

Економічні науки

УДК 336.72

**Мітіч Кристина Миколаївна**

*студент*

*Київського національного університету імені Тараса Шевченка*

**Mitich Krystyna**

*Student of the*

*Taras Shevchenko National University of Kyiv*

**ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ СИСТЕМИ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО  
УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ КОРПОРАЦІЇ  
EVALUATION OF EFFICIENCY OF VALUE-BASED FINANCIAL  
MANAGEMENT**

***Анотація.** Стаття присвячена проблемам запровадження вартісно-орієнтованого підходу до управління фінансами корпорації та оцінки його ефективності. Особлива увага приділяється вибору показників, які б давали можливість проаналізувати та зробити висновок про ефективність використання вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту. У статті розглядаються основні шляхи та методи формування вартості корпорації для акціонерів, а також індикатори, які дозволяють кількісно оцінити вартість корпорації для стейкхолдерів. Систематизовано основні теоретичні положення використання VBM-індикаторів, а також можливі шляхи їх інтеграції в систему вартісно-орієнтованого менеджменту.*

***Ключові слова:** вартісно-орієнтований менеджмент, система основних VBM-показників, економічна додана вартість, концепція VBM.*

**Аннотация.** Статья посвящена проблемам внедрения стоимостно-ориентированного подхода к управлению финансами корпорации и оценки его эффективности. Особое внимание уделяется выбору показателей, которые бы давали возможность проанализировать и сделать вывод об эффективности использования стоимостно-ориентированного финансового менеджмента. В статье рассматриваются основные пути и методы формирования стоимости корпорации для акционеров, а также индикаторы, которые позволяют количественно оценить стоимость корпорации для стейкхолдеров. Систематизированы основные теоретические положения использования VBM-индикаторов, а также возможные способы и методы их интеграции в систему стоимостно-ориентированного менеджмента.

**Ключевые слова:** стоимостно-ориентированный менеджмент, система основных VBM-показателей, экономическая добавленная стоимость, концепция VBM.

**Summary.** The article is devoted to the problems of implementing a value-based approach to managing company's finances and evaluating its effectiveness. Particular attention is focused on the selection of indicators that would enable to analyze and conclude on the effectiveness of the use of value-based financial management. The article describes main ways and methods of formation of shareholder value of the company, as well as indicators that allow to quantify the value of the company for stakeholders. The basic theoretical principles of the use of VBM indicators are systematized, as well as possible ways and methods of their integration into the value-based management system.

**Key words:** value-based management, a system of basic VBM indicators, economic added value, the concept of VBM.

Розвиток теорії фінансового управління актуалізував питання впливу нефундаментальних чинників, що створюють вартість бізнесу, а також різних організаційних моделей побудови відносин між акціонерами, менеджментом та стейкхолдерами на ефективність діяльності корпорації і, відповідно, на її вартість.

З позиції сучасної теорії фінансового менеджменту, яка склалася в 60-х рр. минулого століття, цільова орієнтація стратегічного корпоративного фінансового управління полягає в якісному поліпшенні стратегічних і оперативних рішень по впливу на ключові фактори вартості корпорації для забезпечення зростання останньої. Концепція вартісного підходу до управління (Value Based Management, VBM) передбачає прийняття фінансово-економічних рішень, заснованих на пріоритетності фінансових інтересів власників і необхідності максимізації вартості корпорації з урахуванням цілей стейкхолдерів як додаткової умови. Управління на базі концепції VBM - це «... процес забезпечення зростання (підтримання досягнутого рівня) цінності фірми (її акцій), так як таке зростання дозволяє інвесторам отримати найбільш значимий за величиною, в порівнянні з іншими формами, дохід від вкладень в корпорацію - курсовий грошовий дохід від перепродажу акцій або курсовий негрошовий дохід, що виражається в збільшенні вартості належних акціонерам чистих активів, а відповідно, і суми їх власного капіталу» [1, с. 61].

Реалізація даного підходу передбачає виділення ключових факторів, що формують вартість корпорації (value-драйверів), а також усвідомлений системний вплив на них з метою зростання вартості корпорації. Фінансове корпоративне управління поряд з фундаментальними факторами є найважливішим елементом створення вартості корпорації. При цьому корпоративне управління повинно бути інтегровано в загальну стратегію і систему управління вартістю [2].

Найважливішою проблемою створення комплексних систем управління вартістю залишається розробка інструментарію оцінки вкладу корпоративного управління в вартість і ефективність альтернативних стратегій створення вартості через фундаментальні і нефундаментальні фактори.

Особлива складність вибору основного VBM-індикатора (показника) визначається багатогранністю показників, які є продуктами консалтингових компаній, кожна з яких прагне довести, що використовувана нею система показників краще, точніше і достовірніше показує створення нової цінності для акціонерів протягом звітного періоду [3].

Дослідники виділяють різні критерії для класифікації VBM-індикаторів (показників), багато з яких є аналогами або розрізняються незначно. Систематизація ключових індикаторів в рамках VBM-концепції дозволяє структурувати їх наступним чином:

- показники результатів діяльності, засновані на бухгалтерських (балансових) оцінках і показниках (модель залишкового прибутку (RIM), додана ринкова вартість (MVA), залишковий операційний прибуток (ReOI), економічний прибуток (EP), економічна додана вартість (EVA);
- показники результатів діяльності, засновані на грошових потоках (чистий економічний дохід (NEI), грошова рентабельність інвестицій (CFROI), додана грошова вартість (CVA) і додана акціонерна вартість (SVA). В основі обчислення і цільового використання показника доданої вартості акціонерного капіталу SVA (Shareholder Value Added) лежить визначення вартості корпорації з точки зору майбутніх потоків грошових коштів, а не величина прибутку за минулий період або дані балансу. Даний показник є ключовим в системі менеджмента KPI (Key Performance Indicator).

- показники результатів діяльності, засновані безпосередньо на ринкових оцінках (загальна акціонерна віддача (TSR), загальна віддача бізнесу (TBR).

На наш погляд, базовим критеріальним індикатором, призначеним для оцінки процесу створення вартості корпорації, повинен бути показник Economic Value Added (EVA), що використовується в запатентованій моделі фінансового аналізу компанії Stern, Stewart & Co [4; 5; 6]. Існують різні варіанти розрахунку даного показника:

$$EVA = SPREAD \times CAPITAL \text{ employed,}$$

$$SPREAD = NOPAT - WACC,$$

де SPREAD - спред прибутковості - різниця між прибутковістю інвестованого капіталу та середньозваженою вартістю капіталу;

NOPAT - чистий операційний прибуток після оподаткування;

WACC - середньозважені витрати на капітал;

CAPITAL employed - інвестований капітал.

Економічну додану вартість можна розглядати як специфічний показник економічного прибутку, що фіксує величину нарощення вартості в абсолютному виразі за певний період:

$$EVA = (\Delta NOPAT - \Delta \text{ Invested Capital}) \times \text{Cost of Capital,}$$

де  $\Delta$  NOPAT - зміна чистого операційного прибутку після оподаткування;

$\Delta$  Invested Capital - зміна величини інвестованого капіталу;

Cost of Capital - вартість капіталу.

$$EVA = (ROA \times WACC) \times CAPITAL \text{ employed,}$$

де ROA - рентабельність активів (Return Asset).

$$ROA = ROS \times ATR,$$

де ROS - рентабельність продажів (Return on sales);

ATR - оборотність активів (Assets turnover ratio).

Моделі фінансової оцінки управління з використанням EVA успішно застосовуються в практиці ряду корпорацій США і Європи. Доцільність використання даного показника в якості базового критеріального індикатора обумовлена тим, що при його визначенні виходять з трактування капіталу і операційного прибутку, відмінних від розкритих у бухгалтерській звітності: значення власного капіталу і зобов'язань підлягають коригуванню. Величина власного капіталу, відображеного в балансі, коригується на еквіваленти власного капіталу, що більш точно відображає конкурентну позицію компанії з точки зору наявних ресурсів. Величина позикового капіталу коригується (збільшується) на суму капіталізованих орендних і лізингових платежів з урахуванням «прихованого» капіталу, отриманого на умовах, подібних до умов кредиту. У ряді моделей цей скоригований показник залученого капіталу позначений як економічна облікова вартість компанії (economic book value). Відповідно проводиться і коригування операційного прибутку: так, якщо лізингові платежі капіталізуються і збільшують статті активів компанії, то операційний прибуток не зменшується на величину поточних витрат по використанню орендованих активів [7; 8; 9].

EVA дозволяє поєднувати відносну простоту розрахунку з можливістю оцінювати вартість (і ефективність) як компанії в цілому, так і окремих підрозділів зокрема.

Виходячи з наведених формул розрахунку, зростання числового значення показника EVA (Economic Value Added) може бути забезпечено за рахунок реалізації наступних дій:

- зростання капіталу за умови перевищення рентабельності власного капіталу (ROA) середньозваженої вартості капіталу (WACC);

- збільшення прибутку при незмінних значеннях величини капіталу і вартості його залучення;
- зниження вартості залучення капіталу за інших рівних умов.

Використання показника економічної доданої вартості може носити багатоцільовий характер. З позиції цільової орієнтації фінансового менеджменту, EVA є індикатором якості управлінських рішень: стабільно позитивна величина цього показника свідчить про збільшення вартості корпорації, відповідно негативна - про її зниження. Крім того, даний показник може служити індикатором ефективного використання активів і витрат на капітал (як власний, так і позиковий).

До основних недоліків використання EVA слід віднести: по-перше, можливість маніпулювання при коригуванні бухгалтерських даних, що може привести до труднощів при зіставленні значень EVA і вибору його прийняттого рівня; по-друге, труднощі використання показника EVA в поясненні поведінки цін акцій і прибутковості акціонерів.

Управління фінансами корпорації, націлене на максимізацію її ринкової вартості з використанням наведеної вище системи індикаторів, має здійснюватися відповідно до таких базових положень:

- фінансові цільові індикатори повинні бути інтегровані в загальну систему менеджменту корпорації (бізнес-процеси, маркетинг, менеджмент персоналу);
- цільові параметри повинні спиратися на ключові фактори вартості;
- цільові індикатори повинні бути пов'язані з багаторівневою системою ключових показників бізнес-одиниць, які функціонально сприяють досягненню значень цільових орієнтирів;
- цільові індикатори повинні забезпечити зв'язок стратегічного і поточного розвитку корпорації.



Важливим вихідним положенням застосування цільових індикаторів є їх інтеграція в загальну систему менеджменту корпорації. Наприклад, вартісно-орієнтоване управління корпорацією при обліку EVA як ключового показника-індикатора формально можна розділити на наступні області:

1. Планування і бюджетування. EVA повинен служити критерієм оцінки процесів планування, бюджетування та розподілу ресурсів і тим самим стимулювати ті стратегії і заходи, які спрямовані на максимізацію вартості власного капіталу підприємства.
2. Оплата праці. В даному випадку мова йде про те, що EVA може використовуватися в якості базового критерію оплати праці менеджерів за підвищення вартості корпорації. Мета полягає в тому, щоб менеджери діяли так, як якщо б вони були власниками. Істотна перевага EVA як критерію для виплат бонусів складається в його прямому зв'язку з ростом вартості корпорації. Стимулюючий ефект EVA, що визначає винагороду, схожий з ефектом від участі акціонерів у власному капіталі підприємства. Концепція управління передбачає, що винагорода за певний період залежить від досягнення запланованого рівня показника.
3. Зміна корпоративної культури. Використання показника EVA як інструмента управління змінює корпоративну культуру в напрямку менеджерів, зорієнтованих на вартість і децентралізацію прийняття рішень.
4. Ідентифікація провідного носія вартості. Так як при розрахунку EVA використовується показник середньозваженої вартості капіталу (WACC), необхідно визначити основний носій вартості. Він важливий для визначення зв'язку між вартістю корпорації і стратегічними (а також оперативними) рішеннями. Провідний носій вартості, що характеризується як фінансовими, так і нефінансовими показниками,



повинен бути прямо чи опосередковано пов'язаний з метою створення вартості і дозволяти здійснювати оцінку як короткострокових результатів, так і довгострокового зростання корпорації.

Отже, система цільової індикації вартісно-орієнтованого менеджменту дає можливість створити в корпорації систему управління факторами вартості, що дозволяє менеджерам управляти корпорацією з метою довгострокового нарощування її вартості і перемоги в конкурентній боротьбі.

### **Література**

1. Волков Д. Л. Моделі оцінки фундаментальної вартості власного капіталу: проблема сумісності // Вісник С.-Петербурзького ун-ту. Сер. Менеджмент (3). 2014. №3. С. 36.
2. Гусєв А. Концепція EVA і оцінка ефективності діяльності компанії // Фінансовий менеджмент. 2018 №1. URL: <http://www.dis.ru/library/fn/archive/2018/1/3122.html>
3. Янгель Д. Модель EVA: орієнтація на вартість. // Консультант. 2017. №23. URL: [http://www.cfin.ru/management/strategy/classic/eva\\_model.html](http://www.cfin.ru/management/strategy/classic/eva_model.html).
4. Івашківська І. Управління вартістю компанії як інновація // Корпоративні фінанси: перспективи та реальність. Управління вартістю компанії. Зб. ст. учасників Третьої міжнар. конф. молодих вчених / За наук. ред. Т.В. Тепловий. М.: Изд. будинок ГУ ВШЕ, 2016. URL: <http://www.ecsocman.edu.ru/db/msg/30245343.html>
5. Омальянов А.М., Корпоративна фінансова аналітика: основні етапи розвитку концепцій управління вартістю компаній // Корпоративні фінанси. 2018. № 4. С. 65-72.

6. Хан Д. ПіК. Вартісно-орієнтовані концепції / пер. з нім.; науч. ред. Л.Г. Головач, М.Л. Лукашевич. URL: <http://ecsocman.hse.ru/text/33713729041/>
7. Брейлі, Р. Принципи корпоративних фінансів / Р. Брейлі, С. Майєрс. М.: Олімп-Бізнес, 2016. 689 с.