

Лариса ФРОЛОВА

доктор економічних наук, професор,
ДонНУЕТ

Олена ЛІСНІЧЕНКО

здобувач кафедри економіки підприємства,
ДонНУЕТ

ЕВОЛЮЦІЯ ПІДХОДІВ ДО УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА

У статті досліджено зміну фінансових показників для оцінки вартості підприємства протягом певного періоду часу. Проаналізовано та узагальнено основні підходи до управління вартістю підприємства. Визначено їх переваги та недоліки.

Ключові слова: вартість, управління вартістю, оцінка, підприємство, підхід, метод, показник.

У ринкових умовах підприємство є центром інтересів різних груп зацікавлених осіб, до яких належать інвестори, замовники, постачальники, працівники, державні органи влади, суспільство. З урахуванням інтересів усіх зацікавлених груп головною метою підприємства стає його збереження, вдосконалення та розвиток, оскільки це дозволяє реалізувати також індивідуальні цілі кожного працівника. Сталий розвиток підприємства досягається при нарощуванні вартості підприємства з виконанням матеріальних, екологічних та соціальних цілей.

Зростання вартості підприємства є, з одного боку, індикатором успішної діяльності підприємства і зростання активів її власників, а з іншого - однією з умов інвестиційної привабливості та умовою залучення фінансування для свого подальшого розвитку. При інших рівних умовах велику інвестиційну привабливість має те підприємство, яке показує великі темпи зростання своєї вартості.

В основі теоретичних та практичних основ управління вартістю лежать роботи закордонних та вітчизняних економістів, присвячені теорії і практиці формування вартості підприємства та управління цим процесом. Зокрема дослідження В. В. Баранова, В. Бівера, Р. Біддла, М. Бромвіча, Д. Л. Волкова, А. Г. Грязновой, А. Дамодарана, І. Єгерєва, І. В. Іванова, І.В. Івашковської, Р. Каплана, Ю. Козиря, Т. Коллера, Т. Коупленда, Є.Лисициної, С. Мордашова, Буд. Нортона, М. Портера, А. Раппапорта, Б. Стюарта, Р. Форда, К. Уолша та багатьох інших.

На сьогодні актуально залишається низка проблем, пов'язаних з вивченням інституційного середовища та визначенням вартості підприємства.

Мета статті полягає у дослідженні, узагальненні та аналізі основних підходів до управління вартості підприємства.

У межах опрацювання методологічних основ управління вартістю було проаналізовано наявні підходи до управління вартістю майна підприємства.

Перші передумови розвитку теоретичних підходів виникли ще у ХІХст. в теорії А. Маршала, І. Фішера, а також лягли в основи моделей Модільяні-Міллера. Дослідження оцінки вартості підприємства

проводилося через аналіз створюваного нею грошового потоку та вартість вкладеного в діяльність капіталу. На нашу думку, ключовим фактором зростання вартості підприємства є інвестиційні рішення підприємства з позитивною чистою поточною вартістю.

Варто зазначити, що, починаючи з 20-х років ХХ ст., для оцінки вартості підприємства застосовували різні фінансові показники. На той час успішно використовувалася факторна модель Дюпона, за допомогою якої відображалися три найголовніші складові: 1. Структура ризику бізнесу; 2. Динаміка зміни ризиків; 3. Додаткова оцінка вартості капіталу [1]. У 70-80-х роках ХХ ст. широкого розповсюдження набули наступні фінансові показники: чистий прибуток на одну акцію (EPS), рентабельність власного капіталу (ROE), рентабельність активів (ROA), коефіцієнт співвідношення ринкової та балансової вартості акцій (M/B), рентабельність чистих активів (RONA) та грошовий потік (CF)[2]. Проте істотним недоліком більшості з них є орієнтація на дані звітності минулих періодів; вони не відображають вартості грошей у часі, ризики інвесторів; недостатньою мірою корелюють з вартістю акцій підприємства на ринку капіталів; у деяких ситуаціях використовуються лише в інтересах менеджерів різних рівнів. І тільки на початку 90-х років ХХст. застосовується VBM - підхід, у процесі розвитку якого з'являються нові показники, які значно зменшують ці негативні вияви. Так більш доцільна фінансова орієнтація характерна для таких показників, як економічна додана вартість (EVA), прибутковість інвестицій на основі потоку грошових коштів (CFROI), додана вартість акціонерного капіталу (SVA), додана вартість потоку коштів (CVA), опціонне ціноутворення (OPM) тощо [3].

Однак методи доданої вартості, які використовуються для управління вартістю підприємства в межах концепції вартісно-орієнтованого управління (VBM - підходу), враховують платність як позикового, так і власного капіталу, стан зовнішнього середовища, орієнтовані на динаміку і прогнозування вартості підприємства, що дає можливість вирішити конфлікт інтересів акціонерів і

менеджерів та оцінювати ефективність використання капіталу підприємства.

