

УДК 336.018

Роман ФЕДОРОВИЧ, Ірина СЕРЕДИНСЬКА

## НЕОБХІДНІСТЬ ВИКОРИСТАННЯ ВАРТІСНИХ МЕТОДІВ В УПРАВЛІНСЬКИХ ТЕХНОЛОГІЯХ

**Резюме.** Обґрунтовано необхідність упровадження концепції вартісно-орієнтованого управління на вітчизняних підприємствах на основі розгляду й виявлення відмінностей між двома моделями оцінювання результатів діяльності підприємства: облікового, яке ґрунтується на традиційному для фінансового обліку розумінні капіталу і результатах його використання, та фінансового, яке формується у відповідності з принципами корпоративних фінансів. Простежено еволюцію використання вартісно-орієнтованих показників для обґрунтування стратегічних управлінських рішень, здійснено їх критичний аналіз та запропоновано критерії ефективності господарювання на основі управління за вартістю підприємства. Визначено основні напрями, за якими мають здійснюватися методичні розроблення для практичної реалізації вартісного підходу у вітчизняних управлінських технологіях.

**Ключові слова:** вартість підприємства, вартісно-орієнтоване управління, управлінські технології, залишковий дохід, економічна додана вартість, ринкова додана вартість, додана вартість акціонерного капіталу, грошова додана вартість, показник прибутковості інвестицій, загальна акціонерна віддача.

Roman FEDOROVYCH, Iryna SEREDYNSKA

## NECESSITY OF THE VALUE METHODS USE IN MANAGEMENT TECHNOLOGIES

**Summary.** The necessity of introducing the concept of value-based management at the domestic enterprises based on examination, identification and analysis of differences between the two models of business evaluation performance is analysed in the paper. First model is called accounting one, which is based on conventional accounting meaning of equity and the results of its use. The second one is known as financial. It is formed in accordance with modern principles of corporate finance. The evolution of value-based indicators use for justifying the strategic management decisions is investigated, their critical analysis based on the selection of positive and negative characteristics aimed at evaluating the possibility of use in the management practices for domestic enterprises is carried out. The expediency of modern practice of financial management models use at domestic enterprises based on indicators of economic profit is substantiated. The use of economic value added indicator as a management performance criteria based on value-based management for domestic enterprises is offered and the directions of possible elimination of disadvantages associated with its use are determined. The structure of management technologies elements based on value-based management approach is identified, including methods and tools for collecting, processing and assessing information; methods of identifying the key indicators and the organization of work with them; techniques to impact employees; principles, laws and patterns of organization and management; control systems. The main areas, where methodological development should be carried out for the practical implementation of the value-based management approach in technology for domestic enterprises are identified. The basic principle of maximizing the value of the enterprise is a primary financial goal of strategic management and, therefore, activity of the enterprise as a system.

**Key words:** value of the enterprise, value-based management, management technologies, residual income, economic value added, market value added, shareholder value added, cash value added, return on investment, return on equity.

**Постановка проблеми.** Сучасна економічна теорія, заснована на новому економічному мисленні, що активно використовується зарубіжними компаніями, обґрунтовує необхідність упровадження концепції управління вартістю на вітчизняних підприємствах для їх успішного функціонування. Це означає, що метою корпоративного менеджменту повинно стати не зростання фізичних обсягів виробництва та прибутку, а максимізація ринкової вартості підприємства і, на цих засадах, підвищення рівня добробуту його власників. Якщо збільшення доходів і зменшення витрат можуть здійснюватися конкретним підприємством до певної межі, то зростання його вартості такої межі не має [6]. Тому традиційні технології корпоративного управління з їх орієнтацією на максимізацію прибутку на сучасному етапі господарювання стають малоефективними. Вивчення господарської практики вітчизняних підприємств доводить, що на них майже не займаються стратегічним управлінням, а вирішують поточні проблеми, пов'язані з прискоренням оборотності активів, покриттям їх дефіциту, збільшенням обсягу позитивного грошового потоку, зменшенням витрат і т.п. І, як наслідок, зовсім незначною є частка підприємств, що впроваджують організаційні та маркетингові інновації. Підтвердженням цього є результати проведеного науковцями експертного дослідження

вітчизняних підприємств щодо використання ними інноваційних інструментів фінансового управління. Дані свідчать, що лише на 5% досліджуваних підприємств у корпоративному секторі України розраховують вартісно-орієнтовані показники. Близько 30% великих компаній взагалі не обчислюють середньозважену вартість капіталу і не використовують ставку дисконтування як для цілей вартісно-орієнтованого управління, так і для оцінювання бізнес-проектів. Крім того, на 16% підприємств оцінювання інвестицій взагалі не здійснюють, а керівники фінансово-економічних служб 11% досліджуваних компаній взагалі не чули про такий інструмент, як ставка дисконтування [7]. За таких умов виникає необхідність у розробленні методологічних та прикладних положень, спрямованих на формування цілісної системи корпоративного управління, яка б дозволила поєднати управлінський досвід минулого з найновітнішими надбаннями в сфері менеджменту та забезпечити високий рівень ефективності функціонування вітчизняних підприємств. Вартісно-орієнтований підхід, у даному випадку є важливим інструментом в реорганізації системи управління.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Сучасними зарубіжними та вітчизняними дослідниками вартісного підходу до управління є С.В. Валдайцев, І.В. Івашковська, Т. Коупленд, Т. Коллер, Р. Каплан, Дж. Муррін, Д. Нортон, Н. Ольве, Г.Й. Островська, В.А. Панков, О.Є. Кузьмін, І.В. Колос, Т.В. Момот, О.Г. Мендрул, О.М. Сохацька, Н.В. Тертична, А.І. Янчук, І.Й. Яремко та ін. Огляд літератури дає можливість стверджувати, що роботи зарубіжних авторів орієнтовані на ринок своїх країн і не враховують сучасних українських реалій. Напрацювання ж вітчизняних науковців, в основному, спрямовані на оцінювання вартості підприємства в умовах його купівлі-продажу, приватизації, ліквідації чи реструктуризації, емісії акцій, страхування майна, отримання кредиту під заставу майна, оцінювання фінансового стану і не охоплюють ряд проблем, які виникають у цій галузі. Насамперед, йдеться про можливість використання методик оцінювання вартості для підтримки стійкої конкурентоспроможності підприємства на сучасному ринку, визначення його кредитоспроможності й інвестиційної привабливості, аналізу динаміки економічного розвитку, оцінювання ефективності корпоративного управління і т.п. Крім того, залишаються невивченими можливості адаптації зарубіжних методик оцінювання вартості підприємства до умов українського економічного середовища.

**Метою статті** є аналіз передумов виникнення вартісно-орієнтованої концепції управління, простеження еволюції оцінювання діяльності підприємства за допомогою вартісно-орієнтованих показників, а також формування складу елементів управлінських технологій вітчизняних підприємств на основі вартісного підходу.

**Виклад основного матеріалу.** В сучасній практиці менеджменту виділяють дві моделі аналізу діяльності підприємства: облікову та фінансову. Кожній з них властиві свої принципи, які допомагають у вивченні діяльності підприємства, обґрунтовують сукупність результативних показників з метою прийняття ефективних управлінських рішень. Вивчення літературних джерел [3] дозволило виокремити відмінності моделей, які мають принциповий характер. Облікова модель оцінювання підприємства ґрунтується на даних бухгалтерського обліку і фінансової звітності, оперує фактично здійсненими операціями, виключає з розгляду альтернативні можливості й практично ігнорує варіанти розвитку. Цілком очевидно, що до витрат підприємства за аналізований період у рамках такого бачення відносять тільки понесені витрати. Обмеженість цієї моделі полягає в тому, що принцип «фактично проведених операцій і фактичних витрат» домінує не тільки на етапі збору та опрацювання інформації, але й у подальшому аналізі діяльності підприємства та прийнятті рішень. Слабкість даної моделі з точки зору завдань управління полягає в тому, що в ній не передбачено оцінювання додаткових альтернативних можливостей.

Успішний результат діяльності підприємства за логікою облікової моделі – це ситуація, в якій зароблений дохід покриває понесені фактичні (явні) витрати. Він не відображає можливостей створення економічного прибутку, не передбачає врахування альтернативних варіантів вкладення капіталу з певним ризиком і відповідним економічним ефектом або з урахуванням втраченого інвестиційного доходу. Підхід з позицій економічного прибутку вимагає вивчення ризику інвестицій, пошуку схожих за ризиком альтернатив, аналізу їх результатів і, отже, кардинального переоцінювання отриманого результату.

Друге істотне обмеження облікової моделі як аналітичної основи для формування системи управління капіталом підприємства полягає в тому, що ця модель не орієнтує на

оцінювання невизначеності очікуваного результату, з яким стикається інвестор. На основі даних звітності неможливо отримати ставку доходності капіталу, яка б показувала альтернативні можливості інвестора, оскільки досліджувані альтернативи повинні мати схожий рівень ризику. Облікова модель не дозволяє зробити висновок про достатність отриманого прибутку для покриття інвестиційного ризику, його відповідність запитам інвестора. Звідси випливає, що при обґрунтуванні фінансових рішень, а головне стратегічних рішень, неможливо оперувати показниками рентабельності, розрахованими за даними фінансової звітності. Нарешті, основним результативним показником в обліковій моделі оцінювання підприємства визнається прибуток. Однак, прибутком не можна розраховуватися за ресурси, виплатити заробітну плату, виконати свої зобов'язання перед кредиторами і т.п. Для обґрунтування управлінських рішень важливе оцінювання ліквідності, тобто здатності активів і результатів діяльності перетворюватися в найзручнішу форму – грошові потоки, а сучасна фінансова модель оперує показниками потоків вільних грошових коштів.

Облікова модель оцінювання підприємства спрямована на номінальну інтерпретацію результату, не ставить під сумнів майбутній результат, виключає його інвестиційну складову.

Особливість фінансової моделі – використання економічного прибутку для обґрунтування рішень і аналізу результатів діяльності. Економічний прибуток є підсумковим показником, який кількісно оцінює достатність сформованих потоків грошових коштів для забезпечення нормального рівня прибутковості або так званої бар'єрної прибутковості капіталу власника підприємства. При визначенні нормального рівня прибутковості необхідно оцінювати вартість авансованого капіталу власниками, і виявити, на які потенційні ставки прибутковості вони очікують. З точки зору інвестора, «нормальна» ставка показує величину прибутковості вкладень, нижче якої у нього пропадає стимул і мотив продовжувати інвестувати капітал у дане підприємство. Для менеджерів «нормальною» є ставка, яка відображає витрати на залучення власного капіталу або мінімальну прибутковість інвестицій. Для визначення такої ставки необхідно проаналізувати ситуацію, що складається на ринку капіталів. Таким чином, основними вимогами фінансової моделі є усвідомлення того, що власний капітал є платним засобом, вартість якого визначається інтересами власників. Будь-який бізнес повинен забезпечити своїм власникам норму доходності, яка відповідає хоча б мініальному рівню від інвестування в подібні за ризиком активи. Менша доходність спонукатиме власників інвестувати капітал в альтернативні активи, бо ціна втрачених можливостей є вищою від фактичного доходу.

При використанні облікової моделі менеджери застосовують показники прибутку не тільки для оперативного управління, а й, головне, для формування стратегічних рішень. Він слугує кількісною характеристикою, що визначає мету розвитку підприємства та його підрозділів. Однак ці показники навряд чи можуть бути використані з метою оцінювання стратегічної ефективності підприємства. Адже облікова модель управління не враховує вартість власного капіталу, чим завищує ефективність його використання і дезінформує власників. При розрахунку прибутку доходи зменшують на витрати пов'язані з залученням позиченого капіталу, однак у ньому не враховуються витрати, пов'язані із залученням власного капіталу. Тому формування стратегії розвитку без урахування ризику і вимог інвесторів щодо прибутковості не може задовольняти, насамперед, самого власника підприємства. Система управління власними й підконтрольними йому активами без урахування ризиків і відповідної їм величини доходів, які повинна заробляти для нього команда менеджерів, є неприйнятною для сучасних ринкових умов, не відповідає ні завданням фінансового менеджменту, ні завданням стратегічного управління. Тому у фінансовій моделі оцінювання діяльності підприємства, яка починає домінувати в практиці менеджменту, результативним показником є зростання обсягу капіталу, інвестованого власниками. «Фінансовий» стандарт мислення вимагає від менеджерів урахування всіх джерел фінансування активів, які дозволили отримати дохід. Це означає, що дохід повинен бути зменшений на вартість усього авансованого капіталу (власного і позиченого), який розраховується як середньозважена величина. Видатний зарубіжний економіст Пітер Друкер писав: «до тієї пори, доки компанія не почне заробляти прибуток, який більший за вартість капіталу, вона буде працювати у збиток» [8].

Доведемо вищесказане за допомогою розрахунків, наведених у таблиці 1.

**Таблиця 1**

## Загальні проблеми економіки та суб'єктів господарювання

Порівняння варіантів управлінських рішень, зроблених на основі  
облікової і фінансової моделей\*

**Table 1**

The options of management decisions comparison carried out on the basis  
of accounting and financial models

| № | Показники   | Ситуація 1                  |        |  | Ситуація 2                  |        |  |
|---|---|-----------------------------|--------|--|-----------------------------|--------|--|
|   |   | Сучасний<br>бізнес-<br>стан | Проект | Бізнес-<br>стан після<br>реалізації<br>проекту | Сучасний<br>бізнес-<br>стан | Проект | Бізнес-<br>стан після<br>реалізації<br>проекту |
| 1 | Дохід від реалізації,<br>тис. грн   | 600,0                       | 300,0  | 900,0  | 800,0                       | 600,0  | 1400,0   |
| 2 | Рентабельність<br>реалізації, %<br>(ряд.3:1)  | 10,0                        | 20,0   | 16,8   | 25,0                        | 15,0   | 20,7   |
| 3 | Прибуток, тис. грн.   | 60,0                        | 60,0   | 120,0  | 200,0                       | 90,0   | 290,0  |
| 4 | Авансований<br>капітал, тис. грн.   | 1000                        | 500    | 1500,0   | 1000,0                      | 350,0  | 1350,0   |
| 5 | Рентабельність<br>авансованого<br>капіталу, %<br>(ряд.3:4)                                      | 6,0                         | 12,0   | 8,0  | 20,0                        | 25,7   | 21,5   |
| 6 | Витрати на<br>залучення капіталу<br>(15 %) тис. грн.  | 150,0                       | 75,0   | 225,0  | 150                         | 52,5   | 202,5  |
| 7 | Співвідношення<br>прибуток – витрати<br>по залученню<br>капіталу, тис. грн.<br>( ряд 3 – ряд 6) | -90,0                       | -15,0  | -105,0   | 50,0                        | 37,5   | 87,5   |

\*Джерело: Власні розрахунки авторів.

\*Source: Developed by the author's.

Дані таблиці свідчать, що в ситуації 1 поточний бізнес-стан підприємства характеризується 10% рівнем рентабельності реалізації та 6-ти % ставкою рентабельності авансованого капіталу. Реалізація проекту дозволить збільшити поточні традиційні відносні показники прибутковості. Однак зіставлення обсягу отриманого прибутку та витрат із залучення капіталу свідчить, що сучасний бізнес-стан підприємства і реалізація проекту призводять до руйнування вартості підприємства. В ситуації 2 реалізація проекту збільшить показники прибутковості бізнесу в цілому. Крім того, з точки зору створення вартості як поточний бізнес-стан, так і реалізація нового проекту позитивно впливають на добробут власників, бо призводять до перевищення отриманого прибутку над вартістю вкладеного капіталу. Приймаючи рішення, управлінський персонал не повинен обмежуватися лише отриманням будь-якої величини прибутку, бо в цьому випадку ігнорується очікувана власниками доходність, адже навіть і суттєвий обсяг отриманого прибутку може руйнувати вартість, якщо рентабельність інвестованого капіталу не відповідає запитам власників. Таким чином, орієнтація лише на облікові показники призводить до прийняття необґрунтованих управлінських рішень.

Зміна парадигми оцінювання діяльності підприємства з використанням фінансової моделі, застосування її для обґрунтування управлінських рішень призвело до виникнення у 60-і роки минулого століття в західних країнах нового підходу до управління, який отримав назву Value-Based Management (VBM), або управління за вартістю. Основним завданням VBM є побудова такої системи управління, яка б дозволяла максимізувати вартість підприємства, сприяла зростанню його інвестиційної привабливості, дозволяла розвивати бізнес, оновлювати матеріально-технічну базу, залучати кваліфікованих працівників, упроваджувати інновації. У вітчизняній науковій термінології такий підхід до управління отримав назву вартісно-орієнтованого або управління за вартістю підприємства.

Вартісний підхід до управління передбачає не тільки розроблення методів оцінювання вартості, але набір засобів і методів управлінського впливу на підприємство як систему, що включає методи і засоби збору та опрацювання інформації; методи визначення ключових показників та організацію роботи з ними; прийоми ефективного впливу на працівників; принципи, закони та закономірності організації й управління; системи контролю, тобто, управлінську технологію. Технології управління не формуються стихійно. Усі вони є результатом свідомої високоорганізованої діяльності професійно підготовлених людей. Всі методи, засоби та прийоми проходять еволюційний розвиток. Тому необхідно розглянути еволюцію вартісних методів і визначити перехід від визнання необхідності вартісних показників до формування управлінських технологій на їх основі.

Застосування фінансових моделей з метою управління розпочалося з 20-х років XX століття системою фінансового аналізу, запропонованою спеціалістами американської компанії «DuPont» (The DuPont System of Analysis). Деталізація показників моделі на фактори-множники (рентабельність власного капіталу – (ROE); рентабельність чистих активів – (RONA); рентабельність активів – (ROA); рентабельність реалізації; коефіцієнт оборотності активів; коефіцієнт економічного зростання – (SGR)), дозволили вперше ув'язати фінансові показники з факторами виробництва і на цій основі оцінити здатність підприємства ефективно генерувати прибуток, збільшувати обсяги продажу, виявляти основні причини зміни тих чи інших показників, визначити темпи економічного розвитку підприємства.

Аналізуючи «модель Дюпона» як систему факторного аналізу власного капіталу, необхідно виділити три проблемні моменти. По-перше, коефіцієнти рентабельності відображають лише результативність роботи звітного періоду, а вірогідний ефект від інвестицій не відображають. Наприклад, якщо підприємство впроваджує інновації, показники рентабельності можуть суттєво знижуватися, однак при вірно вибраній стратегії розвитку понесені витрати не тільки окупляться, але й принесуть нові вигоди підприємству. В цьому випадку зниження рентабельності у звітному періоді навряд чи буде показником низької ефективності роботи. Інша проблема визначиться ризиком. Одним із показників ризикованості бізнесу є показник фінансової залежності: чим вище значення цього показника, тим ризикованішим для акціонерів, інвесторів і кредиторів такий бізнес. Із математичної формули моделі можна зробити хибний висновок: при безкінечному збільшенні частки позиченого

капіталу в авансованому, безконечно зростає рентабельність власного капіталу. Тому використання моделі потребує врахування додаткових залежностей, які прямо в ній не відображені. Крім того, чисельник і знаменник коефіцієнта рентабельності власного капіталу є не зіставними через те, що відображаються в грошових одиницях різної купівельної здатності. Прибуток є динамічним показником, який відображає результати діяльності, виходячи з діючих цін звітного періоду, а власний капітал формується протягом усього часу функціонування підприємства і відображається в обліковій оцінці, що може суттєво відрізнятись від ринкової вартості. Облікова оцінка власного капіталу не відображає майбутніх доходів підприємства, адже в балансі не відображають його іміджу, торгової марки, кваліфікацію персоналу, організаційно-технічний рівень виробництва (якщо бізнес не є об'єктом продажу). Таким чином, ринкова ціна акцій і власного капіталу підприємства може суттєво переважати облікову вартість, і тому високе значення рентабельності власного капіталу ще не є свідченням високої ефективності використання інвестованого капіталу. Крім того, ні один з перерахованих показників не відображає потреби підприємства в капіталі і ту суму грошових коштів, які можуть бути вилучені з обороту власника без шкоди для діяльності.

Не зважаючи на корисність окремих інструментів, системи і підходи до управління, орієнтовані на «модель Дюпона», так і не стали управлінськими технологіями, на основі яких можливе оцінювання діяльності підприємства й управління нею як системою.

В 1960 році в працях Е. Едвардса і П. Белла, а також Е. Фама, М. Міллера і Ф. Модільяні [5; 12; 13] було запропоновано оцінювати ріст благополуччя власників показником «залишкового доходу» (RI - Residual Income). Одним із перших економістів, який обґрунтував концепцію «залишкового доходу», був А. Маршалл. Ще в 1890 році він писав: «Те, що залишається від його (власника чи керівника) прибутку після вирахування проценту за поточною ставкою, можна назвати його підприємницьким чи управлінським прибутком» [4].

Принциповою відмінністю RI від показників Дюпонівської системи факторного аналізу є те, що для його розрахунку обліковий прибуток від операційної діяльності зменшується на суму витрат, пов'язаних із залученням інвестованого капіталу:

$$RI_t = NOPAT_t - WACC \times Capital\ Invested_{t-1}, \quad (1)$$

де  $RI_t$  – залишковий дохід у момент  $t$ ;

$NOPAT_t$  – чистий операційний прибуток після вирахування податків до сплати відсотків в момент  $t$ ;

$Capital\ Invested_{t-1}$  – сукупний капітал, інвестований в підприємство на момент  $t-1$ ;

$WACC_t$  – середньозважена ціна капіталу в момент  $t$ .

У відповідності з даною концепцією підприємство збільшує вартість тільки в тому випадку, коли доходи перевищують витрати на залучення капіталу, тобто формується залишковий дохід. Це означає, що всі зобов'язання перед інвесторами виконано і досягнуто приріст вартості.

До основних фінансових показників, які у 70 – 80-х роках XX ст. почали активно використовуватися у міжнародній практиці управління, можна віднести:

- чистий прибуток на одну акцію як відношення прибутку після виплати податків, відсотків та дивідендів за привілейованими акціями до кількості звичайних акцій компанії (EPS – Earning per share);

- коефіцієнт співвідношення ринкової та балансової вартості акцій (M/B - Market Price / Book Ratio);

- коефіцієнт співвідношення ринкової ціни акції до виручки від реалізації (P/S - Price / Sales Ratio);

- грошовий потік (CF – Cash flow) як сукупність чистого прибутку та нарахованої амортизації, що визначається таким чином:

$$CF = TP \times (1 - IT) + A, \quad (2)$$

де  $TP$  – прибуток до оподаткування (Total profit);

$IT$  – ставка податку на прибуток (Income tax);

$A$  – сума нарахованої амортизації (Amortization).

На початку 90-х років XX ст. у практиці менеджменту починає застосовувати VBM-підхід, розробники якого намагалися компенсувати недоліки попередніх методів оцінювання. За їх задумом показники, які лежать в основі даного підходу, повинні не тільки відображати ріст вартості підприємства, але й оцінювати ефективність прийнятих рішень на всіх рівнях управління, бути інструментом мотивації.

Оцінювання діяльності компаній за допомогою різних вартісно-орієнтованих показників активно пропагується на ринку послуг такими відомими консалтинговими агентствами зі світовим іменем, як Boston Consulting Group, LEK/ArIca's, Stern Stewart & Company, HOLT Value Associates та ін. За останній час у таких журналах, як Global Journal of Flexible Systems Management [11], Journal of Accounting and Economics [10], Financial Analysts Journal [9], Journal of Business Research [14], Journal of Applied Corporate Finance [19; 20], European Management Journal [258] та ін. з'явилося багато публікацій, пов'язаних із формуванням моделей оцінювання вартості підприємства, розроблено достатньо широкий спектр «новаторських продуктів», які за своєю суттю реалізують доходний підхід в оцінюванні бізнесу. В них майбутні доходи втілюються в показниках, які є похідними від грошових потоків, прибутку, дивідендів. Розглянемо основні з них детальніше, а саме: економічну додану вартість (EVA); ринкову додану вартість (MVA); додану вартість акціонерного капіталу (SVA); грошову додану вартість (CVA); показник прибутковості інвестицій на основі потоку грошових коштів (CFROI); загальну акціонерну віддачу (TSR). На основі деяких з них у подальшому були створені навіть системи управління: наприклад, EVA-based management.

Оскільки Д. Л. Волков [2] математично довів еквівалентність перерахованих показників, важливо виділити їх позитивні й негативні характеристики з метою оцінювання можливості використання в управлінській практиці вітчизняних підприємств.

Серед моделей, які ґрунтуються на економічному прибутку, найбільш розповсюдженою є модель «економічної доданої вартості» (Economic Value Added – торгова марка EVA®, яка була запропонована і запатентована Дж. Беннетом Стюартом і Джоелом Штерном) [19]:

$$EVA_t = (NOPAT_t + Ad_{op}) - WACC \times (Capital Invested_{t-1} + AD_{jc}), \quad (3)$$

де  $EVA_t$  – додана економічна вартість у момент  $t$ ;

$Ad_{op}$  – коригування облікової оцінки чистого операційного прибутку;

$AD_{jc}$  – коригування облікової оцінки інвестованого капіталу.

