

I.Ю. Лук'янчук (Національна академія управління, м. Київ, Україна)  
**СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ БАГАТОПРОФІЛЬНОГО  
ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ЯК ПІДГАЛУЗЗЮ**

*У статті досліджено особливості стратегічного управління вартістю багатoproфільного об'єднання підприємств. Визначено складові вартості багатoproфільного об'єднання. Показано, що корпоративний центр багатoproфільної корпорації з інсайдерським контролем максимізує багатство мажоритарного власника.*

*Ключові слова:* багатoproфільне об'єднання підприємств, управління вартістю, сукупний дохід мажоритарного власника, оцінка ефективності корпоративного управління.

*Форм. 5. Літ. 14.*

И.Ю. Лукьянчук (Национальная академия управления, г. Киев, Украина)  
**СТРАТЕГИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ  
МНОГОПРОФИЛЬНОГО ОБЪЕДИНЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ**

*В статье исследованы особенности стратегического управления стоимостью многопрофильного объединения предприятий. Определены составляющие стоимости многопрофильного объединения. Показано, что корпоративный центр многопрофильного объединения предприятий с инсайдерским контролем максимизирует богатство мажоритарного собственника.*

*Ключевые слова:* многопрофильное объединение предприятий, управление стоимостью, совокупный доход мажоритарного собственника, оценка эффективности корпоративного управления.

I.Y. Lukyanchuk (National Academy of Management, Kyiv, Ukraine)  
**STRATEGIC COST MANAGEMENT FOR MULTIPRODUCT  
UNION OF ENTERPRISES**

*The article studies the peculiarities of strategic cost management of a multiproduct union of enterprises. The components of cost for a multiproduct union of enterprises are determined. It is demonstrated that a corporate center of a multiproduct union of enterprises with the insider control maximizes the profit for a majority shareholder.*

*Keywords:* multiproduct union of enterprises; cost management; total income of a major shareholder; estimation of corporate management efficiency.

**Постановка проблеми.** Переважно українські корпорації сформувалися як багатoproфільні структури з високою концентрацією власності у руках мажоритарного акціонера (учасника) та інсайдерським контролем. Управління багатoproфільними підприємствами спрямоване на підвищення їх дохідності і вартості. Управління вартістю об'єднання підприємств, які не є публічними компаніями або такими, акції яких не котуються на ринку або торгуються в незначних обсягах, є актуальною теоретичною і практичною задачею.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанням стратегічного управління вартістю корпорацій присвячено значна кількість публікацій дослідників із країн з розвинутою ринковою економікою, серед яких – Т. Коупленд [9], Т. Коллер [9], Д. Муррін [9], П. Вігері [1], С. Сміт [1], М. Багаї [1], Д. Хан [12], Х. Хугенберг [12], Р. Кох [14], та дослідників із пострадянських країн (І. Гурков [3], І.І. Мазур [8], В.Д. Шапіро [8]).

**Невирішена частина проблеми.** Дослідниками детально аналізується управління вартістю багатoproфільних корпорацій в умовах розвинутої ринкової інфраструктури. З точки зору специфіки українських корпорацій важливо

дослідити особливості стратегічного управління вартістю багатопрофільних об'єднань підприємств з інсайдерським контролем.

**Мета дослідження:**

- дослідити сутність стратегічного управління вартістю багатопрофільного об'єднання підприємств в умовах інсайдерського контролю;
- виявити основні складові вартості багатопрофільного об'єднання підприємств та приросту багатства власника;
- визначити чинники, що впливають на вартість багатопрофільного об'єднання підприємств і багатство власника;
- запропонувати методи стратегічного управління вартістю багатопрофільного об'єднання підприємств.

**Основні результати дослідження.** В пострадянських країнах отримання прибутку визначається основною метою, яку має вирішувати менеджмент корпорації і окремих підприємств. Але все більше компаній проголошують зростання вартості компанії стратегічним пріоритетом управління.

Для публічних компаній ринкова капіталізація як відображення ринкового консенсусу щодо вартості компанії визнається найбільш об'єктивною. Складнішою для визначення вартості є ситуація з оцінкою непублічних компаній або публічних з незначним обсягом акцій, що знаходяться у вільному обігу (free-float), з інсайдерським контролем. Саме такі корпорації переважають в українській економіці [7].

Для розуміння шляхів досягнення стратегічної мети зростання вартості багатопрофільної корпорації необхідно насамперед визначити місце вартісних показників у системі стратегічних цілей підприємства, дослідити практику формування цілей стратегічного управління вартістю в умовах інсайдерського контролю, виявити складові вартості багатопрофільної корпорації, як вона сприймається мажоритарним власником, виявити драйвери зростання складових капіталізації та методи стратегічного впливу на них з боку власників-інсайдерів і корпоративного менеджменту.

Серед інших стейкхолдерів власники та вищий менеджмент мають найбільший вплив на поведінку українських корпорацій. В українських економічних реаліях власник і фактичний вищий менеджер часто є однією і тією ж особою. Відокремлення володіння від управління, власників бізнесу від процесу управління в більшості українських корпорацій практично ще не відбулося.

Ефективність ведення окремого бізнесу можна розрахувати багатьма шляхами. Пропонується використати модель економічної доданої вартості, яка є досить показовою з огляду на можливість бачити результати діяльності компанії у будь-якому окремо взятому періоді часу [4; 9; 12].

$$EVA = \text{інвестований капітал} \times (ROIC - WACC), \quad (1)$$

де *ROIC* – рентабельність інвестованого капіталу; *WACC* – середньозважена вартість капіталу.

Ще один шлях обчислення економічної доданої вартості пов'язує зростання вартості з прибутком компанії від основної діяльності після оподаткування і платою за капітал, яким користується компанія:

$$EVA = NOPAT - \text{плата за капітал} = NOPAT - \text{інвестований капітал} \times WACC, \quad (2)$$

де *NOPAT* – прибуток компанії від основної діяльності після оподаткування.

Тоді вартість компанії може бути обчислена як величина інвестованого капіталу плюс надбавки або мінус знижки, рівні теперішній вартості прогнозованого економічного прибутку:

$$\text{вартість компанії} = \text{початковий інвестований капітал} + \text{теперішня вартість прогнозованого економічного прибутку} \quad (3)$$

або

$$\text{вартість компанії} = \text{початковий інвестований капітал} + MVA, \quad (4)$$

де *MVA* – ринкова додана вартість, яка обчислюється як теперішня вартість прогнозованої економічної доданої вартості *EVA*.

Показники доданої економічної вартості одночасно є важливим індикатором якості управління й показником, який однозначно показує співвідношення фактичної рентабельності бізнесу та вартості інвестованого капіталу. Максимізація показників доданої економічної вартості окремих бізнес-одиниць є головним напрямком стратегічного управління вартістю багатопрофільної корпорації.

В умовах багатопрофільної корпорації мова йде не тільки про стратегічне зростання вартості певних бізнес-одиниць корпорації, але ставиться мета загального зростання вартості корпорації за рахунок переваг, що надає окремим бізнесам перебування у корпорації.

Необхідно зауважити, що перебування у складі багатопрофільної корпорації не завжди сприяє підвищенню вартості компаній, що до неї (корпорації) входять [14]. Часто вартість корпорацій менша, ніж сума вартостей окремих бізнесів, що до неї входять. Як стверджують дослідники Ешрідської групи Є. Кемпбел, М. Гулд, М. Александер, «материнські компанії можуть виправдати себе економічно тільки у тому випадку, коли завдяки їх впливу підвищується дохідність» [10]. Корпоративний центр в умовах української багатопрофільної корпорації – це не стільки класичний посередник між бізнесами та інвесторами скільки, передусім інструмент реалізації волі та інтересів мажоритарного власника. Звичайно, в тій мірі, у якій сам власник здатен сформулювати свої інтереси й пріоритети.

У загальному вигляді вартість корпорації можна описати у вигляді формули [9]:

$$\begin{aligned} \text{вартість корпорації} = \sum & (\text{початковий інвестований капітал} + MVA) \\ & \text{бізнес-одиниць, що входять до корпорації} + \text{зростання вартості від} \\ & \text{придбання (злиття/поглинання)} - \text{витрати на придбання/поглинання} + \\ & \text{вигоди від об'єднання підприємств у корпорацію} - \text{витрати на утримання} \\ & \text{корпоративного центру} - \text{втрати вартості, пов'язані з перебуванням} \\ & \text{підприємств у корпорації} - \text{повернення коштів власникам} - \text{інші деінвестиції,} \end{aligned} \quad (5)$$

де  $\text{вигоди від об'єднання} = \text{дисконти на централізовану закупівлю товарів та послуг} + \text{економія від використання спільних збутових представництв} + \text{оптимізація витрат на податки.}$

У свою чергу, сукупне багатство мажоритарного власника визначається як сума складових:

- вартість бізнесів, якими володіє власник;
- грошові кошти від володіння власністю, отримані в результаті розподілу прибутку між власниками (дивіденди) та повернення зайвого капіталу;

- вартість придбаних за рахунок інвестованих коштів нових підприємств;
- кошти, отримані від реалізації можливостей, які надає інсайдерський контроль корпорації.

- вартість інших активів, якими володіє власник.

