДПРИЄМСТВА

У статті визначено суть показника «економічна додана вартість», розглянуто способи його розрахунку. Досліджено особливості та проблеми застосування ціннісно-орієнтованого підходу в оцінці вартості підприємства та обґрунтовано доцільність впровадження показника «економічна додана вартість» в оцінці діяльності вітчизняних підприємств.

Визначено необхідність залучення підприємствами інвестицій та роль показника економічної доданої вартості в оцінці вартості результатів таких вкладень. Обґрунтовано, чому саме даний показник найкраще підходить для процесу інвестування в бізнес, який пов'язаний з наміром максимізувати дохідність і віддачу від вкладень з урахуванням сприятливих рівнів ризику.

Розглянуто та проаналізовано еволюцію моделі економічної доданої вартості, досліджено переваги над іншими моделями оцінки вартості бізнесу, а також наведено способи поєднання EVA з іншими методиками ціннісно-орієнтованого підходу.

***Ключові слова:** ціннісно-орієнтований підхід, економічна додана вартість, вартість підприємства, фінансовий менеджмент, вільні грошові потоки.*

На сьогодні все частіше у світовій практиці використовуються вартісні показники оцінки діяльності підприємств. Проблема управління даними параметрами є найменш дослідженою в теорії і практиці вітчизняного управління.

Для ідентифікації і аналізу конкурентних переваг, які б забезпечили найбільшу ефективність бізнесу та дозволили б зайняти лідируючу позицію у галузі, необхідно впроваджувати на вітчизняних підприємствах концепцію стратегічного управління, засновану на ціннісно-орієнтованому підході (VBM — value based management), що дозволяє досягти найвищого рівня конкурентоспроможності, а максимізація ринкової цінності для акціонерів визначається як головна фінансова мета підприємства [2].

Основи концепції ціннісно-орієнтованого управління започатковані А. Раппапортом, М. Дженсенем, М. Фріменом, М. Портером, І. Ансоффом, Т. Коуплендом, Т. Коллером, Дж. Муріном, Б. Стюартом. Подальший розвиток концепції і її врахування при розробці корпоративної стратегії знайшли відображення у працях Дж. Джонсона, К. Шоулза, Р. Уїтгінгтона, Дж. Мартіна, В. Петі та інших науковців. Розгляду окремих аспектів впровадження засад ціннісно-орієнтованого управління присвячені праці А. Анкудінова, С. Валдайцева, О. Терещенка, А. Гусєва, І. Дем'яненка, А. Єскименка, О. Мозенюка. Проте тема залишається малодослідженою і актуальною.

Визначення особливостей та проблем застосування методу економічної доданої вартості (EVA — economic value added) як ціннісно-орієнтованого підходу визначення вартості підприємства.

Створення стратегії розвитку компанії залежить від інтересів і потреб її власників, що лежать в основі управлінських рішень.

Сьогодні у фінансовому менеджменті фундаментальною є ідея, згідно з якою основною ціллю бізнесу є максимальне збільшення благополуччя власників (акціонерів), це означає максимальне збільшення економічної цінності компанії, що належить

© Говорушко Т.А., Кулинич Ю.М., 2012

акціонерам. Акціонери інвестують в компанію грошові кошти, очікуючи при цьому максимально можливе збільшення доходів при встановленому рівні ризику [6].

Еволюція бізнесу потребує інвестицій, які, в свою чергу, потрібно фінансувати. Залучення інвесторів — складний процес, що потребує максимальної інформаційної ясності. Інформація, подана інвестору у форматі оцінки бізнесу, найбільш точно відповідає його запитам. Процес інвестування в бізнес пов'язаний з наміром максимізувати дохідність і віддачу від вкладень з урахуванням сприятливих рівнів ризику.

Одним із найбільш бажаних у сучасному фінансовому менеджменті показником оцінки вартості підприємства є показник економічної доданої вартості (EVA — Economic Value Added). Даний показник (модель) в останні роки все частіше використовується в економічній теорії і, головним чином, в практичній роботі компаній розвинених країн, зокрема назвемо для прикладу AT&T, Quaker Oats, Briggs&Stratton, Coca-Cola. Концепція EVA була розроблена компанією Stern Steward & Co., якою і була зареєстрована, хоча основні її положення відображені ще в теорії економічного доходу Альфреда Маршалла [7].