Існує й інший варіант розрахунку даного показника, а саме :

$$EVA_t = (ROIC_t - WACC) \times (Capital Invested_{t-1} + AD_{jc}), \quad (4)$$

де  $ROIC_t$  – розраховується як відношення скоригованого чистого прибутку ( $NOPAT_t$ ) до середнього за рік обсягу інвестованого у бізнес капіталу (CI).

Наведена модель дозволяє стверджувати, що розробники намагалися вдосконалити показник «залишкового доходу» (RI) шляхом упровадження ряду коригувань величини облікового прибутку та інвестованого капіталу. Суть коригувань, яка відображена на сторінках економічної літератури [10; 19] і здійснюється відповідно до системи обліку US –GAAP, полягає в тому, що за еквіваленти власного капіталу приймаються витрати на наукові дослідження й розроблення, реструктуризацію, лізингові платежі, резерви, гудвіл, відтерміновані податкові зобов'язання і т.п. Фактично пропонується капіталізувати будь-які витрати, від яких очікується надходження економічних вигод не в поточному періоді, а в майбутньому.

Економічна додана вартість є найбільш відомим і розповсюдженим показником, бо вважається індикатором якості управлінських рішень. Зіставлення показника доходності інвестованого капіталу ( $ROIC_t$ ) з необхідною ставкою доходності (середньозваженою вартістю капіталу) дозволяє розрахувати спред доходності, який вимірює економічний прибуток як відносну величину, виражену у відсотках, а  $EVA_t$  відображає абсолютну величину економічного прибутку. Позитивне абсолютне значення показника і його позитивна динаміка свідчить про збільшення вартості підприємства, тому менеджменту треба збільшувати не розмір капіталу, а намагатися збільшити спред доходності, бо саме він визначає, наскільки ефективно використовується капітал підприємства порівняно з альтернативними варіантами інвестицій. Така модель оцінювання вартості підприємства використовує неявний компонент

витрат, який не відображається в обліковому прибутку. Аналіз, що ґрунтується на показнику EVA, є альтернативним до традиційного NPV-аналізу (Net present value – чиста теперішня вартість). Це означає, що ефективним буде лише те управлінське рішення, яке дозволить отримати більшу віддачу на вкладений капітал. Показник EVA залежить від структури і вартості капіталу. Він вказує, який вид фінансування (власне чи позичене) і який обсяг капіталу необхідно залучити для отримання певного значення прибутку. При цьому, з одного боку, підприємство повинно забезпечити рівень рентабельності вкладеного капіталу не нижче рівня витрат із його залучення, з іншого – ставка доходності на капітал, повинна покривати ризики, пов'язані з інвестуванням у підприємство. Недоліки використання даного показника пов'язують із проблемами неправомірного зіставлення облікових і необлікованих параметрів, а також суб'єктивізмом при здійсненні необхідних коригувань. Оскільки для розрахунку показника використовуються дані фінансової звітності, то він не враховує фактор часу, оцінюючи вартість підприємства за певний період, а не за весь час функціонування. Використання показника EVA може призвести до недооцінювання довготермінових перспектив розвитку підприємства, адже при реалізації довготермінових інвестиційних проєктів, пов'язаних зі значними затратами і ризиком, EVA знижується.

Показник, що дає можливість оцінити вартість бізнесу, створену за весь час його функціонування, носить назву ринкової доданої вартості (MVA – market value added). Його розраховують як різницю між ринковою вартістю підприємства і вартістю інвестованого в підприємство капіталу. Тобто MVA відображає різницю між сумою засобів, яку вклали власники у підприємство при його створенні, і сумою, яку вони б виручили, продавши свій бізнес. У цілому даний показник не дозволяє оцінити ефективність менеджменту підприємства, бо ринкова вартість формується під впливом багатьох об'єктивних факторів, які не піддаються управлінню. Крім того, бажання збільшити курсову вартість акцій штовхає управлінський персонал на отримання короткотермінових вигод, нехтуючи створенням вартості в майбутньому. Однак Дж. Беннет Стюарт (один із засновників консалтингової компанії Stern Stewart & Co), визначивши в своїй роботі [20] MVA як поточну вартість майбутніх EVA, вказує на можливість її використання для компаній, акції яких не котуються на фондовому ринку. Виходить, що вартість підприємства дорівнює сумі інвестованого капіталу і поточній вартості всього потоку майбутніх EVA, тому орієнтація менеджменту на показник EVA і його ріст, веде до зростання ринкової вартості бізнесу.

Різниця між ринковою і балансовою вартістю акціонерного капіталу отримала назву доданої вартості акціонерного капіталу (SVA – Shareholder Value Added). Її розробником є А. Раппапорт [17]. Враховуючи той факт, що висока доходність цінних паперів часто формується під впливом випадкових факторів, не пов'язаних з реальною економікою підприємства, доцільність використання моделей, орієнтованих на максимізацію ринкової вартості акцій, є сумнівною. Правдивість цього твердження продемонструвала сучасна фінансово-економічна криза.

Деякі недоліки перерахованих показників вартісно-орієнтованого управління зникають, коли рентабельність інвестицій підприємства розраховують як відношення скоригованого на інфляцію грошового потоку від операційної діяльності до скорегованого на інфляцію обсягу інвестицій (CFROI (Cash Flow Return on Investment – доходність інвестицій на основі грошового потоку) [15]. Даний показник пропагується такими консалтинговими компаніями, як Boston Consulting Group і HOLT Value Associates і є модифікацією внутрішньої норми доходності (IRR - internal rate of return) для здійснених інвестицій. Перевищення прийняттого для інвесторів рівня CFROI (ставки середньозважених витрат на капітал) свідчить про зростання вартості підприємства, і навпаки.

Одним зі слабких місць даної моделі є використання відносного показника, що не дозволяє визначити обсяг створеної чи зруйнованої вартості, а також ускладнює його деталізацію за складовими для впровадження в систему вартісно-орієнтованого управління. Крім того, даний показник складний у розрахунку, адже необхідно оцінити грошові потоки від використання поточних і майбутніх активів.

Спрощеним варіантом оцінювання вартості підприємства називають показник «грошової доданої вартості» (Cash Value Added - CVA), який був розроблений в 1996 році



Бостонською консалтинговою компанією [16]. Він ґрунтується на зіставленні грошового потоку, який генерує операційна діяльність підприємства з реальними витратами на залучення капіталу:

$$CVA_t = FCF_t - NA_o \times WACC_t, \quad (5)$$

де  $CVA_t$  – грошова додана вартість у момент часу  $t$ ;

$FCF$  – чистий грошовий потік до виплати процентних платежів;

$NA_o$  – чисті активи за первісною вартістю;

$WACC$  – середньозважена вартість інвестованого капіталу.