Класичним джерелом збагачення у країнах з ринковою економікою є збагачення за рахунок зростання вартості бізнесів, якими володіє власник. У цьому разі оптимізація вартості бізнесів, якими володіє власник, і багатства самого власника мають однаковий вектор. Ще одним класичним джерелом збагачення власника є отримання дивідендів. Дивідендна політика українських корпорацій з розмитим володінням акціями та/або значним вільним обігом акцій має важливу особливість. Дивіденди майже не нараховуються і не виплачуються у компаніях з великим вільним обігом акцій, за винятком компаній з великою державною часткою. З точки зору управління вартістю корпорації з інсайдерським контролем грошові кошти, отримані (виведені) власником через систему трансфертного ціноутворення, виплачені як дивіденди чи в процесі зворотнього викупу акцій, напевно не є джерелом майбутнього зростання, а, навпаки, засобом фіксації отриманого прибутку.

Практика українських компаній з інсайдерським контролем показує, що найбільшим джерелом збагачення власників є виведення й акумулювання частини прибутків від операційної діяльності через систему трансфертного ціноутворення з використанням підконтрольних підприємств у різних юрисдикціях, у тому числі з пільговим оподаткуванням.

Таким чином, оптимізація діяльності корпорації з інсайдерським контролем за критерієм максимізації сукупного доходу власника приводить до виведення суттєвої частини капіталу підприємства за межі корпорації і, таким чином, до зменшення вартості корпорації як суми дисконтованих очікуваних економічних доданих вартостей. Важливо, що капітал не завжди виводиться у бізнеси з більшою можливістю для створення економічної доданої вартості. Частіше критерієм для вибору юрисдикції для виводу капіталу є її політична, правова та фінансова стабільність.

Можна виділити такі стратегічних напрямки впливу корпоративного центру на підвищення економічної доданої вартості бізнес-одинацями:

- сприяння покращенню операційного результату (прибутку) бізнес-одинаць при постійних витратах на залучення капіталу;
- залучення капіталу на ринках запозичень за більш вигідними цінами під корпоративні гарантії та забезпечення;
- управління ризиками і відповідне зменшення вартості капіталу за рахунок зменшення премій за високий ризик інвестування;
- додаткове інвестування у бізнес-одинаць та проекти, дохідність від яких вища за витрати на залучення капіталу;
- вивільнення капіталу, вкладеного у діяльність чи активи, дохід від яких не покриває витрат за залучення капіталу.

Критерієм ефективності корпоративного центру стає не максимізація ринкових доданих вартостей бізнес-одинаць MVA, а їх оптимізація з урахуванням прийнятих мажоритарним власником рішень щодо виведення частини капіталу. При цьому економічна додана вартість EVA використовується

корпоративним центром як показник короткотермінової ефективності бізнес-одиниці – критерію успішності діяльності за період.

Драйверами зростання вартості бізнес-одиниць які мають бути під контролем корпоративного центру, є:

- темпи росту продажів;
- рентабельність продажів;
- оборотність активів;
- додаткові вкладення у капітал з більшою доходністю;
- додаткові вкладення в обігові кошти;
- податкові ставки;
- співвідношення боргу та власного капіталу;
- вартість позичкового капіталу;
- грошовий потік;
- витрати на НДДКР;
- адміністративні витрати;
- система відбору інвестиційних проектів.

Багатопрофільна корпорація не є простою сумою окремих бізнес-одиниць, а системою зі своїми властивостями. Прямо чи опосередковано через сукупність своїх рішень і дій корпоративний центр справляє стратегічний вплив на загальну вартість корпорації залежно від масштабу своєї діяльності, глибини інтеграції, коопераційних зв'язків, ступеню диверсифікації, які знаходяться відображення у корпоративній стратегії та повсякденній управлінській діяльності. Але вартість корпорації – це лише частина сукупного багатства мажоритарного власника, максимізація якого і є стратегічною метою управління. Суттєвий вплив на прийняття рішень щодо перерозподілу створеної вартості корпорації на користь позакорпоративних активів, що складають сукупне багатство мажоритарного власника, справляють оцінки ризиків ведення бізнесу, які, у свою чергу впливають на очікувані премії за ризик, показники дисконтування й порівняльні оцінки варіантів інвестування.

В результаті досліджень пропонується згрупувати напрямки управління корпоративним центром вартістю корпорації таким чином:

1. Через оптимізацію функцій корпоративного центру і мінімізацію витрат на його утримання:

- максимальна відповідність функцій корпоративного центру його ключовим компетенціям і наявним ресурсам;
- оптимізація прямих витрат на корпоративний центр порівняно з покладеними на нього функціями;
- оптимізація структури корпорації;
- виділення вертикальних, горизонтальних і функціональних об'єднань бізнес-одиниць всередині корпорації, які створюють додаткову вартість шляхом підвищення ефективності використання ресурсів.