Економічна додана вартість — це універсальний показник, який можна використовувати для фінансового аналізу, управління і оцінки вартості компанії. Це, по суті, індикатор прибутковості, якому не властиві недоліки показників, що досьгодні використовувались у цих цілях. Справа в тому, що класичними показниками для виміру прибутковості компанії є різного роду показники рентабельності (ROE, ROI і т. д.), розраховані на основі бухгалтерських даних по результатам господарської діяльності. Ці показники мають ряд недоліків:

1) за допомогою бухгалтерських прийомів можна штучно збільшити показники прибутковості;

2) бухгалтерські показники не віддзеркалюють поточну вартість грошей і, перш за все, ризики інвесторів;

3) показники рентабельності конкретної компанії в недостатній мірі корелюють з вартістю її акцій на ринку капіталів, що може ввести в оману менеджерів, що приймають рішення відносно розвитку даної компанії.

З метою уникнення вищезазначених недоліків у 80–90-х роках було запропоновано поняття «вільні грошові потоки» (Free Cash Flow). Використання грошових потоків дозволило виключити з розрахунків прибуток і ввести дисконтування грошових потоків (ДГП, далі в статті — DCF від англ. Discounted Cash Flow). Варто відмітити, що метод DCF більш вигідний для оцінки вартості компанії, але не придатний для оперативного і поточного управління компаніями, оскільки його не можна використовувати для розрахунку показників, які являються найбільш актуальними для менеджерів.

В свою чергу, поява показника EVA була викликана потребою знайти такий економічний показник, який би:

1) відображав тісний зв'язок з вартістю акцій, встановленою за допомогою статистичних методів;

2) давав можливість використовувати найбільший об'єм інформації із бухгалтерського обліку, включаючи показники, розраховані по даних бухгалтерського обліку (для спрощення розрахунків);

3) давав оцінку вартості компанії з врахуванням фактора ризику [4].

Звідси випливає подвійна природа показника EVA — його можна використовувати в якості інструмента як фінансового аналізу, так і оцінки компанії.

Згідно Постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту N1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», даний стандарт є обов'язковим для застосування під час проведення оцінки майна та майнових прав суб'єктами оціночної діяльності, а також особами, які відповідно до законодавства здійснюють рецензування звітів про оцінку майна то оцінки вартості майна на основі

моделі EVA повинна проводитися з дотриманням принципів корисності, попиту і пропонування, заміщення, очікування, граничної продуктивності внеску та найбільш ефективного використання.

У загальному трактуванні економічна додана вартість показує залишковий дохід, який доступний для розподілу власниками та іншими зацікавленими особами після відрахування з чистого операційного прибутку плати за інвестований у підприємство капітал. Існує дві модифікації розрахунку показника:

$$EVA = NOPAT - WACC * CE,$$

$$EVA = (ROIC - WACC) * CE,$$

де NOPAT — операційний прибуток підприємства після сплати податків, але до витрат на фінансування і не грошових облікових запасів; WACC — середньозважена вартість капіталу підприємства; CE — інвестований капітал; ROIC — рентабельність інвестованого капіталу [5, с. 86].

Наведений алгоритм розрахунку показника дозволяє визначити такі чинники впливу на EVA, як рентабельність інвестицій, обсяг інвестованого капіталу та середня ціна залучених фінансових ресурсів, обумовлена структурою капіталу та вартістю окремого джерела. За оцінками експертів, ринкова вартість компанії «визначається в першу чергу якістю «лівої частини балансу». А це означає, що вирішальне значення в максимізації вартості компанії має вивірена корпоративна стратегія, заснована на створенні, розвитку і утриманні конкурентних переваг, які дозволяють одержувати віддачу від інвестицій вище за сукупні витрати на залучення капіталу незалежно від джерел фінансування» [8]. В свою чергу, ефективність інвестованого капіталу може бути оцінена за допомогою показника ROIC, шляхи максимізації якого можливо визначити на основі розгортання «дерева чинників» або факторної «моделі Дюпона»:

$$ROIC = ROS * \text{Оборотність інвестованого капіталу},$$

де ROS = Операційний прибуток підприємства після сплати податків, але до витрат на фінансування і негрошових облікових запасів / Чиста виручка від реалізації продукції;

Оборотність інвестованого капіталу = Чиста виручка від реалізації продукції / Інвестований капітал [2].

Оцінка величини показника EVA дуже проста. Компанія має цінність для власників, якщо $EVA > 0$. Розрахунок здійснюється так само просто. Для того щоб показник EVA виміряв саме те, що повинен вимірювати, а саме чистий економічний прибуток для власників, не можна заміняти NOPAT результатом виробничої діяльності, а CE сумою активів з балансу. Це призводить до того, що у показника EVA з'являються недоліки, властиві класичним показникам рентабельності. Тому рекомендується для використання показника EVA переводити дані бухгалтеру в економічні показники. Автори моделі EVA Д. Стерн і Б. Стюарт визначили список поправок даних бухгалтеру, який налічує близько 164 статей. Повний список поправок являється комерційною таємницею авторів [4]. На нашу думку достатньо зробити тільки ті поправки, які мають найсуттєвіше значення.

Вихідними даними для розрахунку CE та NOPAT є бухгалтерський баланс. Для визначення CE варто здійснити ряд поправок в баланс. До них можна віднести:

1) активи зменшують на величину залученого капіталу, по якому не виплачені відсотки, з ціллю відображення проблем з оцінкою витрат на цей капітал при встановленні ставки дисконтування;

2) від суми активів віднімають ті, що не використовуються в операційній діяльності;

3) до розрахунку беруться усі активи, які використовуються компанією, але не відображені у бухгалтеру;

4) віднімають надзвичайні статті, що пов'язано з потребами не розглядати надзвичайні доходи і витрати як результат господарювання і, тим самим, виключати їх із акумульованих результатів господарської діяльності в балансі;

5) активи відображають по їх реальній вартості;

6) коректують пасиви. Кожне добавлення нового активу в облікових активах і кожна поправка в оцінці активу неодмінно потягнуть за собою відповідні зміни в пасиви. Останні частіше всього мають форму зміни власного капіталу. Для цієї не облікованої частини власного капіталу часто використовується поняття еквівалентного власного капіталу. Проте мова може також іти про збільшення зобов'язань (наприклад, включення в склад активів предметів взятих в лізинг);

8) вносять поправки пов'язані з гудвілом. Якщо в балансі гудвіл вже вказаний, то його залишають як частину СЕ. Якщо він був списаний, але виник у результаті деяких аспектів діяльності компанії, то його відображають по первинній вартості.

Для визначення NOPAT перш за все варто здійснити такі правки:

1) із фінансових витрат виключаються виплачені відсотки, включаючи ті, що знаходяться в лізингових платежах. Інакше кажучи, ці відсотки додаються до результатів господарювання;

2) із результатів господарювання виключаються надзвичайні статті;

3) необхідно оцінити, наскільки основні і оборотні активи обслуговують основну підприємницьку діяльність і наскільки вони мають характер накопичення грошей з ціллю створення довгострокових резервів і отримання прибутку від капіталу, що не використовувався у виробництві. В результаті цієї оцінки із NOPAT вираховують доходи від невикористаних у виробництві активів [5].

Як уже зазначалося, чим більше значення EVA тим краще для підприємства і відповідно його власників. Показник доданої економічної вартості може бути збільшений за рахунок:

1) збільшення віддачі наявного капіталу, що може бути досягнуто шляхом збільшення цін чи маржі, збільшення об'ємів продаж чи зниження затрат;

2) оптимізація інвестицій, що може бути досягнуто за рахунок раціоналізації, ліквідації або скорочення інвестицій в операції, які не можуть забезпечити повернення вартості капіталу;

3) оптимізація вартості капіталу, що може бути досягнуто шляхом скорочення витрат капіталу при підтримці фінансової гнучкості.

Основною перевагою концепції економічної доданої вартості як інструменту являється визначення цілі: компенсувати сукупні витрати на інвестиційний капітал, тобто ефективніше використання ресурсів, на відміну від стандартної задачі максимізації прибутку, яка може бути досягнута без врахування ефективності використання ресурсів. Проте варто відзначити, що для моделі EVA притаманні деякі недоліки, які ускладнюють її використання на українських підприємствах. До них варто віднести:

1) EVA піддається маніпулюванню, плановий рівень даного коефіцієнта і залежність від нього бонусної системи персоналу, що управляє, призводить до всіляких фальсифікацій (жорсткий зв'язок винагороди і показника EVA може привести до ухвалення рішень, направлених на короткострокові вигоди від зниження витрат і використання активів, у яких закінчився термін амортизації);

2) дана модель більш орієнтована на короткострокову перспективу, ніж на довгострокову [1].

Висновки. Отже, показник доданої економічної вартості можна використовувати для оцінювання фінансового стану лише на тих підприємствах, показники яких не сигналізують про ознаки істотної неплатоспроможності та кризового стану. Подальші дослідження показників фінансового стану підприємства варто зорієнтувати на визначення такого набору коефіцієнтів, який би дав змогу виявляти ознаки істотних

відхилень від нормального економічного розвитку і, цим самим, надавали б можливість керівництву підприємства здійснювати ефективні заходи щодо профілактики кризових ситуацій на підприємствах.

