

УДК 65.016.2

І. Ю. Ільченко,
аспірант, ДВНЗ "Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана"

МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ БІЗНЕС-СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА

Обґрунтовано максимізацію вартості підприємства як критерій оцінювання ефективності бізнес-стратегії. Визначено spread доходності за рентабельністю інвестицій на основі грошових потоків і середньозваженої вартості капіталу для підприємств вибірки. Побудовано матрицю ефективності бізнес-стратегій підприємств.

The maximization of enterprise value is proved as a criterion for evaluating the effectiveness of business strategy. Determined yield spread for ROI based on cash flows and weighted average cost of capital for firms in the sample. Formed an effectiveness matrix of business strategies of enterprises.

Ключові слова: бізнес-стратегія, вартість, внутрішня норма доходності, вартість капіталу, рентабельність інвестицій на основі грошових потоків, дисконтований грошовий потік, ефективність.

Keywords: business strategy, value, internal rate of revenue, cost of capital, cash flow return on investment, discounted cash flow, efficiency.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Проблема вибору критерію оцінювання ефективності впровадження бізнес-стратегії підприємства є актуальною. Для обґрунтування бізнес-стратегії, кількісної характеристики мети розвитку підприємства та його підрозділів, повноцінного фінансового аналізу стратегічних перспектив і оцінювання стратегічної ефективності підприємств необхідним є застосування критерію максимізації вартості.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Проблеми методології вартісно-орієнтованого аналізу діяльності підприємств досліджують такі зарубіжні та вітчизняні вчені, як М. Бредлі, А. Дамодаран, Р. Ентоні, А. Ербар, І. Івашковська, Дж. Ольсон, А. Раппапорт, Б. Мадден, Б. Стюарт та ін.

ПОСТАНОВКА ЦІЛЕЙ

Метою даної публікації є обґрунтування методичного підходу до оцінювання ефективності бізнес-стратегій підприємств на матеріалі підприємств харчової промисловості України.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Критерій максимізації вартості передбачає розрахунок економічного прибутку. Економічним прибутком у відносному вираженні є spread доходності [1, с. 156]. Відповідно розрахунок spread доходності (1) означає зіставлення доходності, очікуваної від впровадження бізнес-стратегії та необхідної за ризик.

$$SPREAD_{SFROI} = SFROI_i - WACC_i \quad (1),$$

де $SPREAD_{CFROI}$ — spread доходності; $CFROI$ — рентабельність інвестицій на основі

потоків грошових коштів; WACC — середньозважена вартість капіталу.

Серед моделей економічного прибутку для оцінювання результатів впровадження бізнес-стратегій підприємств вибірки найбільш доцільною, на наш погляд, є внутрішня норма дохідності підприємства — рентабельність інвестицій на основі потоку грошових коштів (CFROI). На практиці підприємство має безперервний потік інвестиційних проектів, а метод CFROI дозволяє визначити середню внутрішню норму дохідності IRR цих проектів. Тому необхідно розглянути підприємство (бізнес в цілому) як інвестиційний проект і знайти його внутрішню рентабельність за грошовим потоком. CFROI — внутрішня норма рентабельності цих грошових потоків, тобто ставки дисконтування, за якої чиста приведена вартість валових грошових потоків і ліквідаційна вартість дорівнює валовим інвестиціям, і може, таким чином, розглядатися як складова внутрішньої ставки дохідності в поточному грошовому вираженні. Іншими словами, CFROI — це прибутковість капіталу, яка необхідна для відшкодування інвестованого в підприємство капіталу і визначена на основі майбутніх грошових потоків за умови їх щорічного реінвестування в проекти. CFROI показує не рентабельність, а ставку дисконтування, при якій NPV інвестиційної моделі бізнесу дорівнюватиме нулю, тобто внутрішню ставку прибутковості проекту (IRR).