2. Через розроблення й впровадження стратегії управління матеріальними та нематеріальними активами бізнес-одиниць корпорації:

- інвестиційна стратегія та корпоративний портфель бізнесів, система відбору підприємств для злиття та поглинання, система прийняття рішень щодо продажу бізнесів з низькою рентабельністю;

- проведення виваженої дивідендної політики;
- проведення узгодженої політики щодо залучення капіталу;
- вигоди від централізованої закупівлі товарів і послуг, оптимізація запасів у межах корпорації (вертикальна або горизонтальна), що зменшує величину інвестованого капіталу.

3. Через операційні та функціональні стратегії бізнес-одиниць і корпорації:

- система ключових показників ефективності бізнесів;
- фінансова стратегія корпорації й узгоджені з нею бізнес-стратегії;
- інвестиційна політика корпорації, правила прийняття інвестиційних проектів;

- єдина планова й облікова політика;

- податкова стратегія.

4. Через досягнення синергетичного ефекту від об'єднання бізнес-одиниць в одній корпорації:

- здешевлення вартості позичкового капіталу;
- підвищення лімітів кредитування і покращення умов кредитування підприємств;

- міжнародна податкова оптимізація за рахунок різних ставок податків у різних країнах;

- національні податкові переваги від поділу податкового навантаження через систему трансфертних цін (формально в Україні витрати на утримання корпоративного центру не відносяться на витрати бізнес-одиниць);

- стратегічна політика зростання на трьох часових рубежах з різними критеріями щодо ефективності: перший горизонт – теперішні ключові бізнес-одиниці, другий горизонт – новоявлені можливості, молоді зірки, третій горизонт – майбутні можливості [1].

5. Через кадрову політику:

- відбір, призначення та мотивація перших керівників бізнес-одиниць;
- перенесення кращого управлінського досвіду через ротацию спеціалістів поміж бізнес-одиницями.

6. Через єдину корпоративну культуру, систему передачі знань і систему корпоративних цінностей;

- лідерство у проведенні змін;

- корпоративна культура;

- інформаційні переваги;

- переваги від передачі компетенцій всередині корпорації.

Перелічені чинники діють комплексно й одночасно.

#### **Висновки:**

1. Показники економічної та ринкової доданої вартості вдало поєднують можливості оперативного контролю й стратегічного управління вартістю багатопрофільною корпорацією.

2. Створення максимальної додаткової вартості є головним критерієм ефективності корпоративного центру.

3. В умовах багатопрофільної корпорації з інсайдерським контролем максимізується короткотермінове сукупне багатство мажоритарного власника, що зменшує вартість корпорації.

4. Втрати вартості корпорації через максимізацію багатства мажоритарного власника шляхом інвестування у позакорпоративні активи власника, які значною мірою визначаються сприйняттям власником величини ризиків ведення бізнесу в межах корпорації, і є предметом подальших досліджень.

1. *Вигери П., Смит С., Багаи М.* Рост бизнеса под увеличительным стеклом / Пер. с англ. ЗАО «ЭЛС». – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2009. – 272 с.
2. *Грант Р.М.* Современный стратегический анализ / Пер. с англ.; Под ред. В.Н. Фунтова. – 5-е изд. – СПб.: Питер, 2008. – 560 с.
3. *Гурков И.Б.* Стратегия и структура корпорации. – 2-е изд., перераб. – М.: Дело, 2008. – 288 с.
4. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 1324 с.
5. *Джонсон Дж., Шоулз К., Уиттингтон Р.* Корпоративная стратегия: теория и практика / Пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Вильямс, 2007. – 800 с.
6. *Коллис Д.Дж., Монтгомери С.А.* Корпоративная стратегия. Ресурсный подход / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – 400 с.
7. Корпоративні структури в національній інноваційній системі України / За ред. д-ра екон. наук Л.І. Федулової. – К.: УкрІНТЕІ, 2007. – 812 с.
8. Корпоративный менеджмент / Под общ. ред. И.И. Мазура и В.Д. Шапиро. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Омега-Л, 2008. – 781 с.
9. *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2008. – 576 с.
10. *Кэмпбелл Э., Гулд М., Александер М.* В поисках преимущества материнской компании // Корпоративная стратегия / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – С. 218–253.
11. *Томпсон-мл. А.А., Стрикленд III А.Дж.* Стратегический менеджмент: концепции и ситуации для анализа / Пер. с англ. – 12-е изд. – М.: Вильямс, 2011. – 928 с.
12. *Хан Д., Хугенберг Х.* ПиК. Стоимостно-ориентированные концепции контроллинга / Пер. с нем.; Под ред. Л.Г. Головача, М.Л. Лукашевича и др. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 928 с.
13. *Dobbs, R., Koller, T.* Measuring long-term performance // The McKinsey Quarterly 2005 special edition: Value and Performance // [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com).
14. *Koch, R.* (2011). The Financial Times guide to strategy: how to create and pursue a winning strategy. Fourth edition. Harlow: Pearson Education Limited. 376 p.

Стаття надійшла до редакції 29.12.2011.