

УДК 658.15

Андрійчук Р.В., аспірант КНЕУ імені Вадима Гетьмана

ДОСЛІДЖЕННЯ ПРОБЛЕМИ ВИБОРУ КРИТЕРІЮ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ В КОНТЕКСТІ КОНЦЕПЦІЇ VBM

В статті досліджується проблема вибору вартісно-орієнтованого показника для цілей управління. Показано, що найбільш поширений показник (EVA) недостатньо відображає зміну вартості підприємства. Теоретично виправдано використовувати економічний грошовий потік на основі фундаментальної вартості інвестованого капіталу.

Ключові слова: управління вартістю (VBM), економічний прибуток, економічна додана вартість (EVA), вартість капіталу, грошовий потік, внутрішня норма доходності.

На сучасному етапі важливого значення набував такий інтегральний показник ефективності діяльності підприємства, як його вартість. Зростання ринкової вартості підприємства відображає, насамперед, інтереси власників, що водночас забезпечує зростання добробуту й інших зацікавлених сторін. Саме тому виникає необхідність зміни парадигми управління та переходу до управління підприємством на основі його вартості — VBM (Value-based management).

Основоположні аспекти VRM висвітлені в працях західних економістів, зокрема таких як А. Раппапорт, А. Дамомдарая, Б. Стюарт, Б. Мадден, Т. Коупленд. Серед вітчизняних та російських вчених, які вивчають дану проблему, слід виділити А. Бухвалова, Д. Степанова, О. Мендрула, Т. Момот.

Здійснений нами якісний аналіз дає підстави розглядати VBM як повторюваний процес планування, організації, мотивації та контролю, за якого всі функції управління підпорядковані меті максимізації вартості компанії, і який спрямовує, та визначає стратегічний набір останньої, її структуру, процеси та аналітичні інструменти. VBM націлений на максимізацію фундаментальної (внутрішньої) вартості підприємства, яка визначається його спроможністю генерувати грошові потоки для постачальників капіталу, які перевищують вартість його залучення або, іншими словами, здатністю підприємства створювати додатний економічний прибуток. За умови розвинутого ринку капіталу ринкова вартість підприємства «тяжіє» до його істинної, фундаментальної вартості, яка підвладна управлінню через інструменти VBM.

Найбільш поширеним серед вартісних показників в рамках VBM є показник економічної доданої вартості EVA (Economic value added) [3]. Формула його розрахунку має наступний вигляд:

$$EVA = NOPAT - CC = NOPAT - IC \times WACC,$$

де NOPAT (Net operating profit after taxes) — чистий операційний прибуток після оподаткування; CC (capital cost) — витрати на залучення капіталу; IC (invested capital) — балансова сума інвестованого в підприємство капіталу; WACC (weighted average cost of capital) — ринкова процентна ставка, що відображає середньозважені витрати на залучення капіталу за ринковою структурою капіталу.

Якщо наведену формулу модифікувати, то EVA матиме наступний вигляд:

$$\begin{aligned} EVA &= NOPAT - IC \times WACC = \\ &= \left(\frac{NOPAT}{IC} - WACC \right) \times IC = (ROIC - WACC) \times IC, \end{aligned}$$

де ROIC — рентабельність інвестованого капіталу.

З наведених формул бачимо, що в основі показника економічного прибутку лежить розрахунок витрат втрачених можливостей (альтернативних витрат), або, іншими словами, витрат на залучення капіталу. Останні є ключовим елементом, що відрізняє бухгалтерський прибуток від економічного, а тому їх розрахунок має бути як найбільш точним. Stern Stewart & Co при визначенні EVA пропонують розраховувати витрати на капітал як добуток середньозваженої вартості капіталу WACC на основі його ринкової структури та балансової вартості інвестованого капіталу з відповідними фінансовими поправками. На наш погляд, в цьому і полягає внутрішнє протиріччя концепції EVA, яке вимагає детального дослідження.