Головними принципами даної фінансової моделі є: по-перше, оцінювання діяльності підприємств на основі потоків грошових коштів, а не показників нарахованих прибутків; по-друге, врахування інвестиційної природи потоків грошових коштів і процесу дисконтування, оскільки потоки грошових коштів, крім зміни їх вартості у часі, можуть бути негайно інвестовані, а отже, схильні до фактора інвестиційного ризику. Таким чином, чим раніше надходять потоки грошових коштів, тим кращими є результати підприємства. Завдяки цим принципам CFROI істотно відрізняється від загальноприйнятих бухгалтерських показників рентабельності бізнесу і здатний виражати результати діяльності за критерієм динаміки вартості підприємства.

Рівняння моделі CFROI (2) побудоване на визначенні прибутковості капіталу методом внутрішньої норми прибутковості (IRR) і може бути використане в процесі пошуку прибутковості всього інвестованого капіталу підприємства [1, с.155]:

$$GCI = \sum_{i=1}^t \frac{OCFAT_i}{(1+CFROI)^i} + \frac{TCF}{(1+CFROI)^t} \quad (2),$$

де GCI (gross cash investment) — валовий інвестиційний потік грошових коштів;

OCFAT (operating cash flow after tax) — скорегований операційний потік грошових коштів (валовий грошовий потік);

TCF (terminal cash flow) — залишковий потік грошових коштів;

t — тривалість економічної служби активів підприємства.

CFROI виражається відношенням скоригованих грошових надходжень у поточних цінах до скоригованих грошових видатків у поточних цінах і може бути представлено формулою (3):

$$CFROI = \frac{OCFAT - DE}{GCI} \quad (3),$$

де DE — економічна амортизація.

Розрахуємо CFROI як річний показник за 2009 р., що буде слугувати базою порівняння норми (фінансової ставки) дохідності капіталу, інвестованого у проекти, які сприяють впровадженню обраних бізнес-стратегій підприємств вибірки.

Модель CFROI базується на чотирьох ключових змінних. Насамперед, розглядаються три різних типи потоків коштів.

Перший тип потоків — валовий інвестиційний потік коштів (GCI), або інвестований капітал. Дана модель базується на стратегічному підході до оцінки капіталу та прибутку й корегуваннях даних фінансової звітності, які відповідають вимогами аналізу бізнес-стратегії. Необхідно оцінювати результати підприємства через потоки коштів, які будуть реінвестовані й повинні згенерувати прибутковість не нижче витрат на весь вкладений капітал (позиковий і власний), що був сформований у результаті відтоків коштів, тобто не нижче WACC. Тому у визначенні величини валового інвестиційного потоку коштів сума нарахованої за роки експлуатації активів амортизації додається до залишкової вартості активів, щоб відновити суму відтоку коштів, здійсненого при їхньому придбанні [2, с. 105—138]. Валові інвестиції отримуються шляхом додавання всіх активів підприємства (активів, що амортизуються, та активів, що не амортизуються); накопиченої амортизації матеріальних і нематеріальних активів; вартості основних засобів, що взяті в операційну оренду (4):

$$GCI = TA + \text{capz } L_{op} \quad (4),$$

де TA (total assets) — сукупні активи;

capz L_{op} — вартість основних засобів, що

Таблиця 1. Розрахунок CFROI підприємств вибірки у 2009 р.

| Показники | ВАТ «Галак-тон» | ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен» | ВАТ «Костопільський завод продовольчих товарів» | ВАТ «М'ясокомбінат «Ятрань» | ВАТ «Конотоп-м'ясо» | ВАТ «Вовчанський олійноекстракційний завод» |
|---|-----------------|--|---|-----------------------------|---------------------|---|
| Валовий інвестиційний потік (GCI), тис.грн | 163994 | 327837 | 40206 | 177193 | 33663,5 | 174414 |
| Валовий грошовий потік (OCFAT), тис.грн | 11279,5 | 42242 | 4982 | 26479,5 | 2848 | 10274,5 |
| Залишковий грошовий потік (TCF), тис.грн | 35938,5 | -201364 | 13483,5 | 2931,5 | 8952,5 | 9619 |
| Термін економічної служби активів (t), років | 14 | 11 | 10 | 13 | 30 | 19 |
| Рентабельність інвестицій на основі потоку грошових коштів (CFROI), % | 2 | -7,2 | 7,7 | 11,9 | 7,8 | 1,6 |

взяті в операційну оренду.

