

А.І. Ковальов, д-р екон. наук, проф.

Одеський національний економічний університет,

О.І. Винокурова, асп.

Одеський національний економічний університет

КОНЦЕПЦІЯ EVA ТА ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВ

У статті висвітлено сутність показника "економічна додана вартість", його значення і необхідність застосування при проведенні оцінки ефективності реструктуризаційних заходів компаній. Розглянуто переваги та недоліки даного методу, наведено математичний апарат для розрахунку показника EVA. Зроблена спроба застосувати показник EVA на прикладі підприємств молочної промисловості України в якості оцінки ефективності реструктуризації.

Ключові слова: економічна додана вартість; реструктуризація; оцінка; ефективність; ціна капіталу.

Постановка проблеми. Перехід до ринкових відносин, формування товарних і фінансових ринків, а також конкуренція пред'являють нові жорсткі вимоги до підприємств. Однією з таких вимог є перманентне проведення реструктуризації, внаслідок якої відбуваються глибокі зміни у структурі і технології виробництва, управлінні господарськими процесами і збутом продукції, в результаті чого поліпшуються фінансово-економічні показники діяльності суб'єктів господарювання. Реструктуризація – це один із суттєвих шляхів підвищення ефективності фінансово-господарської діяльності підприємств.

Проведення реструктуризаційних заходів ґрунтується на постійному моніторингу та оцінці її результатів. Саме моніторинг і оцінка є завершальним етапом процесу здійснення реструктуризації підприємства. Оцінка ефективності реструктуризаційних заходів здійснюється з позиції власників підприємства. Даний етап є необхідним і з тієї точки зору, що в разі виявлення будь-яких відхилень від бажаного результату, необхідно здійснити коригування в проведенні реструктуризації.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В останні роки у вітчизняних та зарубіжних наукових виданнях все більше уваги приділяється підходам до оцінки ефективності реструктуризації підприємств, які досліджувалися в працях Д. Бодді, Дж. К. Ван Хорн, П.А. Гохан, Я.М. Грітанс, Т. Коупленд, Т. Кіллер, Н. Холт, Аістової М.Д., Білик М.Д., Білих Л.П., Бланка І.О., Валдайцева С.В.

Грязновой А.Г., Ковальова А.І., Мазура І.І., Шапіро В.Д., Лігоненко Л.О., Мендрула О.Г., Терещенка О.О. та ін. Однак, поряд з традиційними методами оцінки економічної ефективності реструктуризації, на думку авторів, доцільним є застосування досить нового і відповідно мало дослідженого в управлінській діяльності вітчизняних підприємств такого методу, як визначення вартості бізнесу шляхом розрахунку показника "економічної доданої вартості".

Метою статті є обґрунтувати доцільність застосування показника економічної доданої вартості для оцінки ефективності проведення реструктуризації на промислових підприємствах України.

Вклад основного матеріалу. У західній теорії та практиці корпоративного управління широко застосовується метод VBM (Value Based Management – менеджмент, заснований на управлінні вартістю). Значний вклад в розвиток концепції управління вартістю компанії був внесений Б. Стюартом і Дж. Стерном, які розробили показник економічної доданої вартості, ЕДВ (Economic Value Added, EVA). Даний підхід мало розроблений в теорії і, отже, в практиці управління реструктуризацією промислових підприємств України.

Використання показника EVA є першим кроком до впровадження системи постійних поліпшень і подальшого застосування сучасних управлінських інструментів.

Основна ідея і економічний зміст показника EVA полягає в тому, що капітал компанії повинен працювати з такою ефективністю, щоб забезпечити норму прибутковості на вкладений капітал, необхідну інвесторам, акціонерам або іншим власникам. Норма прибутковості інвестора – це встановлена інвестором (акціонером, власником) бар'єрна (гранична) ставка доходу на вкладений капітал з урахуванням відповідного інвестиційного ризику компанії. Саме таку ставку прибутковості зміг би заробити інвестор, якби він використовував вкладений капітал в альтернативних областях бізнесу, але з тим же рівнем ризику. Тобто показник застосовується для оцінки ефективності діяльності підприємства з позиції його власників, які вважають, що діяльність підприємства має для них позитивний результат у випадку, якщо вдалося заробити більше, ніж становить прибутковість альтернативних вкладень. Цим пояснюється той факт, що при розрахунку показнику EVA з суми прибутку віднімається не тільки плата за користування позиковими коштами, але і власним капіталом [1].