Альтернативні витрати, згідно з неокласичною теорією (А. Маршал, Ф. фон Візер), відображають втрачену вигоду від прийняття того чи іншого рішення, тобто втрачену вигоду від наступного найкращого варіанту вкладення капіталу. Іншими словами, якщо власник капіталу не отримує очікуваної віддачі на вкладені, кошти, то відбувається перелив капіталу в інші, більш ефективні сфери бізнесу. В такому контексті діє неявне припущення про те, що капітал може бути вільно вилученим з однієї сфери економічної діяльності і вкладеним в іншу, більш прибуткову. Це означає, що економічний прибуток має базуватись не на балансових, а на ринкових значеннях вартості капіталу. Адже власнику для того, щоб вилучити капітал з бізнесу, необхідно його реалізувати саме за поточною ринковою ціною з метою подальшого вкладення отриманих коштів в альтернативну сферу економічної діяльності, за умови, якщо підприємство не забезпечує йому очікуваної віддачі на рівні середньозважених витрат на капітал. Згідно з Т. Коуплендом останні мають «включати в себе питомі ваги ... кожного

джерела фінансування за ринковою вартістю, оскільки саме ринкова вартість відображає реальні економічні вимоги кожної категорії теперішніх інвесторів, в той час як балансова вартість, зазвичай ні» [1, с. 229]. Визначений згідно з такими принципами економічний прибуток ми називаємо ринковим економічним прибутком EP_m :

$$EP_m = NOPAT - IC_{mv} * WACC,$$

де IC_{mv} — ринкова вартість інвестованого капіталу.

Звідси випливає, що EVA може бути застосована лише за умови, що розрив між балансовою та ринковою вартістю як власного капіталу, так і боргу не є значним, що малоймовірно на практиці. Тоді виникає запитання: чому розробники сучасних концепцій економічного прибутку пропонують обчислювати витрати на капітал як добуток балансової його вартості на ринкову ставку залучення капіталу? Відповідь полягає у здійсненні фінансових поправок до величини інвестованого капіталу, таких як включення «капітальних еквівалентів», капіталізацію операційної оренди, поправки щодо амортизації гудвілу тощо. Згідно з Б. Стюартом, автором EVA, здійснення таких поправок наближує балансову вартість капіталу до ринкової. На наш погляд, таке твердження не є правомірним, адже ринкова вартість варіюється залежно від очікуваних майбутніх грошових потоків (або майбутніх економічних прибутків, через спорідненість відповідних моделей оцінки фундаментальної вартості) і аж ніяк не може бути пояснена поточною, хоч і фінансово модифікованою, величиною балансової вартості капіталу. З вищесказаного випливає, що управління підприємством на основі періодичного показника економічного прибутку не є теоретично виправданим. Періодична EVA не ілюструє зміну вартості для акціонерів (власників), аналогічно до грошового потоку за окремий період. Власника цікавить сума майбутніх економічних прибутків або ж грошових потоків, а не їх зміна з року в рік.

В даному контексті використання EP_m хоч і є економічно обґрунтованим, проте не є застосовним в цілях управління. Ринкова вартість не може бути управлінським орієнтиром, оскільки вона змінюється під впливом незалежних від менеджменту факторів. Крім того, в даному показнику присутній компонент ринкової вартості капіталу, що ставить під сумнів його спроможність пояснювати ринкову вартість підприємства, адже зі зростанням останньої, що відображає збільшення багатства акціонерів, за інших однакових умов, зростають витрати на капітал і, як наслідок, зменшується ринковий економічний прибуток, і навпаки.