Включення у валові інвестиції репутації як активу підприємства призводить до зниження показника CFROI і може вважатися доцільним, якщо мова йде про аналіз підприємств, складовою частиною корпоративної стратегії якого є придбання інших підприємств без істотного поліпшення їхньої діяльності. Навпаки, якщо аналізується ефективність бізнес-стратегії підприємства, тобто акцент робиться на операційні внутрішні вдосконалення, то включення репутації, на нашу думку, не є раціональним. Тому при розрахунку валових інвестицій підприємств вибірки ми свідомо не враховували репутацію. Крім того, операційна оренда активів у 2009 р. на підприємствах вибірки використовувалася лише на ВАТ "Вовчанський олійноекстракційний завод".

Другий тип потоків коштів — валовий операційний скорегований грошовий потік (operating cash flow after tax, OCFAT), який виражає результати від впровадження бізнес-стратегії. Валовий грошовий потік, отриманий у поточному році на валові інвестиції, визначаються як сума чистого прибутку та амортизації:

$$GCF = ЧП + B \times (1-t) + AD \quad (5),$$

де ЧП — чистий прибуток;

$B \times (1-t)$ — витрати на сплату відсотків (після

оподаткування);

AD (amortization and depreciation) — амортизація основних засобів (матеріальних і нематеріальних активів).

Третій тип потоків коштів — залишковий грошовий потік (terminal cash flow, TCF), що виникає від реалізації активів, що не амортизуються, після закінчення терміну їх економічної служби. Оскільки такі активи навіть наприкінці терміну служби все ще мають деяку вартість, то від їхньої передбачуваної реалізації виникнуть додаткові потоки коштів, які й складуть залишковий потік. Для визначення залишкового грошового потоку підприємств вибірки врахуємо лише засоби, які вивільняються з інвестицій в оборотний капітал (значна частина ліквідних оборотних активів).

Четверта змінна моделі — це передбачуваний термін економічної служби активів (t), заснований на аналізі так званого періоду згладжування прибутковості капіталу (fade period), який відображає дохідний період інвестицій. Термін служби активів визначається зазвичай в спрощеному порядку. Вважатимемо, що амортизація нараховується лінійним методом, тоді термін економіч-

Таблиця 2. Розрахунок середньозваженої вартості капіталу підприємств вибірки за 2009 р.

| Показники | ВАТ «Галактон» | ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен» | ВАТ «Костопільський завод продоварів» | ВАТ «М'ясокомбінат «Ятрань» | ВАТ «Конотоп-м'ясо» | ВАТ «Вовчанський олійноекстракційний завод» |
|---|----------------|--|---------------------------------------|-----------------------------|---------------------|---|
| Частка власного капіталу (нерозподіленого прибутку) | 0,13 | 0,03 | 0,64 | 0,65 | 0,7 | 0,5 |
| Частка позикового капіталу | 0,87 | 0,97 | 0,36 | 0,35 | 0,3 | 0,5 |
| Вартість власного капіталу, % | 10,92 | 11,12 | 11,62 | 11,32 | 13,42 | 10,52 |
| в тому числі: безризикова ставка дохідності, % | 9,42 | 9,42 | 9,42 | 9,42 | 9,42 | 9,42 |
| премія за ризик, % | 1,5 | 1,7 | 2,2 | 1,9 | 4 | 1,5 |
| Вартість позикового капіталу після оподаткування, % | 19,5 | 18,75 | 14,63 | 15,38 | 0,00 | 5 |
| Середньозважена вартість капіталу WACC, % | 18,39 | 18,53 | 12,72 | 12,74 | 9,42 | 7,9 |