Метою управління вартістю компанії на основі показника EVA є створення такої вартості компанії для інвестора, коли операційний прибуток перевищує середньозважену вартість використаного капіталу в грошовому вираженні. Іншими словами, додана вартість виникає в тому випадку, якщо рентабельність активів компанії перевищує середньозважені витрати на капітал.

Таким чином, основна ідея, що обґрунтовує доцільність використання EVA полягає в тому, що інвестори або власники компанії повинні отримати очікувану норму прибутку за прийнятий ризик. Якщо цього не відбувається, то

Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2015. – № 1(30)

відсутній реальний прибуток акціонерів, власників або інвесторів компанії, і вони не бачать в цьому випадку вигоди від інвестиційної діяльності компанії.

Показник EVA служить індикатором якості прийняття управлінських рішень. Позитивна величина EVA характеризує ефективне використання капіталу і свідчить про збільшення вартості компанії. Якщо значення EVA дорівнює нулю, то це вказує на те, що власники капіталу компанії фактично отримали норму прибутку, компенсуючи ризик. Негативна величина EVA характеризує неефективне використання капіталу і свідчить про зниження вартості компанії [1].

В процесі управління вартістю компанії показник економічної доданої вартості використовується при складанні капітального бюджету, оцінці ефективності діяльності підрозділів або компанії в цілому, розробці оптимальної і справедливої системи преміювання менеджменту [2, с. 122].

Таким чином, сутність показника економічної доданої вартості полягає в наступному:

- є інструментом для вимірювання "надмірної" вартості, створеної інвестиціями;
- виступає індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина цього показника свідчить про збільшення вартості компанії, негативна – про зниження;
- є інструментом для визначення норми прибутку капіталу, виділяючи при цьому частину грошового потоку, яка зароблена за рахунок інвестицій;
- базується на вартості капіталу як середньозваженому значенні різних видів фінансових інструментів, що використовуються для фінансування інвестицій;
- дозволяє визначити вартість компанії, а також оцінювати ефективність підрозділів компанії або окремих майнових комплексів [2, с.122].

Для розрахунку показнику ЕДВ береться до уваги прибуток підприємства, очищений від податків та платежі за весь (а не тільки позиковий) інвестований у підприємство капітал. Тобто, показник економічної доданої вартості визначається як різниця між чистим операційним прибутком після оподаткування та витратами на залучення капіталу [3, С. 348]:

$$\text{ЕДВ} = (\text{Пз} - \text{ПП}) - (\text{ІК} \times \text{СЦК}) = \text{ЧП} - (\text{ІК} \times \text{СЦК}), \quad (1.1)$$

$$\text{ЕДВ} = [(\text{ЧП} : \text{ІК}) - \text{СЦК}] \times \text{ІК}, \quad (1.2)$$

де Пз – прибуток від звичайної діяльності; ПП – податок на прибуток й інші обов'язкові платежі; ІК – інвестований у підприємство капітал; СЦК середньозважена ціна капіталу; ЧП – чистий прибуток.

Перетворення формули розрахунку ЕДВ приводить до такого вигляду:

$$\text{ЕДВ} = [(\text{ЧП} : \text{ІК}) - \text{СЦК}] \times \text{ІК} = (\text{Р}_{\text{ік}} - \text{СЦК}) \times \text{ІК}, \quad (1.3)$$

де $\text{Р}_{\text{ік}}$ – рентабельність інвестованого капіталу.

Застосування показнику ЕДВ дозволяє відповісти на головне питання власників про ринкову вартість підприємства (РВП) після реструктуризації. Її можливо визначити таким чином:

$$\text{РВП} = \text{ЧА} + \text{ЕДВ}, \quad (1.4)$$

де ЧА – балансова вартість чистих активів (тобто за винятком усіх видів кредиторської заборгованості); ЕДВ – економічно додана вартість майбутніх періодів, приведена до теперішнього часу.