Чистий грошовий потік розраховують непрямим методом на основі коригування операційного прибутку до сплати податків і відсотків, а саме:

$$FCF_t = EBI_t + Dep_t - ED_t, \quad (6)$$

де  $EBI_t$  – чистий операційний прибуток до сплати податків і відсотків;

$Dep_t$  – сума нарахованої амортизації за період  $t$ ;

$ED_t$  – сума економічної амортизації за період  $t$ .

Якщо облікова амортизація є формою розподілу здійснених інвестицій в основні засоби, що зменшує прибуток підприємства, то економічну амортизацію розглядають як щорічний потік відрахувань, інвестувавши який в альтернативні проекти за ставкою середньозважених витрат на капітал, можна відшкодувати первісну вартість основних засобів до кінця терміну їх корисного використання. Таким чином, економічна амортизація відображає обсяг грошових коштів, які необхідно вилучити з обігу для фінансування оновлення основних засобів.

Річний розмір економічної амортизації розробники пропонують розраховувати таким чином:

$$ED_i = \frac{GFA_i \cdot WACC}{(1 + WACC)^n - 1}, \quad (7)$$

де  $GFA$  – первісна вартість основних засобів;

$n$  – термін корисного використання основних засобів.

Ще одним показником, що пропонується Boston Consulting Group є  $TSR$  (Total Shareholder Return) – загальна акціонерна віддача. Цей показник дозволяє визначити за розрахунковий період приріст віддачі від вкладень акціонера в акції підприємства, тобто ефект від володіння акціями за умови реінвестування отриманих дивідендів у нові акції підприємства.

Оцінити сукупний дохід акціонерів можна за формулою [1]

$$TSR = (P_1 - P_0 + D_{iv}) \div P_0, \quad (8)$$

де  $P_1$  – ціна акції на кінець розрахункового періоду;

$P_0$  – ціна акції на початок розрахункового періоду;

$D_{iv}$  – дивіденди, виплачені за розрахунковий період.

Повна доходність акціонерів вимірюється у відсотках і показує, яка вартість створюється для акціонерів у формі дивідендів і зміни курсу акцій. Якщо динаміка  $TSR$  позитивна, це є свідченням створення додаткової вартості підприємства; якщо  $TSR$  не змінюється в часі, то вартість зберігається. За негативної динаміки  $TSR$  вартість руйнується. Перевагами показника є: простота і зрозумілість (розрахунок визначається курсом акцій і розміром дивідендів); зіставність (дозволяє порівнювати різні підприємства за обсягом створеної вартості); об'єктивність (підприємство оцінюється з ринкових позицій). Однак використання показника можливе лише за умови функціонування розвиненого фондового ринку. Крім того, він зазнає впливу ринкової волатильності (ціна акцій залежить не тільки від зусиль менеджерів), а також не дозволяє розробити стратегію розвитку підприємства, спрямовану на зростання вартості, й здійснювати її коригування, оцінити створення вартості окремими бізнес-одинацями, і відповідно їх вклад у цей процес.

Розглянувши методику розрахунку найпопулярніших показників діяльності, спробуємо висловити свої міркування щодо вибору основного результативного показника, який би дозволив оцінити ефективність менеджменту зі створення доданої вартості. Треба відзначити, що дисконтовані грошові потоки в теорії фінансового менеджменту вважаються найобґрунтованішим методом визначення вартості підприємства. Однак даний метод не дає

менеджменту прикладного інструменту управління й не дозволяє забезпечити аналітичний процес періодичною інформаційною підтримкою для прийняття управлінських рішень. Дисконтований грошовий потік враховує довготермінові перспективи розвитку підприємства, динаміку факторів виробництва і споживання, є важливим з точки зору стратегічного аналізу, дає можливість визначити його ринкову вартість на певний момент часу, але втрачає свою корисність для оцінювання ретроспективи. Його важко використати як критеріальний для поточної діяльності, тобто в оперативному управлінні. Крім того, він не придатний для контролю ефективності процесу створення вартості на регулярній основі у зв'язку з трудомісткістю. Через це в практиці фінансового управління перевага надається моделям, що ґрунтуються на показнику економічного прибутку.

Проведені дослідження в [2] розглянутих вище показників на відповідність вимогам достовірності (правдивості відображення економічних процесів створення вартості); несуперечності (відсутності логічних протиріч при розрахунку окремих елементів); можливості використання облікових даних (за винятком ставки дисконтування); прогнозованості (можливості прогнозування окремих елементів); зрозумілості менеджерами всіх рівнів; верифікованості (можливості перевірки незалежним користувачем інформації) лише підтверджується даний факт.

Враховуючи труднощі довготермінового планування в українських реаліях, вважаємо за доцільне як інструмент у рамках вартісного управління на вітчизняних підприємствах використати таку конструкцію показника, що допоможе оцінити ефективність господарювання за звітний період і разом з тим відобразитиме створену вартість (навіть тих, акції яких не котуються на фондовому ринку). Таким показником є економічна додана вартість (EVA). Він належить до показників, які є простими в розрахунку і зрозумілими не тільки для зарубіжних інвесторів, але й для нефінансових менеджерів та працівників підприємства, дозволяє оцінити результативність досягнення таких стратегічних завдань, як максимізація ринкової вартості та ефективності господарської діяльності, мінімізація витрат на залучення капіталу. Крім того, система оцінювання результативності роботи підприємства, що ґрунтується на дисконтованих грошових потоках, оперує прогнозними даними, а показник економічної доданої вартості дозволяє виміряти створену вартість за будь-який період (місяць, квартал, рік) на основі звітних даних.

Запропонувавши використання даного показника, розглянемо можливості усунення недоліків, пов'язаних з його використанням. Почнемо із необхідності проведення спеціальних коригувань фінансової звітності. Відразу відзначимо, що саме це питання є дискусійним. Розробники концепції Дж. Беннет Стюарт і Джоел Штерн описують 154 коригування, проте з них реально пропонують використовувати не більше 10 – 12 [20], інші обґрунтовують необхідність здійснення до 20 коригувань [17] або навіть 5 – 6 коригувань [12]. Деякі науковці взагалі проти проведення будь-яких коригувань [19], чим досягається максимальна простота і зрозумілість розрахунку. Безумовно, коригування ускладнюють розрахунок і використання на практиці показника EVA. Вивчення їх суті дає можливість стверджувати, що одні з них призводять до збільшення показника, чим викликають недовіру до нього власників, акціонерів, інвесторів, інші – не є суттєвими. Тому використання показника EVA передбачає врахування складності й трудомісткості необхідних коригувань, а також їх впливу на визначення вартості підприємства. Це вимагає оцінювання їх доцільності.

Тепер зупинимося на недоліку, пов'язаному з реалізацією інвестиційних проектів зі значними витратами капіталу і рівнем ризику. Безумовно, вони погіршують показник EVA як у поточному, так і майбутньому періодах. Однак такий недолік притаманний й іншим моделям оцінювання вартості підприємства.

Таким чином, з урахуванням можливостей усунення недоліків, притаманних показнику EVA, можна зробити висновок про доцільність його використання як аналітичного інструмента в управлінні підприємством, виділивши два можливих рівні такого використання: зовнішній і внутрішній. Зовнішній відображає можливості використання EVA як інструмента бенчмаркінгу з метою залучення інвесторів (у цьому випадку можна запропонувати використання відносного показника, що ґрунтується на EVA, а саме відношення EVA до інвестованого капіталу); внутрішній – орієнтований на підвищення ефективності діяльності підприємства, що дозволяє

поєднати фінансову звітність підприємства і вимоги вартісної концепції управління. Це визначає його роль у практиці фінансового управління.

Необхідно відзначити, що у більшості робіт з вартісно-орієнтованого управління розглядаються тільки методи і формули розрахунку перерахованих вище показників вартості (EVA, SVA, CFROL, CVA). Практично відсутні дослідження та аналіз даних методів як основи управлінських технологій. Лише деякі з них фрагментарно зачіпають питання управління підприємством на основі вартісних методів, чого явно не достатньо.

Розглянуті особливості та функції вартісних методів оцінювання та управління ефективністю діяльності підприємства дозволяють зробити припущення, що методи вартісного підходу (VBM – Value Based Management) можуть стати основою сучасних управлінських технологій вітчизняних підприємств, основні елементи яких зображено на рис. 1

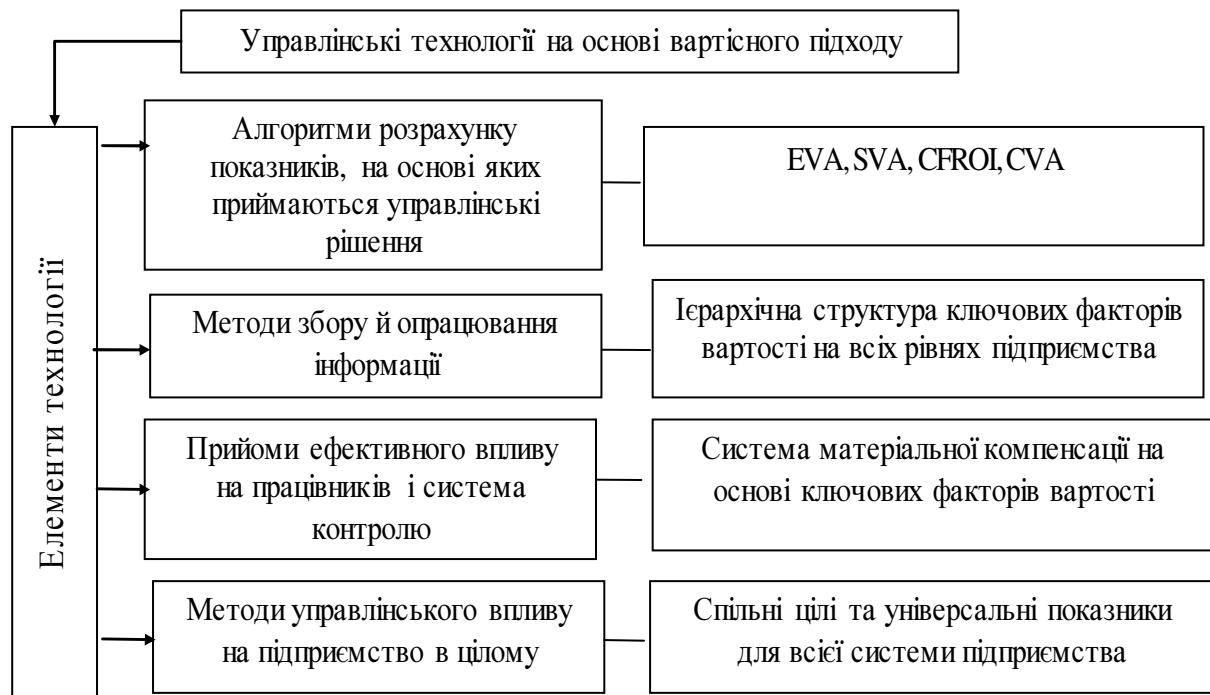


Рисунок 1. Склад елементів управлінської технології на основі вартісного підходу\*

Figure 1. The structure of management technology elements based on value approach

\*Джерело Власні розробки авторів.

\*Source: Developed by the author's.

Виділені елементи визначають напрями, за якими мають здійснюватися методичні розроблення для практичної реалізації вартісного підходу.

**Висновок.** Розглядаючи еволюцію управлінських технологій, можна виділити проблеми традиційних систем вимірювання діяльності підприємства. Фінансові показники дуже складні, щоб ними оперувати на всіх рівнях підприємства. Їх нефінансові складові фрагментарні, позбавлені загальної основоположної логіки, тобто відсутній зв'язок між окремими показниками та загальними цільовими результатами діяльності. У зв'язку з цим відзначається хаотичність традиційних систем, бо вони не забезпечують інформацією менеджерів усіх рівнів. Це дозволяє стверджувати про неефективність використання традиційних вартісних фінансових показників для оцінювання ефективності діяльності підприємства. Сучасні методи вартісного підходу покликані усунути ці та ряд інших проблем. Основні їх постулати – максимізація вартості підприємства є головною фінансовою метою стратегічного управління і, отже, діяльності підприємства як системи.

Вартісний підхід до управління передбачає не тільки розроблення методів оцінювання вартості, але набір засобів і методів управлінського впливу на підприємство як систему, що включає методи і засоби збору та опрацювання інформації; методи визначення ключових показників та організацію роботи з ними; прийоми ефективного впливу на працівників; принципи, закони та закономірності організації й управління; системи контролю, тобто управлінську технологію. Це і є основними напрямками, за якими мають здійснюватися методичні розроблення для практичної реалізації вартісного підходу на вітчизняних підприємствах.

**Conclusions.** Considering the evolution of management technologies, the following problems of conventional measurement systems of the enterprise's performance can be identified. Financial data are very difficult to operate them at all levels of the enterprise. Their non-financial components are fragmentary, deprived of common underlying logic. As the result, there is no connection between individual performance and the overall target results. In this regard, there is randomness of conventional systems because they do not provide the necessary information to managers of all levels. It makes possible to state the inefficiency of using conventional financial indicators for assessing the efficiency of the enterprise. Modern methods of value-based management approach are designed to address these and other problems. Their basic principle of maximizing the value of the enterprise is a primary financial goal of strategic management and, therefore, activity of the enterprise as a system.

The value-based management approach involves not only the development of valuation methods, but also a set of tools and methods of management that would impact the enterprise as a system, including the methods and tools for collecting and processing data; methods of identifying key indicators and the organization of work with them; techniques to impact employees; principles, laws and patterns of organization and management; control systems, that is, management technology. These are main directions which should be used with the aim of methodological developments for practical implementation of value-based management approach at the domestic enterprises.

### Використана література

1. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – 1008 с.
2. Волков, Д.Л. Модели фундаментальной стоимости собственного капитала компаний: проблема совместимости [Текст] / Д.Л. Волков // Вестник Санкт-Петербургского университета. – 2004. – Серия 8. – Вып. 3 (№ 24). – С. 3 – 36.
3. Ивашковская, И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту [Электронный ресурс] // Российский журнал менеджмента. – 2004. – Т. 2. – № 4. – С. 113 – 132. – Режим доступа: <http://www.ecsocman.edu.ru/data/929/667/1216/4113132pdf>.
4. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Мурин; пер. с англ.; 3-е изд., перераб и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.
5. Модильяни, Р. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. [Текст] / Р. Модильяни, М. Миллер. – 2-е изд. – М.: Дело, 2001. – 272 с.
6. Сохацька, О.М. Інтеграція BALANSED SCORECARD в системі управління вартістю організації [Електронний ресурс] / О.М. Сохацька, Г.Й. Островська // Комунальное хозяйство городов. Научно-технический сборник. – 2008. – № 85. – С. 120 – 131. – Режим доступа: [http://eprints.kname.edu.ua/9031/1/120-132\\_Сахацька\\_ОМ.pdf](http://eprints.kname.edu.ua/9031/1/120-132_Сахацька_ОМ.pdf).
7. Шатило, Л. Value-Based Management в українських реаліях: стоїть ли отечественным компаниям хорошо стоить? [Електронний ресурс] / Л. Шатило. – Режим доступа: [http://www.prostoblog.com.ua/biznes/razvitie/value\\_based\\_management\\_v\\_ukrainskih\\_realiyah\\_stoit\\_li\\_otchestvennym\\_kompaniyam\\_horosho\\_stoit](http://www.prostoblog.com.ua/biznes/razvitie/value_based_management_v_ukrainskih_realiyah_stoit_li_otchestvennym_kompaniyam_horosho_stoit).
8. Drucker, P.F. The Information Executives Truly Need / P. F Drucker // The Harvard Bussiness Review. – 1995. – Vol. 1. – P. 46 – 79.
9. Bacidore, J.M. The search for the best financia performance measure [Електронний ресурс] / J. M. Bacidore, J. A. Voquist, T. T. Milbourn, A. V. Thakor // Financial Analysts Journal. – 1997. – Vol. 53. – № 3. – P. 7. – Режим доступа: <http://www.cfapubs.org/toc/faj/1997/53/3>.
10. Biddle, G.C. Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values [Електронний ресурс] / G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace // Journal of Accounting and Economics. – 1997. – Vol. 24. – P. 301 – 336. – Режим доступа: [http://www.sciencedirect.com/science?\\_ob=PublicationURL&\\_tokey=%23TOC%235863%231997%23999759996](http://www.sciencedirect.com/science?_ob=PublicationURL&_tokey=%23TOC%235863%231997%23999759996).
11. Girotra, A. The Information Executives Truly Need / A. Girotra, P.F. Drucker // The Harvard Bussiness Review. – 1995. – Vol. № 1. – P. 46 – 79.
12. De Villiers, J. The Distortions in Economic Value Added / J. De Villiers // Journal of Economics and Business. – 1997. – № 3 – P. 285 – 300.

13. Edwards, E. The Theory and Measurement of Business Income / E. Edwards, P. Bell. – Berkeley, CA: University of California Press, 1961. – 323 p.
14. Fama, E. The Theory of Finance / E. Fama, M. Miller. – Illinois: Graduate School of Business the University of Chicago, Hinsdale, III: Dryden Press, 1972. – 343 p.
15. Lukas, B.A. How can a shareholder value approach improve marketing's strategic influence? [Електронний ресурс] / B.A. Luka, G.J. Whitwella, P. Doyleb // Journal of Business Research. – 2005. – Vol. 58. – P. 414 – 422. – Режим доступу: <http://www.sciencedirect.com/science>.
16. Lawrie, G. Combining EVA® with the Balanced Scorecard to improve strategic focus and alignment: 2GC Discussion Paper [Електронний ресурс] / G. Lawrie // 2GC Active Management. – 2006. – 11p. – Режим доступу: <http://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0C>.
17. Ottoson, E. Cash Value Added – a New Method for Measuring Financial Performance [Електронний ресурс] / E. Ottoson, F. Weissenrieder // Social Science Research Network, Gothenburg University Working Paper 1996:1. – Режим доступу: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=58436](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=58436).
18. Rappaport, A. Creating shareholder value The Standart for Business Performance. New York: Free Press, 1986. – 76 p.
19. Ray, R. Economic Value Added: Theory, Evidence, A Missing Link [Електронний ресурс] / R. Ray // Review of Business – 2001. – Vol. 22. – Issue 1/2. – P. 66 – 70. – Режим доступу: <http://connection.ebscohost.com/c/articles/4753645/economic-value-added-theory-evidence-missing-link>.
20. Stewart, S. The Quest for Value. The EVA Management Guide / S. Stewart, G. Bennet. – New York: Harper Business, 1999. – 489 p.
21. Stewart, S. & Co. Research EVA & Strategy [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bus.ucf.edu/documents/capstone/EVA%20and%20strategy.pdf>.
22. Stern, E. China Adopts EVA: An Essential Step in the Great Leap Forward [Електронний ресурс] / E. Stern, S. Stewart, and Co // Journal of Applied Corporate Finance. – 2011. – Vol 23. – No. 1. — P. 57 – 62. – Режим доступу: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2011.00314x/pdf>.