Таблиця 3. Розрахунок спреда дохідності підприємств вибірки у 2009 р, %

| Підприємства | CFROI | WACC | SPREAD _{CFROI} |
|---|-------|-------|-------------------------|
| ВАТ «Галактон» | 2 | 18,39 | -16,39 |
| ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен» | -7,2 | 18,53 | -25,73 |
| ВАТ «Костопільський завод продовольчих товарів» | 7,7 | 12,72 | -5,02 |
| ВАТ «М'ясокомбінат «Ятрань» | 11,9 | 12,74 | -0,84 |
| ВАТ «Конотоп-м'ясо» | 7,8 | 9,42 | -1,62 |
| ВАТ «Вовчанський олійноекстракційний завод» | 1,6 | 7,9 | -6,3 |

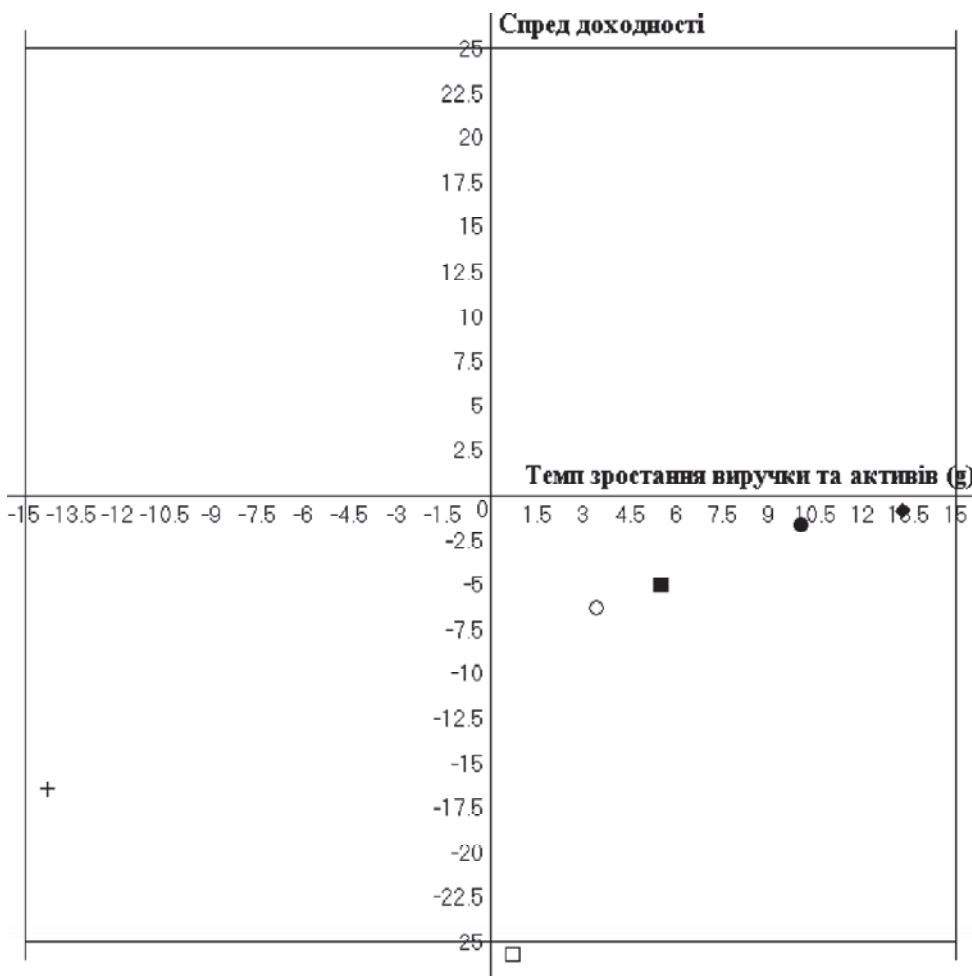
Таблиця 4. Граничний темп стійкого зростання виручки та активів підприємств вибірки у 2009 р, %

| Підприємства | g |
|---|-------|
| ВАТ «Галактон» | -14,3 |
| ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен» | 0,73 |
| ВАТ «Костопільський завод продовольчих товарів» | 5,48 |
| ВАТ «М'ясокомбінат «Ятрань» | 13,26 |
| ВАТ «Конотоп-м'ясо» | 10 |
| ВАТ «Вовчанський олійноекстракційний завод» | 3,39 |

ної служби активів можна визначити, розділивши скореговану вартість активів, що амортизуються, на суму амортизації, що нараховується щорічно.