Більшість сучасних дослідників та науковців у своїй діяльності спираються на більш нові праці, які умовно можна зарахувати до етапу практичного розвитку підходів управління вартістю.

Одним із найбільш фундаментальних є підхід А. Дамодарана [4], який базується на застосуванні до управління вартістю майна підприємства методу дисконтованих грошових потоків. В основі цього підходу лежать чотири варіанти створення вартості:

1. Збільшення грошових потоків, які формуються наявними активами за рахунок зменшення інвестування в основний та оборотний капітал;

2. Очікуваний темп зростання грошових потоків повинен бути збільшений за рахунок збільшення частки реінвестованого прибутку або підвищення ефективності інвестицій;

3. Збільшення тривалості періоду високого темпу зростання грошових потоків;

4. Зниження вартості капіталу за рахунок зменшення операційного ризику інвестованого капіталу через зміну пропорцій боргового фінансування капіталу або фінансових умов залучень кредиторів.

Такий підхід, на думку А. Дамодарана, дозволяє врахувати в моделі перспективи розвитку підприємства та інтереси акціонерів, а саме:

- рентабельність вкладеного капіталу визначає прибуток, що підприємство отримує в майбутньому;
- коефіцієнт реінвестування дозволяє врахувати частку прибутку, яка буде спрямована на надалі у нові інвестиції.

Трохи інше бачення щодо цієї ідеології у Т. Коупленда, Дж. Муррина і Т. Коллера [5]. Вони вважають, що при прийнятті рішення про доцільність реструктуризації підприємства та для аналізу можливих результатів необхідно використовувати класичну гексаграму можливостей структурної перебудови за шістьма параметрами згідно з теорією Ральфа Демскі.

Відправною точкою аналізу повинна стати оцінка поточної вартості майна досліджуваного підприємства. Потім, як вважають автори, необхідно оцінити фактичну і потенційну вартості підприємства з урахуванням позитивних змін побудованих на вірогідних грошових потоках та можливостей підвищення вартості шляхом фінансового конструювання. Всі ці оцінки варто зіставити з вартістю підприємства на відкритому (фондовому) ринку, щоб прорахувати вірогідну вигоду для акціонерів від реструктурування підприємства. Це порівняння повинно допомогти виявити розрив у сприйнятті майбутніх перспектив підприємства інвесторами та менеджерами. Унаслідок такого аналізу у зацікавлених осіб повинно скластися цілісне розуміння того, у якому стані знаходиться діловий портфель підприємства та який потенціал нарощування вартості воно має.

Ще один підхід до управління вартістю розробив К. Уолш [6], який був заснований на збалансованості між прибутком, активами та зростанням (рис. 1). Згідно з цим підходом необхідно навчитися утримувати баланс між показниками, оскільки викривлення у будь-який бік може призвести до важких ускладнень у діяльності підприємства. Менеджерам пропонується заздалегідь враховувати для себе всі переваги та недоліки зростання та виділяти саме ті максимальні його темпи, які підприємство може витримати без будь-якої для себе шкоди.

Аналітичний підхід С. Мордашова заснований на оцінці чутливості вартості щодо зміни основних факторів бізнесу: ставки податку на прибуток; зиску від продажів; собівартості реалізованої продукції, скоригованої на процентні платежі; темпу зростання грошового потоку; вартості залученого капіталу; додаткових постійних інвестицій понад амортизаційні відрахування, які використовуються для підтримки закладеного рівня продажів та собівартості [7].

На відміну від нього, підхід І. Єгерєва заснований на аналізі чутливості компонентів виробничого і фінансового циклів підприємства: тривалості виробничого циклу, періоду оборотності матеріалів,

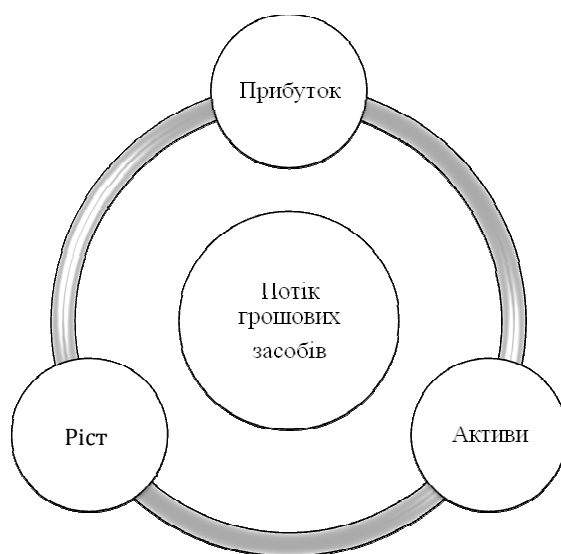


Рис. 1. Зростання та потреби збалансованості*

* Наводиться за: К. Уолш. Ключевые показатели менеджмента. - М.: Дело, 2000

незавершеного виробництва і готової продукції, тривалості фінансового циклу, періоду оборотності авансів виданих (постачальників) і дебіторської заборгованості, періоду оборотності отриманих авансів (від покупців) і кредиторської заборгованості, розмірів дебіторської і кредиторської заборгованості і ставки дисконтування. Розроблена методика, на думку автора, дозволяє дати кількісну оцінку впливу різних стратегій управління дебіторської та кредиторської заборгованості на вартість підприємства загалом [8].