Ринкова вартість підприємства в разі не ефективного використання капіталу менеджментом підприємства під час проведення реструктуризації згідно вище наведеної формули (тобто у разі, коли $\text{ЕДВ} < 0$), зменшиться, власники втратять частину вкладеного в підприємство капіталу. У разі збігу середньозваженої ціни капіталу з нормою його віддачі, ринкова вартість підприємства дорівнюватиме балансовій вартості чистих активів. Це означає, що очікування власників від реструктуризації бізнесу виправдалися рівно настільки, наскільки складалася практика вкладення коштів у банківські депозити. Якщо підприємство, на якому здійснюється реструктуризації, за звітний період забезпечить економічне прирощення капіталу ($\text{ЕДВ} > 0$), тоді на його величину автоматично зросте балансова вартість підприємства, що передбачає, по-перше, мотивацію зайнятого реструктуризацією менеджменту, по-друге стимулюватиме власників бізнесу до подальшої реструктуризації підприємства. З цієї причини в системі оцінки ефективності реструктуризаційних заходів метод економічної доданої вартості набуває все більшого поширення, а планування прибутку, структури і відповідно ціни капіталу стають на підприємствах першочерговими завданнями стратегічного управління реструктуризацією [3].

Наведений "формульний" результат свідчить, що величина економічного прирощення капіталу залежить від ефективності експлуатації власних і позикових коштів підприємства, ціни джерел залучених коштів, а також структури капіталу (співвідношення власних і позикових коштів). Основні чинники, що формують EVA наведені на рис. 1. При управлінні вартістю компанії основні чинники можуть бути розділені на більш дрібні складові [2, с.121]. Збільшуючи значення показника EVA шляхом впливу на наведені чинники, менеджер збільшує вартість компанії.

Рівень економічно доданої вартості визначає лінію поведінки власників підприємства, направляючи капітал у проведення вигідних для них реструктуризаційних перетворень або, здійснюючи "перекидання" капіталу в більш рентабельні підприємства або проекти.

Необхідно зазначити, що простота розрахунку показника EVA ілюзорна. Розробником показника (Б. Стюартом) передбачається внесення можливих поправок і коригувань величини чистого операційного прибутку після оподаткування (а) та інвестованого капіталу (б):

а) чистий операційний прибуток після оподаткування = прибуток від продажів, скоригований на відсотки + процентні платежі по лізингу +

збільшення порівняно з ціною придбання запасів, врахованих по методу ЛІФО + амортизація гудвілу + збільшення резерву по сумнівних боргах + збільшення витрат на НДДКР довгострокового характеру – величина податків;

б) інвестиційний капітал = балансова вартість звичайних акцій + привілейовані акції + частки меншості + відстрочені податки + резерв ЛІФО + накопичена амортизація гудвілу + короткострокова заборгованість, по якій нараховуються відсотки + довгостроковий позиковий капітал + капіталізований лізинг + поточна вартість некапіталізованого лізингу [2, с.122].

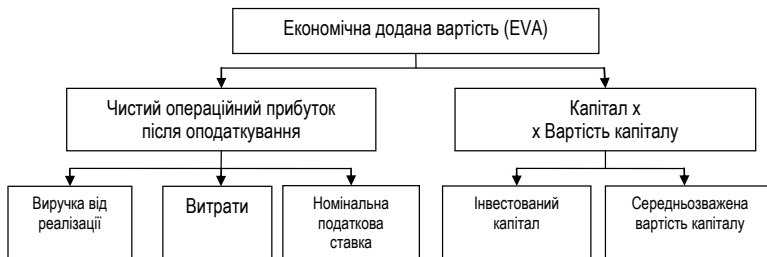


Рис. 1. Основні чинники формування EVA

Джерело: [2]

Пряме запозичення вищезазначеного методу в практиці управління українськими підприємствами, так само як і інших інструментів західного менеджменту, ускладнено через методологічні розбіжності і невідповідності у прийнятих підходах до управління. Крім того, даний підхід є досить новим у теорії і практиці управління реструктуризацією промислових підприємств України та потребує деяких уточнень. Адаптувати даний метод оцінки результатів перетворень до українських економічних реалій спробуємо наступним чином, який вимагає в управлінській діяльності великих і середніх підприємств промисловості застосування прийомів і методів економічного аналізу, не для дослідження звичайної, операційної діяльності підприємства, а для оцінки ефективності проведених (що проводяться або запланованих) реструктуризаційних заходів, а саме:

- використання міжнародних принципів бухгалтерського обліку та фінансової звітності;
- надання розрахунково-формульних виразів, адаптованих в українському бухгалтерському і управлінському обліку та фінансовій звітності;
- застосування показників навколишнього макро-, мезо- та мікроекономічного середовища в повній відповідності з реаліями української економіки.

Для визначення показника ЕДВ величину середньозваженої ціни капіталу (СЦК) можна розраховувати наступним чином [3, с. 349]:

$$СЦК = (ЦПК \times ЧПК) + (ЦВК \times ЧВК), \quad (1.5)$$

де ЦПК – ціна позикового капіталу; ЧПК – частка позикового капіталу; ЦВК – ціна власного капіталу; ЧВК – частка власного капіталу.

Позиковий капітал складається з довгострокового і короткострокового позикового капіталу. До складу довгострокового позикового капіталу можуть входити облігації, довгострокові кредити банків; до складу короткострокового позикового капіталу – короткострокові кредити банків, поточна кредиторська заборгованість та інші короткострокові зобов'язання. Тому ціною позикового капіталу є:

- для залучення довгострокового капіталу за рахунок емісії облігацій – повна дохідність облігацій з урахуванням додаткових витрат емітенту щодо розміщення своїх зобов'язань;
- за використання довгострокового і короткострокового банківського кредиту – річна ставка кредитування.

Основні труднощі при визначенні ціни позикового капіталу викликають визначення ціни тієї частини довгострокового позикового капіталу, яка сформована за рахунок облігацій (дане ускладнення обґрунтовано відсутністю інформації у зовнішніх користувачів та складністю її отримання від керівництва підприємства в наслідок її конфіденційності). Тому для визначення ціни позикового капіталу, в рамках даного дослідження, підприємств молочної промисловості Одеської області, джерелами формування якого більшою мірою є кредити комерційних банків, прийнято рішення використовувати офіційні статистичні дані НБУ про середньозважені річні процентні ставки кредитування комерційних банків.

Для визначення ціни власного капіталу досліджуваних молокопереробних підприємств зроблено ряд наступних припущень. Акціонери мають право приймати самостійні рішення щодо збільшення (зменшення) розміру власного капіталу, без необхідності отримання згоди інших суб'єктів господарювання. Власники отримують можливість розпоряджатися чистим прибутком, керуючись особистими економічними інтересами. Наприклад, акціонери можуть прийняти рішення залишити всю або частину чистого прибутку на балансі підприємства, тобто реінвестувати прибуток; акціонери можуть вилучити у підприємства чистий прибуток з метою інвестування для одержання дивідендів в акції інших компаній або ж у вигляді ставки дисконтування, яку інвестор отримує від вкладення своїх коштів у виді депозиту. Тобто, акціонери мають альтернативні варіанти отримання доходів від своїх інвестицій. Величина даної альтернативи дозволяє визначити середню ціну власного капіталу.

Таким чином, в рамках даного дослідження для визначення показника EVA підприємств молочної промисловості Одеської області задані наступні умови:

- для визначення ціни власного капіталу використовуються дані НБУ про середньозважену річну процентну ставку за депозитами комерційних банків у 2013 році [4];

Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2015. – № 1(30)

- ціна позикового капіталу – дані НБУ про середньозважену річну процентну ставку кредитування комерційних банків у 2013 році [5];
- під інвестованим капіталом (ІК) слід розуміти внутрішні джерела підприємства, що складаються з реінвестованого прибутку (нерозподілений прибуток) і амортизації, а саме: $ІК = \text{нерозподілений прибуток} + \text{амортизація}$.

У табл. 1 представлені результати застосування показника ЕДВ на прикладі молокопереробних підприємств Одеської області.

Таблиця 1

**Розрахунок показника EVA молокопереробних підприємств
Одеської області у 2013 році**

Назва підприємства	Показники						ЕДВ, тис. грн
	Частка власного капіталу, %	Частка позикового капіталу, %	Ціна власного капіталу, %	Ціна позикового капіталу, %	Чистий прибуток, тис грн	Інвестований капітал, тис грн	
1. ТОВ "Тітан"	48,3	51,7	13,2	17,4	750	3297,7	243,14
2. ТОВ "Молокозавод"	21,3	78,7	13,2	17,4	231	1442,3	7,05
3. ЗАТ "Тарутинський сирзавод"	13,4	86,6	13,2	17,4	6	970	-398,18
4. ТОВ "Старокозацький сир"	18,1	81,9	13,2	17,4	-1389	1090	-1570,37

Джерело: розроблено за даними [4; 5]

Дані таблиці 1 свідчать про те, що на двох із 4 досліджуваних підприємств, а саме: ТОВ "Тітан" і ТОВ "Молокозавод" показник EVA має позитивне значення. Тобто, на даних підприємствах ефективно здійснюється процес реструктуризації, який за звітний період забезпечив економічне прирощення капіталу ($EVA > 0$) та на його величину зросла балансова вартість підприємств, що свідчить стимулюватиме власників до подальшого його здійснення.

Для досліджених підприємств, показник економічно доданої вартості, яких має від'ємне значення ($EVA < 0$), а саме: ЗАТ "Тарутинський сирзавод" та ТОВ "Старокозацький сир", можна намітити наступні шляхи підвищення показника EVA:

1. Збільшення прибутку при використанні незмінного обсягу капіталу;

2. Зменшення обсягу використовуваного капіталу при збереженні прибутку на колишньому рівні;

3. Зменшення витрат на залучення капіталу [6].

Зазначені шляхи підвищення показника EVA реалізуються в конкретних заходах, що проводяться підприємствами. Якщо показник EVA обраний підприємством у якості критерію оцінки ефективності своєї діяльності, то завдання полягає в тому, щоб підвищити значення цього критерію. Таке підвищення відбувається як у рамках перспективної реструктуризації підприємства (див. табл.. 2), так і в рамках поточної управлінської діяльності.

Таблиця 2

Заходи, що спрямовані на підвищення ефективності діяльності підприємства та зростання показника EVA

Мета перетворень	Основні види організаційних перетворень
1. Збільшення прибутку при використанні незмінного обсягу капіталу	а) освоєння нових видів продукції (робіт, послуг); б) освоєння нових ринків (нових сегментів ринку); в) освоєння більш рентабельних суміжних ланок виробничо-технологічного ланцюга.
2. Зменшення обсягу використовуваного капіталу при збереженні прибутку на колишньому рівні	Ліквідація збиткових або недостатньо прибуткових сфер діяльності (в т.ч. ліквідація підприємства)
3. Зменшення витрат на залучення капіталу	Зміна структури капіталу підприємства

Джерело: розроблено за даними [6]

Висновки. Критерій "економічної доданої вартості" може обґрунтовано виступати універсальним показником оцінки ефективності реструктуризаційних перетворень підприємства, так як він є інструментом, що вимірює дійсну прибутковість підприємства. Менеджмент підприємства має можливість вибору форм і методів реструктуризації, що забезпечують заданий власниками рівень вартості підприємства, тобто враховувати не тільки прибутковість бізнесу, але й ціну та структуру капіталу, яка необхідна для його ведення. Використання показника ЕДВ дозволить власникам та акціонерам компанії прийняти рішення про необхідність реструктуризації підприємства, допоможе відокремити збиткові виробництва, види продукції та непосильну кредиторську заборгованість та ін., а також сприятиме підвищенню якості оцінки ефективності діяльності вітчизняних підприємств.

Перспективність застосування наведеного методу оцінки реструктуризаційних заходів на підприємствах України, полягає в тому, що завдяки методу EVA стає можливим більш об'єктивно оцінити результативність заходів, ніж це вдається за допомогою показника чистого прибутку. Так як

Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2015. – № 1(30)

показник EVA оцінює не тільки фінансовий результат, але також дозволяє визначити якою ціною він був отриманий, тобто який обсяг капіталу і за якою ціною використовувався залучений капітал для проведення реструктуризаційних заходів. Крім того, розглянутий спосіб оцінки реструктуризаційних перетворень із застосуванням в якості ключового показника – економічно доданої вартості, що вимірюється в абсолютному вираженні, вигідно відрізняється від альтернативного методу оцінка ефективності програм реструктуризації на основі розрахунку рентабельності активів і індексу прибутковості, які не завжди дають повне уявлення про рівень ринкової вартості реалізованих проектів.

Література

1. Жуковская Н.Ю. EVA как инструмент управления стоимостью строительного предприятия / Н.Ю. Жуковская // Вестник СГУТиКД. 2011. № 3 (17) – С. 46-50.
2. Якушев А.А. Оценка бизнеса: учебное пособие / А.А. Якушев. – Красноярск: СФУ, 2007 – 173 с.
3. Ковалев А.И. Управление реструктуризацией предприятий перерабатывающей промышленности: теория и практика : дис. ... доктора экон. наук: 08.00.04 / А.И. Ковалев / Одесский национальный экономический университет. – Одесса, 2007 – 377 с.
4. Вартість строкових депозитів за даними статистичної звітності банків України у 2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bank.gov.ua/files/Procentlastb_DEP.xls
5. Вартість кредитів за даними статистичної звітності банків України у 2013р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bank.gov.ua/files/Procentlastb_KR.xls
6. Ларионова Е. Экономическая добавленная стоимость [Электронный ресурс]. / Е. Ларионова // Газета "Деловой Петербург. Бухгалтерские вести" (серия "Бизнес без проблем"). 2003. № 3. – Режим доступа: <http://www.vmggroup.ru/publications/public11.htm>

References

1. Zhukovskaja N.Ju. EVA kak instrument upravlenija stoimost'ju stroitel'nogo predprijatija / N.Ju. Zhukovskaja // Vestnik SGTiKD. 2011. № 3 (17) – S. 46-50.
2. Jakushev A.A. Ocenka biznesa : uchebnoe posobie / A.A. Jakushev. – Krasnojarsk: SFU, 2007 – 173 s.
3. Kovalev A.I. Upravlenie restrukturizaciej predpriyatij pererabatyvajushhej promyshlennosti: teorija i praktika : dis. ... doktora jekon. nauk: 08.00.04 / A.I. Kovalev. – Odessa, 2007 – 377 s.
4. Vartist' strokovy'x depozytiv za dany'my' staty'sty'chnoyi zvitnosti bankiv Ukrayiny' u 2013 r. – Rezhym dostupu: www.bank.gov.ua/files/Procentlastb_DEP.xls
5. Vartist' kredytiv za dany'my' staty'sty'chnoyi zvitnosti bankiv Ukrayiny' u 2013r. – Rezhym dostupu: www.bank.gov.ua/files/Procentlastb_KR.xls
6. Larionova E. Jekonomicheskaja doblennaja stoimost'. / E. Larionova // Gazeta "Delovoj Peterburg. Buhgalterskie vesti" (serija "Biznes bez problem"). 2003. № 3. – Rezhim dostupa: <http://www.vmggroup.ru/publications/public11.htm>

А.И. Ковалев, д-р экон. наук, проф.

О.И. Винокурова, асп.

Одесский национальный экономический университет

КОНЦЕПЦИЯ EVA И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ

В статье отражена сущность показателя "экономическая добавленная стоимость", его значение и необходимость применения при проведении оценки эффективности реструктуризационных мероприятий компаний. Рассмотрены преимущества и недостатки данного метода, приведен математический аппарат для расчета показателя EVA. Предпринята попытка применить показатель EVA на примере предприятий молочной промышленности Украины в качестве оценки эффективности реструктуризации.

Ключевые слова: экономическая добавленная стоимость; реструктуризация; оценка; эффективность; цена капитала.

A.I. Kovalyov, Doctor of Economics, Professor,

O.I. Vinokurova, postgraduate student

Odessa National Economic University

THE CONCEPT OF EVA AND PERFORMANCE EVALUATION OF ENTERPRISE RESTRUCTURING

Efficiency of restructuring of enterprise of measures of alteration of all systems of enterprise and selection of separate structures requires establishment of criteria and method of estimation which must be the base of comparison of efficiency of functioning of enterprise. The article reflected importance and the need to use of the indicator "economic value added" for assessing the effectiveness of enterprise restructuring. Described the essence of this method and its advantages and disadvantages. Showed the mathematical formalism for the calculation of the indicator "economic value added". An attempt was made to apply the indicator EVA on the example of the dairy industry of Ukraine as an evaluation of the effectiveness of restructuring.

Keywords: economic value added; restructuring; evaluation; efficiency; the price of capital.