УДК 62-427.4:005

В. В. Чернова
ПАТ “Одескабель”,
Одеський національний економічний університет

ОСОБЛИВОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ІНТЕГРОВАНИХ ПОКАЗНИКІВ У ВАРТІСНООРІЄНТОВАНІЙ МОДЕЛІ МЕНЕДЖМЕНТУ ДЛЯ ПІДПРИЄМСТВ КАБЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ

© Чернова В. В., 2015

Визначено особливості використання деяких інтегрованих показників та їх комбінації у моделі менеджменту, орієнтованого на вартість для підприємств кабельної галузі. Особлива увага приділена впливу зовнішнього фактора – ціни на основний матеріал щодо виготовлення кабелю – мідь, або алюміній, та на вартістьформувальні чинники. Запропоновано оцінювати ефективність роботи управлінської команди підприємства виробника кабельно-провідникової продукції з урахуванням впливу біржових котировок на основний метал.

Ключові слова: вартість компанії; модель Value Based Management; інтегровані показники вартості компанії; оцінка ефективності менеджменту.

V. V. Chernova
PJSC Odeskabel,
Odessa national economic university

THE FEATURES OF USING INTEGRATED INDICATORS IN THE VALUE-BASED MODELLING FOR MANAGEMENT IN THE CABLE INDUSTRY

© Chernova V. V., 2015

The article features research on the use of integrated value indicators in value-based management concept among cable producing enterprises. Calculating of the most common integrated cost indicators Economic Value Added (EVA), Cash Value Added (CVA) and Cash Flow Return on Investment (CFROI) shows that use of the single indicator in value-based management model is not appropriate because it does not provide a complete picture of the decision-making efficiency.

The combination of three indicators EVA, CVA and CFROI for value-based management model give more adequate assessment of the company's management as Economic Value Added shows whether the revenue is enough to meet the requirements of the owners and investors, Cash Value Added reflects sufficiency of cash flow for current activities and repayment costs of capital and Cash Flow Return on Investment indicates yield of the business, which exceed the weighted average cost of capital (WACC).

Investigating the factors that shape the costs of enterprises among manufacturers of cable products, it was found that most on integrated indicators are influenced by external factors – the price of the base material for manufacturing cables – copper or aluminum, which are traded on commodity markets and pricing that is independent from the management efforts.

In the sampled enterprises analysis and integrated value indicators dynamics during 2009–2014 was put forward and proved the hypothesis that the dynamics of integrated

indicators may reflect the dynamics for the base metal prices. Therefore it is proposed to assess the effectiveness of the management team of the cable manufacturing company considering the base metal exchange quotations effect.

Key words: value of company; model of Value Based Management; integrated indexes of valuation; estimation of management efficiency.

Постановка проблеми. З 2014 р., коли в Україні відбулись глобальні політичні та соціально-економічні зміни, умови функціонування вітчизняних підприємств докорінно змінилися. Це позначилось у багатьох сферах сучасного життя: економіки, фінансів, географії, законодавства і в України, і стосовно неї, політики та ін. Соціально-економічна криза вимагає більш ринкового підходу до ведення бізнесу в країні й, як наслідок, використання новітніх технологій управління підприємством. Вартісноорієнтована концепція управління підприємством виникла порівняно нещодавно, але світовий практичний досвід її впровадження дозволяє говорити про високу ефективність такої моделі менеджменту. Розвиток підприємства у напрямку збільшення вартості дає змогу посилити конкурентні позиції внаслідок більшої гнучкості та здатності реагувати вчасно на виклики сучасної ринкової ситуації.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідження вартісноорієнтованої моделі менеджменту сьогодні описані у працях таких зарубіжних вчених, як Ф. Моділіані, М. Міллер, Р. Брілі, С. Маєрс, А. Раппопорт, Е. Арзак, Т. Коупленд, Дж. Олсон та ін. Вітчизняні вчені також приділяють увагу цій проблемі, зокрема Л. Запасна, Р. Корж, П. Круш, О. Кузьмін, О. Лісніченко, О. Мендрул, Я. Маркус, Т. Момот, В. Панков, С. Поліщук, Н. Шевчук та ін.

Цілі статті. Проаналізувавши інтегровані показники, розраховані для підприємств виробників кабельно-провідникової продукції, оцінити можливість та особливості їх використання у моделі вартісноорієнтованого менеджменту на українських промислових підприємствах.

Виклад основного матеріалу дослідження. Метод менеджменту, де критерієм успішності управлінської діяльності на будь-якому з рівнів є досягнення показників зміни вартості компанії, має назву менеджменту, ґрунтованого на управлінні вартістю або Value Based Management (VBM-менеджменту). Тобто основною метою інвестиційної, фінансової й виробничої діяльності підприємства стає завдання збільшення ринкової вартості капіталу компанії. Це означає, що управлінські рішення мають створювати таку ринкову вартість акціонерного капіталу, яка б перевищувала початкові чинники діяльності компанії.

Досліджували можливість впровадження вартісноорієнтованої концепції менеджменту на промислових підприємствах-виробниках кабельно-провідникової продукції. Зокрема ПАТ “Південькабель”, ПАТ “Одескабель”, ПрАТ “Азовкабель”, ПрАТ “Виробниче об'єднання “Бердянський кабельний завод” та ПАТ “Донбаскабель”, на частку яких припадає 80 % усієї виробленої кабельно-провідникової продукції (КПП) в Україні. Крім спільного ринку у цих підприємств є ще декілька схожих ознак: вони всі були створені багато десятиліть тому, пройшли приватизацію, мають багаторічний виробничий досвід і схожий менеджмент. Різницею є тільки розмір підприємства: обсяг виробничих потужностей, кількість персоналу цих підприємств і деяка відмінність у видах вироблюваної продукції.

Під час дослідження вартість-формувальних чинників, на основі фінансової звітності вищезазначених підприємств були розраховані найпоширеніші інтегровані показники вартості підприємства:

1. Економічна додана вартість – *EVA*,
2. Грошова додана вартість – *CVA*,
3. Доходність інвестицій на основі грошового потоку – *CFROI*.

Формули для розрахунку цих інтегрованих показників наведені у табл. 1, а результати розрахунку для досліджуваних підприємств – у табл. 2.

Таблиця 1

Формули розрахунку деяких інтегрованих показників вартості

Інтегровані показники вартості	Складові чинники для розрахунку	Примітки
EVA = = *NOPAT–C_Cap*	*NOPAT* – чистий операційний прибуток за вирахуванням податків, але до виплати відсотків; *C_Cap* – затрати на капітал; *C_Cap = I*WACC; I* – загальний інвестований капітал; *WACC* – середньозважена вартість капіталу	Показник *EVA* демонструє чи отримала компанія дохід достатній для задоволення вимог власників та інших інвесторів. [1, с.166–169]
CFROI = = *(GCF +SV)/GI*	*GCF* – валовий грошовий потік, у якому враховано податковий захист з амортизації; *GCF = NOPAT + + Depr+ Deprloss tax*; *Depr* – амортизація; *Deprloss tax* – податковий захист з амортизації *(Depr*Tax); Tax* – Ставка податку; *GI* – валові інвестиції; *GI = Assets – Debt + Depraccum + Inflation adjustment; Assets* – сукупні активи; *Debt* – безвідсоткова заборгованість; *Depraccum* – накопичена амортизація; *Inflation adjustment* – коректування на інфляцію; *SV* – ліквідаційна вартість; *SV = WC + Non_Depr Assets; WC* – робочій капітал (різниця між поточними активами та поточними зобов'язаннями); *Non_Depr Assets* – земля й інші активи, які не амортизуються.	Показник *CFROI* – це відносний дохід на інвестиції, який повинен перевищувати середньозважену вартість капіталу (*WACC*). [2]
CVA = = *OCF – OCFD*	*OCF* – грошовий потік від операційної діяльності; *OCF = EBITDA +/– ΔWC +/-ΔFA – I'+ Deprloss tax; EBITDA* – валовий прибуток до виплати амортизації, фінансових расходів та податків; *ΔWC* – приріст робочого капіталу за звітний період; *ΔFA* – приріст необігових активів за звітний період; *I'* – сума нестратегічних інвестицій; *OCFD* – грошовий потік, необхідний для задоволення вимог інвесторів зі стратегічних інвестицій. *OCFD = I * WACC*	Використовуючи *CVA* можна побачити, чи вистачило підприємству грошового потоку, для забезпечення поточної діяльності та погашення витрат на капітал [3]

Таблиця 2

Результати розрахунків інтегрованих показників вартості для досліджуваних підприємств

Назва підприємства / інтегрований показник	Період					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ПАТ "Одескабель"						
EVA (тис. грн)	-32 087	-4 078	-3 189	-11 387	-39 739	-83 538
CFROI (%)	12	15	28	40	33	27
CVA (тис. грн)	-11 499	12 044	-40 333	-66 910	-59 776	-289 740
ПАТ "Південькабель"						
EVA (тис. грн)	-57 515	-40 889	-25 181	-36 531	-80 369	-124 324
CFROI (%)	31	44	51	43	34	30
CVA (тис. грн)	-28 654	-53 085	-44 785	-31 523	-117 500	-99 824
ПАТ "Азовкабель"						
EVA (тис. грн)	-21 674	-22 027	-18 560	-16 438	-12 124	-15 235
CFROI (%)	31	32	37	30	35	28
CVA (тис. грн)	-7 985	-20 398	-18 405	-4 491	38 450	-52 859
ПАТ "Донбаскабель"						
EVA (тис. грн)	-28 012	-18 431	-14 730	-9 937	-6 327	-2 315
CFROI (%)	15	6	-9	-36	-39	-42
CVA (тис. грн)	-27 469	8 735	5 233	29 127	16 210	5 187
ПрАт "Виробниче об'єднання "Бердянський кабельний завод"						
EVA (тис. грн)	-1 421	-1 561	-818	-102	-552	-786
CFROI (%)	85	44	65	86	64	32
CVA (тис. грн)	1 556	3 853	-408	-33	1280	-4823

Аналізуючи отримані результати та розглядаючи динаміку інтегрованих показників для досліджуваних підприємств (рис. 1, 2), можемо дійти висновку, що кожен з показників сам по собі не дає повної уяви про ефективність роботи менеджменту.

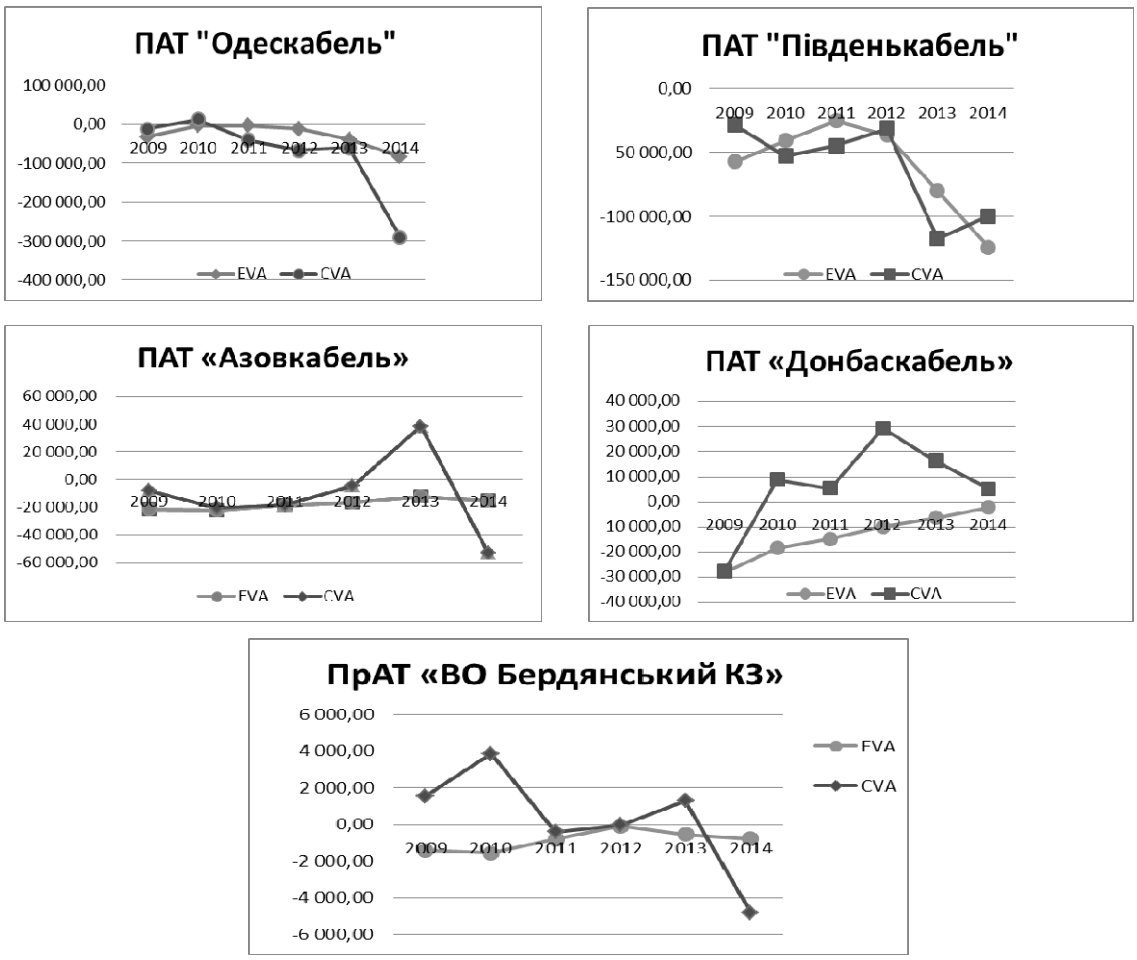

Рис. 1. Динаміка змін показників EVA та CVA досліджуваних підприємств

Звернемо увагу на динаміку інтегрованого показника EVA на рис. 1. У чотирьох підприємств поведінка показника схожа – поступове зростання до 2011 р., з подальшим падінням впродовж 2012 та 2013 років. Виняток становить тільки ПАТ “Донбаскабель”. У нього цей показник виріс. Логічно припустити, що менеджмент “Донбаскабеля” спрацював краще ніж інші управлінські команди. Але докладніший аналіз діяльності ПАТ “Донбаскабель” за період 2011–2014 рр. показав, що підприємство переживало не найкращі часи в своїй діяльності й сьогодні щодо цієї компанії розпочато справу про банкрутство. До того ж інші підприємства продовжують свою діяльність і відчутних струсів не зазнали. Це означає, що одного показника EVA не достатньо для оцінювання якості управління підприємством. Додавши до аналізу тенденцію показника CFROI, можна побачити, що для всіх підприємств присутня позитивна динаміка цього показника, окрім ПАТ “Донбаскабель” (рис. 2). Використовуючи всі три показники для вартісноорієнтованої моделі менеджменту, можемо отримати адекватнішу оцінку діяльності керівництва компанії. Оскільки EVA продемонструє чи вистачить отриманого доходу для задоволення вимог власників та інвесторів, CVA – достатність грошового потоку для поточної діяльності та погашення витрат на капітал, а показник CFROI – доходність бізнесу, яка повинна перевищувати середньозважену вартість капіталу (WACC). Використовуючи комбінацію цих трьох показників, можемо оцінити роботу менеджменту як ефективну, коли спостерігається позитивний спред інтегрованих показників:

$$SPREAD(EVA, CVA, CFROI\ etc.) > 0 \qquad (1)$$

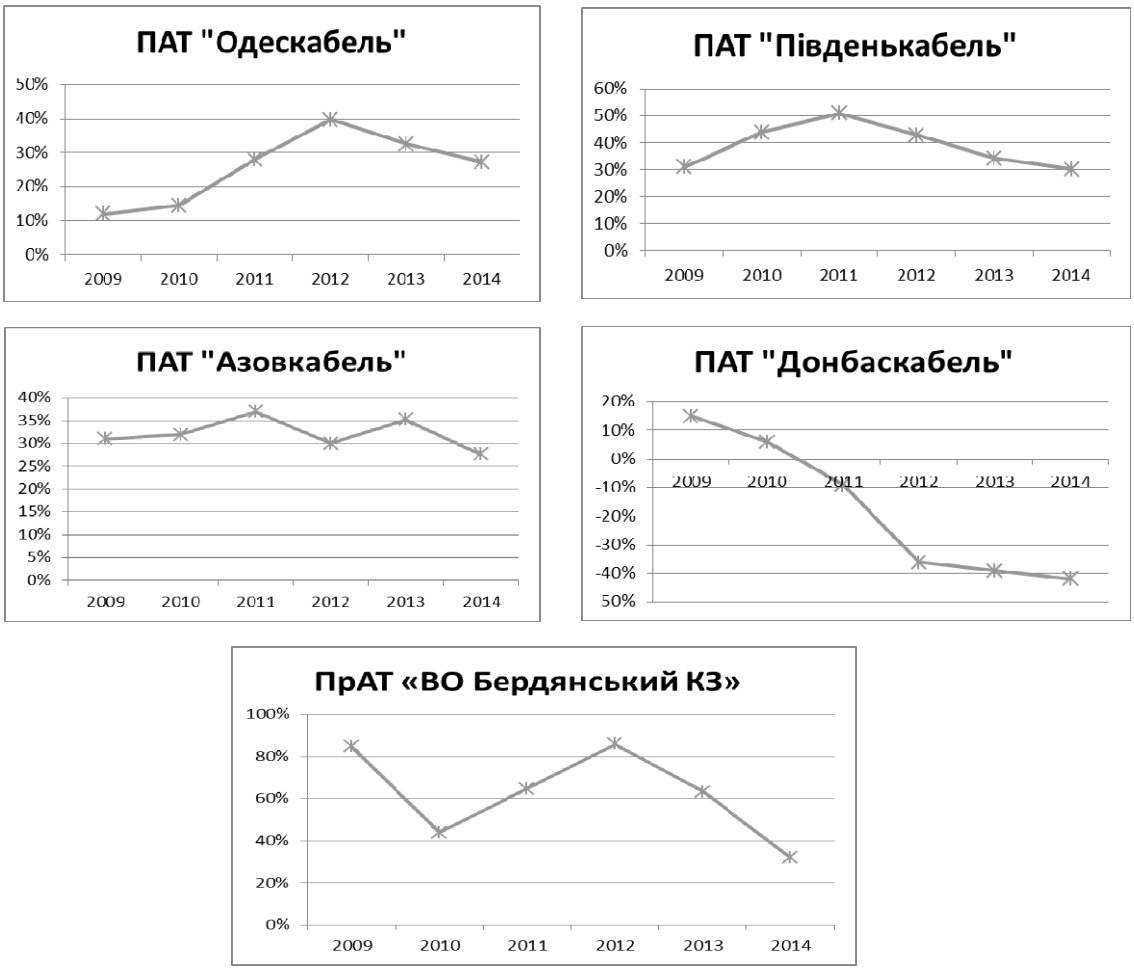

Рис. 2. Динаміка змін показника CFROI досліджуваних підприємств

Під час аналізу виникло таке питання: якщо відмінність тренду показників ПАТ “Донбаскабель” зрозуміла, чому інші підприємства мають східну динаміку? Досліджуючи чинники, які формують вартість підприємств, виробників кабельно-провідникової продукції, було виявлено, що більше ніж інші на інтегровані показники впливає зовнішній чинник – ціна на основний метал, мідь або алюміній, які торгуються на сировинних ринках і ціноутворення на який не залежить від зусиль менеджменту. Для досліджуваних підприємств частка витрат на основний метал перебуває у діапазоні від 56 до 86 % у собівартості продукції (табл. 3).