Розрахуємо рентабельність інвестицій на основі потоку грошових коштів (CFROI) підприємств вибірки (табл. 1).

З точки зору бізнесу, особливо якщо його спрощено розглядати як інвестиційний проєкт, альтернативні витрати зводяться до вартості капіталу. Якщо вартість капіталу нижче отриманого значення CFROI, то бізнес наприкінці періоду служби активів принесе прибуток. Якщо вартість капіталу вище внутрішньої ставки дохідності, це говорить про те, що бізнес приносить економічні збитки. Для здійснення такого оцінювання розрахуємо спред дохідності SPREAD_{CFROI}, тобто різницю між значенням CFROI й вартістю капіталу. Отже, з метою оцінки ефективності інвестицій CFROI доцільно порівняти з вартістю капіталу.



Умовні позначення:

- - ВAT «Вовчанський олійноекстракційний завод»
- - ВAT «Конотопм'ясо»
- - ВAT «Костопільський завод продовольчих товарів»
- - ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен»
- + - ВAT «Галактон»
- ◆ - ВAT «М'ясокомбінат «Ятрань»

Рис. 1. Матриця економічної ефективності підприємств вибірки у 2009 р, %

лу. Щоб вартість підприємства зростала, необхідно збільшувати спред між CFROI і вартістю капіталу (SPREADCFROI), тобто різницю CFROI і вартості капіталу.

Визначимо середньозважену вартість капіталу WACC для підприємств вибірки, що є необхідним для розрахунку спреду доходності та може слугувати ставкою дисконтування в процесі визначення ефективності впровадження проектів бізнес-стратегії у майбутніх періодах (6):

$$WACC = W_D \times C_D \times (1 - T) + W_E \times C_E \quad (6),$$

де W_D — частка позикового капіталу;

W_E — частка власного капіталу (нерозподіленого прибутку);

C_D — вартість позикового капіталу;

C_E — вартість власного капіталу;

T — ставка податку на прибуток.

Очевидні недоліки в механізмах українського ринку капіталу й обмеження, що виникають у зв'язку з цим, в аналізі ризику й економічного прибутку не дозволяють розрахувати вартість власного капіталу за допомогою моделі оцінки капітальних активів CAPM. Для визначення вартості власного капіталу ми використали кумулятивний метод. Згідно даного методу необхідно до мінімальної гарантованої (безризикової) норми доходності додати премію за ризик (без корекції на фактор інфляції):

$$COE = R_0 + r \quad (7),$$

де R_0 — безризикова норма доходності;
 r — премія за ризик.

Безризикова ставка, тобто мінімально гарантована норма, доходності зазвичай визначається, виходячи зі ставки доходів по довгострокових урядових облігаціях. Проте в сформованій

сьогодні ситуації на українському ринку довгострокові облігації не відображають реальний рівень прибутковості при мінімальному ризику й визначаються, насамперед, політичними, а не економічними факторами. Тому в якості безризикової (нами не було враховано інфляційні процеси) використаємо середню ставку за довгостроковими валютними депозитами найбільших українських банків [3] (9,42%).

Премія за ризик може бути визначена на трьох рівнях: рівні країни, галузевому та на рівні певного підприємства. При розрахунку нами не було враховано ризик інвестування в українську економіку, оскільки така необхідність виникає при вкладенні іноземних інвестицій. Галузевий (систематичний) ризик інвестування нами також не враховувався, оскільки за досліджуваний період інвестування діяль-

ності підприємств вибірки здійснювалось здебільшого за рахунок залучення кредитних коштів. Ризик інвестування у конкретне підприємство (несистематичний або специфічний ризик) включає ризики, що пов'язані з: розміром підприємства (0—3%), фінансовим станом (0—5%), якістю управління (0—5%), недостатньою виробничою диверсифікацією (0—3%) та недостатньою споживчою диверсифікацією (0—4%).