Аналізуючи розглянуті підходи, хочемо зазначити, що кожен з цих підходів має свою унікальну цінність, при цьому найбільш фундаментальним можна вважати підхід А. Дамодарана. Позиція К. Уолша приваблива своєю простотою і може бути рекомендована для експрес-діагностики фінансового стану підприємства. Підходи І. Єгерев і С. Мордашова більш складні, їх можна розглядати як подальший розвиток і конкретне втілення ідей А. Дамодарана та інших фахівців з аналізу чутливості компонентів вартості функціонуючого бізнесу. VBM - підхід базується на об'єднанні традиційних моделей Дюпона і дисконтованого грошового потоку (DCF), які відрізняються головним чином варіантами розрахунку витрат капіталу, одержанням результату в абсолютних або процентних величинах.

Варто зазначити основні недоліки розглянутих підходів до управління вартістю майна:

- ігнорування у них проблеми розробки менеджерами інвестиційних рішень;
- проблеми пріоритетного вибору між інвестиціями в активи;
- виплатою зобов'язань і дивідендів;
- вибору між купівлею нерухомості і її орендою.

Враховуючи вимоги сьогодення, варто замислитися над розробкою ефективного підходу до управління вартістю підприємства. Тобто, він повинен базуватися на збільшенні показників вартості підприємства за рахунок ефективності прийнятих управлінських рішень та досягнення поставлених цілей. Стратегія розвитку підприємства повинна будуватися з урахуванням вимог та можливостей системи управління капіталом та реалізовуватися шляхом здійснення певних функцій (фінансової, виробничої, відтворювальної, накопичувальної, інвестиційної та вартісної) та триматися на адекватних принципах. В умовах фінансової кризи кожне управлінське рішення повинне прийматися з точки зору його впливу на вартість підприємства.

Тому сучасна теоретична основа формування вартості повинна спиратись на методологічні розробки наукових шкіл з дослідження вартості, не зіставляючи, а доповнюючи одна одну, тим самим розробляючи єдиний показник ринкової вартості підприємства, найбільш ефективний в умовах сучасної економіки.

Список літератури

1. Леонов, Д. Факторний аналіз фінансового стану акціонерного товариства методом Дюпон (у контексті оцінки ефективності корпоративного фінансового управління) [Текст] / Д. Леонов, Б. Стеценко // Ринки цінних паперів України. - 2006. - № 1-2, - С. 47-55.
2. Савчук В. П. Стратегія + Фінанси: уроки прийняття бізнес-рішень для керівників / В. П. Савчук. - К. : Сторіон Group, 2009. - 352с.
3. Островська Г. Управління вартістю: сучасні інструменти

оцінки корпоративної ефективності [Текст] / Г. Островська // Світ фінансів. - 2008. - №3.

4. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран ; Пер. с англ. - М.: ЗАО «Альпина Бизнес Букс», 2004.- 1339с.: ил. ISBN:5-9614-0024-7.
5. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин.- 3-е изд., перераб. и доп./ Пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. - 576с.: ил. ISBN:5-901028-98-8
6. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать, контролировать данные, определяющие стоимость компании [Текст] / К. Уолш ; Пер. с англ. - М.: Дело, 2000. - 360 с.
7. Мордашов, С. Рычаги управления стоимостью компании [Электронный ресурс] / С. Мордашов // РЦБ. - 2007. - №13. - Режим доступа: <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=2028>.
8. Егерева, И. А. Влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость предприятия (бизнеса) [Текст] / И. А. Егерева // Московский оценщик. - 2000. - №4.

РЕЗЮМЕ

Фролова Лариса, Лисниченко Елена
Еволюція підходів к управленію стоимостью підприємтя

В статье исследовано изменение финансовых показателей для оценки стоимости предприятия на протяжении определенного периода времени. Проанализированы и обобщены основные подходы управления стоимостью предприятия. Определены их преимущества и недостатки.

RESUME

Frolova Larisa, Lisnichenko Olena
Evolution of approaches to the management of the value of the enterprise

In the article there has been investigated the change in financial indicators for the assessment of the value of a company over a period of time. The main approaches of managing the value of companies are analyzed and summarized. Their advantages and disadvantages have been defined.

Стаття надійшла до редакції 10.04.2012 р.