Таблиця 3

Частка витрат на основний метал у собівартості продукції досліджуваних підприємств

№	Підприємства	Частка витрат на метал у собівартості продукції (%)						
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	Середнє значення
1	ПАТ “Одеський кабельний завод “Одескабель”	86	90	92	88	85	76	86
2	ПАТ “Завод Південькабель”	84	88	85	82	78	84	84
3	ПрАТ “Азовкабель”	75	68	46	48	57	73	61
4	ПАТ “Донбаскабель”	80	64	52	42	52	48	56
5	ПрАт “ВО “Бердянський кабельний завод”	65	84	72	62	67	61	69

Враховуючи це, було висунуто гіпотезу. Оскільки основним фактором, що впливає на інтегровані показники вартості підприємств кабельної галузі, є обсяг продажу та собівартість, які безпосередньо залежать від ціни на основний метал, то динаміка показників вартості може збігатися із динамікою біржових котировок на мідь або алюміній (рис. 3). Ця гіпотеза ставить під сумнів твердження, що зростання інтегрованого показника вартості демонструє ефективність роботи управлінської команди підприємства.

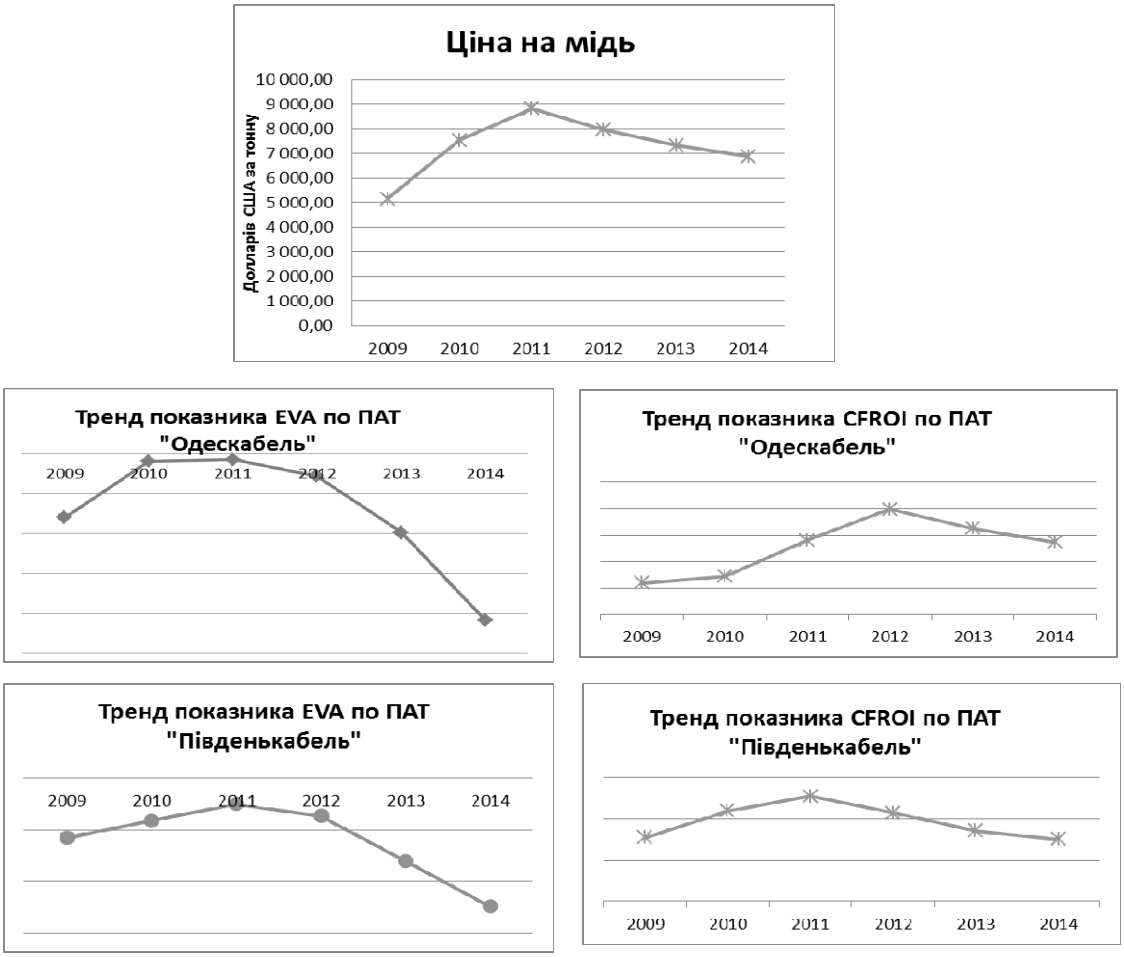

Рис. 3. Порівняння трендів змін інтегрованих показників та біржової ціни на мідь

На рис. 3 наведені тренди лише по двох підприємствах, які є першими гравцями на ринку кабельно-провідникової продукції. По інших, крім ПАТ “Донбаскабель”, спостерігається також східна динаміка, але не така виразна (рис. 1, 2). Це пов’язано із меншою часткою витрат на метал у собівартості цих підприємств (табл. 3). Схожість трендів інтегрованих показників та біржової ціни на мідь підтверджує вищевказану гіпотезу. Тому на підприємствах кабельної галузі, де основним чинником, що впливає на вартість компанії, є ціна металу на біржі, тобто зовнішній чинник, як завдання менеджменту в управлінні вартістю використовувати позитивну різницю між спредом величини інтегрованого показника (або комбінацією показників) і ціни на основний метал:

$$SPREAD\ (EVA,\ CVA,\ CFROI\ etc.) - SPREAD\ (Price\ Cu,\ Al) > 0. \qquad (2)$$

На практиці будування моделей, які дадуть змогу оцінювати ефективність ухвалення управлінських рішень, можливе за допомогою системи моніторингу змін інтегрованих показників порівняно зі змінами ціни на основний метал. Таке завдання можна виконати впровадженням інструментів контролінгу на підприємстві, які стануть аналітичною платформою для вартісно-орієнтованого управління.

Висновки. З проведеного дослідження можна зробити такі висновки:

По-перше, використання будь-якого одного інтегрованого показника вартості для вартісно-орієнтованої моделі менеджменту не є доцільним, оскільки не надає повної картини ефективності прийняття управлінських рішень.

По-друге, використовуючи комбінацію з трьох показників EVA, CVA та CFROI для вартісноорієнтованої моделі менеджменту, можна отримати адекватнішу оцінку діяльності керівництва компанії.

По-третє, для підприємств кабельної галузі, де основним впливаючим фактором на вартість компанії є зовнішній чинник – ціна основного металу, для оцінки ефективності діяльності менеджменту потрібно використовувати різницю між спредом величини інтегрованого показника (або комбінацією показників) і біржової ціни на метал.

1. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005. – 576 с. 2. Madden Bartley J. CFROI Valuation – A Total System Approach to Valuing the Firm. – Oxford: Butterworth-Heinemann, 1999. 3. Черемушкин С. В. Денежная добавленная стоимость CVA (Cash Value Added) и остаточный денежный поток RCF (Residual Cash Flow) / С. В. Черемушкин // Управление корпоративными финансами. – 2008. – № 3. – С. 156–181.