Таким чином, використання показника EVA у фінансовому менеджменті буде сприяти підвищенню якості оцінки ефективності діяльності українських компаній.

ЛІТЕРАТУРА

1. *Гушко С.В.* Управління промисловим підприємством на основі ефективних методів аналізу // Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/znpchdtu/2009_22_1/articles/Problem_upravleniya/18_Gushko.pdf].

2. *Васильчук І.В.* Оцінка чинників впливу на EVA (economic value added): емпіричний аспект [Текст] / І. В. Васильчук // Формування ринкових відносин в Україні. — 2010. — №9. — С. 164—168.

3. *Гвоздев В.В.* Оценка экономической эффективности продаж многопродуктовой торговой компании на основе EVA // Фінансовий менеджмент. — 2005. — №5. — С. 26—32.

4. *Гусев А.А.* Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании // Режим доступу: <http://www.dis.ru/library/fm/archive/2005/1/3922.html>.

5. *Мартін Джон Д.* VBM — управління, що базується на вартості: Корпоративна відповідь революції акціонерів / Джон Д. Мартін, Вільям Дж. Петті. — Пер. з англ.; За наук. ред. О.Б.Максимової, І.Ю.Шарапової. — Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2006. — 272 с.

6. *Мозенюк О.* Проблеми застосування вартісних показників для оцінки діяльності та прогнозування розвитку підприємства з корпоративними правами // Економіст. — 2009. — №6. — С. 54—59.

7. *Радченко К.* EVAлюция сбалансированной системы показателей // Режим доступу: http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_27/article_298.

8. *Стратегия финансирования и управления стоимостью компании* / Рауф Ибрагимов // Режим доступу: http://www.cfin.ru/management/finance/capital/finstrat_and_val.shtml.

Т.А. Говорушко, Ю.М. Кулинич

Научно-теоретические проблемы использования показателя

«экономическая добавленная стоимость» в оценке стоимости предприятия

В работе определена сущность показателя «экономическая добавленная стоимость» и исследованы способы его расчета. Приведены особенности и проблемы применения ценностно-ориентированного подхода в оценке стоимости предприятия и обоснована целесообразность внедрения показателя «экономическая добавленная стоимость» в оценке деятельности отечественных предприятий.

Определена необходимость привлечения предприятиями инвестиций и роль показателя экономической добавленной стоимости в оценке стоимости результатов таких вложений. Обосновано, почему данный показатель лучше подходит для процесса инвестирования в бизнес, связанный с намерением максимизировать доходность и отдачу от вложений с учетом благоприятных уровней риска.

Рассмотрена и проанализирована эволюция модели экономической добавленной стоимости, исследованы преимущества над другими моделями оценки стоимости бизнеса, а также приведены способы сочетания EVA с другими методиками ценностно-ориентированного подхода.

Ключевые слова: *ценностно-ориентированный подход, экономическая добавленная стоимость, стоимость предприятия, финансовый менеджмент, свободные денежные потоки.*

T.Govorushko, Y.Kulynych

**Scientific and theoretical problems of indicator «economic value added»
in the appraisal of property of an enterprise**

The paper defines the essence of the indicator «economic value added» and discusses ways of calculating. «Economic Value Added» is one of the most desirable indicators in modern financial management. Valuation index is the economic value added. This indicator (model) has been increasingly used in economic theory in recent years and, mainly, in practice companies in developed countries.

The identification and analysis of competitive advantages, which would provide the greatest efficiency and enable businesses to take a leading position in the industry, the introduction of the concept of domestic enterprises strategic management based on value-oriented approach (VBM - value based management), which achieves the highest level of competitiveness and maximizing value for shareholders is defined as the main financial goal of the enterprise.

Besides these features and problems of application of value-based approach to value businesses, which include that the model is subjected to manipulation, planned level of this factor and dependence on it a bonus of staff that manages and leads to all sorts of fraud and reasonable expediency of indicator of «economic value added» in the assessment of domestic enterprises.

Thus, the use of indicator EVA in financial management will enhance the quality evaluation of Ukrainian companies.

Key words: *Value based management, economic value added, enterprise value, Financial Management, Free Cash Flow.*

e-mail: kan97@yandex.ru

Надійшла до редколегії 15.10.2011