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу підприємств вибірки за 2009 р. подано у табл. 2.

Спред доходності підприємств вибірки у 2009 р. подано у табл. 3. Так, SPREADCFROI підприємств вибірки у 2009 р. має від'ємне значення, що свідчить про низьку ефективність поточних бізнес-стратегій, оскільки вартість капіталу вища внутрішньої ставки доходності. Це свідчить про те, що бізнес приносить економічні збитки.

Крім того, граничний темп стійкого зростання виручки та активів підприємства розраховується за формулою (8) [4]:

$$g = \frac{m \times (1-d) \frac{A}{E}}{\frac{A}{S} - m \times (1-d) \frac{A}{E}} \quad (8),$$

де g — темп стійкого зростання обсягу виручки та активів;

m — чиста маржа прибутку (відношення чистого прибутку до виручки);

D — загальна сума боргу;

E — власні засоби;

A — активи (сума боргу та власних засобів);

S — поточний рівень продажів (виручки);

$(1-d)$ — норма виплат дивідендів.

Стійкий темп визначається як темп, яким можуть зростати сукупні активи та виручка підприємства. Очевидно, що якщо підприємство фінансує операції за рахунок власного капіталу (наприклад, у структурі капіталу ВАТ "Конотопм'ясо" немає позикового капіталу) та дивіденди не виплачуються, то темп стійкого зростання активів буде досить близьким до показника CFROI.

Розрахунок граничного темпу стійкого зростання виручки та активів (g) підприємств вибірки у 2006—2009 рр. подано у табл. 4.

Побудуємо матрицю, що відображає економічну ефективність підприємств вибірки, за двома параметрами — спред доходності, темп стійкого зростання виручки та активів (рис. 1).

Отже, підприємства вибірки (крім ВАТ "Га-

лактон") потрапили до категорії, яка характеризується низькими показниками CFROI та позитивними темпами зростання виручки та активів. Слід відмітити, що найнижче значення показника CFROI має ПАТ "Київська кондитерська фабрика "Рошен", оскільки величина активів, що не амортизуються, є від'ємною (-201364 тис. грн.). Це свідчить про те, що для фінансування оборотного капіталу та деяких складових необоротного капіталу залучаються не лише кошти постачальників капіталу, а й інших стейкхолдерів. ВАТ "Галактон" має найгіршу комбінацію параметрів матриці, оскільки середньозважена вартість капіталу є найбільшою серед підприємств вибірки (18,39%), і темп зростання виручки та активів у 2009 р склав -14,3%.

ВИСНОВКИ

Таким чином, запропонований підхід до оцінювання ефективності бізнес-стратегії дає змогу ідентифікувати стан підприємства за критерієм економічного прибутку, який може бути представлений спредом доходності. Спред доходності розраховується на основі рентабельності інвестицій на основі грошових потоків, тобто середньої норми доходності проєктів підприємства, з врахуванням реальної вартості капіталу.

ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

У подальшому передбачається вдосконалення методичного підходу до оцінювання ефективності впровадження бізнес-стратегій підприємства.

Література:

1. Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий // Аудит и финансовый анализ. — 2007. — № 5. — С. 150—163.

2. Madden B.J. Cash Flow Return on Investment Valuation. A Total System Approach to Valuing the Equity of the Firm. Butterworth — Heinemann Finance, 1999. — P. 356.

3. Котова М.В., Шаповал С.С., Обоснование методики расчетов ставки дисконтирования в отечественной практике // Економічний простір. — № 22/1. — 2009. — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/Portal/Soc_Gum/Ekpr/2009_22/1/kotova.pdf

4. Гурков И.Б., Саидов З.Б., Гольдберг А.С. Конкурентные стратегии в условиях кризиса. — Режим доступу: http://www.gurkov.ru/alldoc/doc09_04_09.pdf

Стаття надійшла до редакції 14.06.2010 р.