Пошук компромісу в обґрунтуванні застосування того чи іншого вартісно-орієнтованого показника, доцільно провести через розгляд ряду широко висвітлених в літературі проблем, пов'язаних з EVA. Першою з них є так звана

проблема невірної періодизації. Її суть полягає в тому, що для окремого інвестиційного проекту рентабельність інвестицій (інвестованого капіталу) ROIC по окремих періодах проекту не співпадає з його внутрішньою нормою окупності IRR (internal rate of return), яка відображає не бухгалтерську, а економічну рентабельність проекту. Дослідження Де Віллірса свідчать, що розбіжності між ROIC та IRR можуть бути настільки значними (зокрема і через інфляцію), що перший показник не може виступати в якості заміника останнього [2]. Оскільки будь-яке підприємство можна розглядати як безперервний потік капітальних проектів, виникає запитання про достовірність показника EVA, представленого через спред доходності ROIC-WACC. Якщо ROIC не відображає дійсну доходність інвестованого в підприємство капіталу, то EVA, визначена відповідним чином, є хибною. Різниця між фактичною та очікуваною доходністю капіталу має, таким чином, бути представлена як IRR-WACC.

Ще одним недоліком EVA є те, що вона не враховує грошові потоки для інвесторів. Дану проблему також можна вирішити, якщо замість ROIC використовувати IRR при обчисленні економічного прибутку. ROIC — це показник віддачі вкладеного капіталу на основі прибутку, а отже, із вартісних позицій він є найбільш цінним тоді, коли прибуток не реінвестується, а повністю розподіляється між постачальниками капіталу. Проте реально постачальникам капіталу, і зокрема власникам, доступним є саме грошовий потік, відповідно доходність капіталу треба визначати не на основі прибутку, а реального доступного грошового потоку. Таку доходність дає змогу визначити внутрішня норма окупності інвестованого капіталу IRR. IRR — це не що інше, як доходність капіталу на основі грошових потоків, а не прибутку як ROIC, які він спроможний генерувати. Саме грошові потоки, а не бухгалтерські прибутки, є наріжним каменем концепції VBM.

Спираючись на припущення, що ринкова вартість капіталу в довгостроковому періоді тяжіє до фундаментальної, то останню можна використати в якості заміника ринкової вартості при визначенні EP_m . Оскільки IRR і WACC пов'язані з грошовими потоками, то даний показник слід розглядати як економічний грошовий потік ECF на основі фундаментальної вартості, який порівнює через спред доходності грошові потоки, що генерує власникам підприємство, з грошовими потоками, які б вони могли отримати, якби реалізували свій капітал на ринку, за умови що ринкова вартість останнього на момент реалізації буде наближена до його внутрішньої вартості:

$$ECF = (IRR - WACC) * PV_{IC},$$

де PV_{IC} — фундаментальна вартість інвестованого капіталу.

Список використаних джерел:

1. Коупленд Т., Коллер Т., Мурим Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. — 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. — 229 с.
2. De Villiers J. 1989. «Inflation, asset structure and the discrepancy between accounting and true return». Journal of Business Finance and Accounting. Volume 16, numb 1 Spring 1989, p. 493-506.
3. Stewart G. Bennet The Ouest for Value. — Harper Business, 1991.

***Annotation.** The article investigat.es the problem of choosing value based performance measure for managerial purposes. It is shown, that the most popular performance measure of Economic value added (EVA) do not reflect changes in enterprise value. It's theoretically sound to me economic cash flow based on fundamental value of capital invested.*

***Key words:** value-based management (VBM), economic profit, economic value added (EVA), cost of capital, cash flow, internal rate of return.*

УДК 621.385.12

Гилка У.Л., аспірантка Державного університету інформаційно-комунікаційних технологій, м. Київ

ПІДВИЩЕННЯ РОЛІ ФІНАНСОВОГО АНАЛІЗУ В УМОВАХ КРИЗИ

Під час кризи роль фінансово-економічного аналізу в управлінні підприємством суттєво підвищується. Обстеження свідчать про незадовільне використання аналізу для прийняття рішень навіть за стабільних умов. Проблема полягає у виборі методу аналізу під особливості підприємства. Запропоновано підхід, який дозволяє підприємству адекватно відреагувати на кризовий стан.

***Ключові слова:** фінансово-економічний аналіз, економічна криза, вибір методів аналізу.*

Призначення фінансово-економічного аналізу полягає у оцінці та прогнозуванні фінансового стану підприємства на основі його бухгалтерської звітності [1]. В умовах стабільного функціонування економіки фінансово-економічний аналіз виконує наступні функції: