

АНАЛІЗ ЕКОНОМІЧНОЇ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

Розглядаються методологічні засади аналізу показника економічної доданої вартості підприємства. Формулюються основні об'єкти, завдання та послідовність аналізу. Висвітлено переваги та проблемні аспекти застосування показника економічної доданої вартості.

Ключові слова: фінансова-господарська діяльність, вартісно-орієнтоване управління, економічна додана вартість, аналіз, ефективність, рентабельність, ціна та структура капіталу.

На сьогодні одним із найбільш затребуваних і перспективних напрямків аналітично-оціночної діяльності є розробка інструментів, що дозволяють не тільки визначати, але й керувати зміною вартості підприємства (компанії). Результати оцінки бізнесу, отримувані на основі аналізу, необхідні не тільки для проведення переговорів про купівлю-продаж – вони відіграють суттєву роль при виборі стратегії розвитку: у процесі стратегічного планування важливо оцінити майбутні доходи підприємства, ступінь його стійкості і цінність іміджу; для прийняття обґрунтованих рішень необхідне коригування даних фінансової звітності з урахуванням інфляції; для обґрунтування інвестиційних вкладень потрібні відомості про вартість всього підприємства або окремих видів активів [5; 7].

Відповідно до концепції вартісно-орієнтованого менеджменту (VBM) управління вартістю підприємства зводиться до забезпечення зростання вартості фірми та її акцій. Питання концепції приросту вартості акціонерного капіталу досліджуються у працях С. В. Валдайцева, А. Дамодарана, Н. А. Казакової, Т. Коллера, Т. Коупленда, Е. Е. Леденьова, Дж. Муррина, В. П. Савчука, Б. Стюарта, К. Уолша, Е. Штерна, Н. В. Яшкіної та ін.

На думку К. Уолша, «глобальна конкуренція, спад світової економіки та складність сучасного фінансового інструментарію все частіше викривають недостатність традиційних підходів. Такий стан справ спонукав до масштабного пошуку нових більш точних методів оцінювання. І пошук цей не був марним: зараз з'явилося чимало нових, цікавих розробок у цій галузі. Найбільш перспективною методикою є широко відома техніка визначення «приросту вартості підприємства» – термін жививаний під назвами «економічна додана вартість», «ринкова додана вартість», «приріст акціонерної вартості»» [2, с. 275].

Серед можливостей оцінки результативності діяльності підприємств, які протягом останніх років найчастіше згадуються в економічній літературі і професійних виданнях, одним з найпопулярніших є показник, який отримав назву економічна додана вартість (EVA). На жаль, в Україні концепція EVA мало відома [11, с. 84].

Метою статті є спроба систематизованого викладу методологічних засад аналізу економічної доданої вартості, основних положень управління фінансовою діяльністю та формулювання системи показників, основних об'єктів, завдань та послідовності аналізу.

Орієнтована на збільшення вартості фірми система управління поширилася в світовій практиці за останні 30 років. У США корпорації зацікавилися такими системами від 80-х рр., у Європі – від 90-х. Менеджери великих корпорацій дедалі частіше використовують для оцінки ефективності вартісно-орієнтовані показники. Можна навести чимало прикладів успішного застосування концепції VBM. Найбільш яскравий – компанія Coca-Cola. З 1981 року, коли вона вперше розрахувала EVA, акції зросли в ціні з 3 дол. за акцію до приблизно 60 дол. Відомими компаніями, які також успішно запровадили систему VBM, є SPX, Herman Miller, Equifax, Nasco [10].

Відповідно до VBM-підходу основним показником для оцінки результатів діяльності підприємства є його вартість. За таких обставин особливого значення набуває управління вартістю підприємства, адже показники, що її відображають, одночасно є узагальнюючими цільовими орієнтирами, інструментами реалізації та засобами оцінки досягнутого. Саме збільшенню акціонерної вартості підпорядковуються всі інші часткові завдання: оптимізація прибутку, зростання обсягів продажу, завоювання ринку тощо. На успішну реалізацію цього «надзавдання» переорієнтовуються і всі зусилля управління, як пов'язані з визначенням основних чинників, що формують вартість підприємства, так і з подальшим цілеспрямованим впливом на них з метою збільшення вартості компанії.

Автори EVA не обмежилися розробкою показника, вони створили концепцію системи управління на основі показника EVA (EVA - Value based management), яка ґрунтується на визначенні факторів його зростання та управління ними.

В основі концепції такі логічні міркування:

- капітал інвестується для отримання доходу;
- компанію створено для отримання доходу;
- персонал компанії спрямовано на приріст вартості власників за допомогою системи мотивації.

Ця система фінансового управління задає єдину основу для прийняття рішень персоналом і дозволяє моделювати, відслідковувати, втілювати і оцінювати застосовувані рішення в єдиному ключі: приріст вартості інвестицій акціонерів. У результаті її впровадження одержують систему оцінки діяльності компанії, яка найбільш влучно відображає результативність, систему управління ефективністю діяльності та стимулювання, у результаті чого

змінюється корпоративна культура організації. За допомогою виділення складових формули розрахунку показника EVA виникає можливість побудови дерева цілей компанії і розподілу відповідальності за їх досягнення.

Значною мірою управління вартістю пов'язане з управлінням обсягом (величиною) і структурою сукупного капіталу (співвідношенням джерел фінансування) та досягненням її оптимального значення (виграшної пропорції окремих елементів власного і позикового капіталу, за якої фінансові витрати зведено до мінімуму). Зростання частки позикового капіталу свідчить про підвищення фінансового ризику, зумовленого зниженням здатності відшкодувати борг [9, с. 79].

Оскільки кожне джерело фінансування діяльності підприємства має свою ціну, то узагальнюючою оцінкою вартості інвестованого в бізнес капіталу є показник середньозваженої вартості капіталу (WACC), яка розраховується за формулою середньої арифметичної зваженої:

$$WACC = \sum_{i=1}^n w_i \cdot c_i, \text{ де:} \quad (1)$$

w – частка компоненти капіталу, (коефіцієнт);
 c – ціна компоненти, (%);
 n – кількість компонент капіталу.

Ефективність використання сукупного бізнесового капіталу характеризує критерій прибутковості використовуваного капіталу (ROCE), який розраховується як відношення чистого операційного прибутку до середньорічної вартості циркулюючого у бізнесі капіталу:

$$ROCE = \frac{PAT}{TA} \times 100\%, \text{ де} \quad (2)$$

PAT – чистий прибуток;

TA – середньорічна вартість сукупного капіталу (підсумку балансу).

Оскільки головною метою підприємства є зростання капіталу власників (власного капіталу), який дорівнює сумі активів, що залишаються у власності акціонерів після погашення всіх його зобов'язань, то цій меті найбільшою мірою відповідає критерій економічної доданої вартості або приросту акціонерного капіталу EVA. Його суть полягає у зіставленні вартості капіталу, використовуваного в бізнесі, з віддачею (прибутковістю) цього капіталу. Зі всією очевидністю можна стверджувати, що різниця (ROCE – WACC) повинна бути позитивною і якомога більшою. Якщо цю різницю помножити на суму використовуваного у бізнесі капіталу, то отримаємо показник (EVA), або приріст акціонерної вартості.

$$EVA = (ROCE - WACC) \times Capital \quad (3)$$

Саме цей наведений вище показник повинен насамперед цікавити власника як індикатор зміни його власності. Зростання EVA свідчить про примноження власності; сповільнення ж темпів його зростання повинне викликати занепокоєння, а від'ємне значення свідчить про серйозні проблеми і потребує негайних кроків щодо виправлення ситуації. Інтегрований за своїм характером показник EVA найбільш показово і характеризує ефективність фінансово-господарської

діяльності і має очевидні переваги порівняно з сумою прибутку, рентабельністю, темпами зростання чистого прибутку в розрахунку на одну акцію тощо.

Запропонований провідною зарубіжною практикою новий підхід доводить необхідність дослідження всієї структури підприємства загалом, з урахуванням усіх зовнішніх факторів і внутрішніх використовуваних ресурсів, видів продукції, методів їх виробництва і продажу з позицій оцінки вартості підприємства (бізнесу).

Для забезпечення зростання вартості бізнесу його функціонування повинно базуватися на оптимальному поєднанні обсягів продажів, одержуваного прибутку і фінансових ресурсів, що значною мірою визначається макроекономічними та галузевими факторами, тобто зовнішнім середовищем діяльності підприємства. З метою управління вартістю вплив на певні фактори здійснюється відповідно до стратегії розвитку організації у сфері виробництва, фінансів, маркетингу, кадрової, інвестиційної, дивідендної політики.

Показник EVA доречно застосовувати і з прогнозою метою або для потреб стратегічного планування як різниця між прогнозованою прибутковістю та середньозваженою ціною капіталу, який буде задля неї задіяно. Важливо при цьому чітко визначити і правильно спрогнозувати не тільки суму залучення із відповідного джерела, але й ціну залучення (за акціями, облігаціями, кредитами). Обґрунтоване визначення вартості власного капіталу сприяє раціональному його розподілу, виявленню ефективності діяльності окремих структурних підрозділів щодо генерування доданої вартості, керуванню грошовими потоками та оптимізації структури капіталу.

Показник EVA позитивно зарекомендував себе і як критерій якості стратегічних інвестиційних рішень. Додатна величина цього показника свідчить про збільшення вартості підприємства чи окремого структурного підрозділу, проекту, а від'ємна – про зменшення. Досить часто аналіз на основі показника EVA розглядається як альтернатива традиційному аналізу за допомогою NPV – критерію (чиста теперішня вартість). Між цими показниками існує зв'язок, який можна описати:

$$NPV = \frac{\sum_{t=1}^n EVA}{(1+WACC)^t} \quad (4)$$

де:

t – термін реалізації проекту.

Світова практика свідчить, що компанії, які використовують принципи VBM- управління, сформульовані в межах цієї концепції, мають перевагу перед компаніями аналогічних галузей через використання більш ефективної системи організації бізнесу, удосконалення бізнес-процесів (зниження та усунення непродуктивних витрат, реорганізація), розширення і зростання частки на ринку, інвестування стратегічних ресурсів у високорентабельні проекти, інновації, диверсифікацію діяльності, аутсорсинг, підвищення ефективності управління активами та оптимізації структури капіталу з метою зниження його середньозваженої вартості [11, с. 88].

Показник EVA добре зарекомендував себе у комбінації з такими прогресивними інструментами стратегічного аналізу, як матриця Бостонської консалтингової групи (BCG), матриця ринкової

привабливості і конкурентних позицій (матриця CE/McKinsey).

Вельми доречним комплексним системним засобом такого аналізу за окремими сегментами діяльності є збалансована система показників-індикаторів діяльності (BSC) по досягненню поставленої перед компанією мети [7; 9]. Слід зауважити, що автори цієї системи Р. Каплан і Д. Нортон визначають її як засіб стратегічного управління і оцінки ефективності бізнесу, яка дозволяє перевірити місію та генеральну стратегію підприємства у систему показників. У концепції BSC поряд з показниками фінансового сектору для адекватної оцінки діяльності організації досліджуються ринкові перспективи, розвиток внутрішніх процесів підприємства, навчання та зростання. За кожним з чотирьох сегментів системи визначаються конкретизуючі показники, які охоплюють як стратегічні, так і тактичні аспекти розвитку бізнесу [9, с. 81].

Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту пропонує і низку інших показників, серед яких:

- MVA (Market Value Added — додана ринкова вартість) — різниця між ринковою вартістю фірми і вартістю інвестованого в компанію капіталу;
- SVA (Shareholder Value Added — акціонерна додана вартість) — різниця між розрахунковою і балансовою вартістю акціонерного капіталу;
- CFROI (Cash Flow Return on Investment — дохідність інвестицій на основі грошового потоку) — відношення скоригованого на інфляцію грошового потоку від операційної діяльності до скоригованого на інфляцію розміру інвестицій.

Як показує світовий досвід, застосування VBM має деякі обмеження, і не всі компанії можуть отримати з цього інструмента однаково користь. VBM, що фокусує увагу на показниках повернення на капітал і краще сприймається в капіталомістких, виробничих галузях, на відміну від компаній сфери послуг, де значно більше уваги слід звертати на розвиток людських ресурсів.

Метою кваліфікованого менеджменту є вибір та реалізація такої стратегії, яка створить для підприємства конкурентні переваги та дасть змогу отримувати прибутки, вищі, ніж середньозважені витрати на капітал. Щоправда, цей надлишок неодмінно привабить конкурентів, котрі з часом зведуть його нанівець. За відсутності конкурентної переваги надлишок прибутку поступово скорочуватиметься, внаслідок чого показник його норми знизиться до рівня середньозваженої вартості капіталу. Надалі вартість не зростатиме. Ось чому завдання менеджменту полягає у пошуку нових ділових рішень, що відновлюватимуть перевагу перед конкурентами [2, с. 300].

Зважаючи на важливість створення, нарощування та відповідності вартості компанії з фундаментальною вартістю бізнесу як для компаній, які фінансують свій розвиток за рахунок власних фінансових ресурсів, так і для тих, які залучають кошти на відкритих ринках капіталу, доцільно здійснювати поглиблений аналіз (експертизу, діагностику) бізнесу.

Об'єктами аналізу фінансової діяльності є вартість капіталу фірми (економічна та ринкова додана вартість), ціна та структура капіталу, ступінь фінансового ризику, рентабельність та оборотність капіталу, фінансові результати діяльності (доходи, витрати, прибутки), рентабельність фінансових інвестицій, дивідендна політика.

Завданнями аналізу фінансової діяльності є:

1. Об'єктивна оцінка: досягнутих масштабів діяльності, пропорційності та динамічності її розвитку; економічної ефективності використання фінансових ресурсів; стану зовнішнього стосовно фірми фінансового середовища; стану фірми у фінансовому середовищі.

2. Діагностика стану фінансової діяльності: фіксація і встановлення суттєвості відхилень показників від їх базового рівня, стратегічних і тактичних параметрів її розвитку; визначення стадії життєвого циклу і проблемних зон діяльності фірми; встановлення причинно-наслідкових зв'язків показників діяльності і побудова їх факторної моделі; розрахунок впливу факторів на зміну результативних показників; дослідження причин, що породжують і сприяють дії певних факторів.

3. Діагностика перспективи фінансової діяльності фірми: життєздатності, прогнозування розвитку фінансової діяльності фірми та зовнішнього фінансового середовища та надійності прогнозу; надійності прогнозу розвитку; зів'язності стратегії розвитку фірми і перспективи розвитку зовнішнього фінансового середовища; обґрунтованості розрахунками запланованих показників щодо масштабів, пропорційності та динамічності розвитку.

4. Пошук і мобілізація резервів підвищення ефективності фінансової діяльності: вивчення передового вітчизняного та світового досвіду; вироблення рішень, спрямованих на усунення негативних і створення умов для підсилення дії позитивних факторів; обґрунтування вибору найбільш оптимального з альтернативних варіантів стратегічних і тактичних управлінських рішень [9, с. 80].

До факторів впливу на вартість компанії, які можна кількісно виміряти, слід зарахувати:

- величина та оптимальна структура капіталу;
- ціна залучення капіталу з різних джерел;
- динаміка і структура доходу;
- витрати, фінансові результати і рентабельність;
- ефективність управління робочим капіталом;
- збалансовані грошові потоки;
- використання активів й інвестиційна ефективність;
- привабливі сегменти ринку.

Якісними факторами, що не піддаються кількісному виміру, є:

- чітка стратегія ведення бізнесу;
- ефективна система корпоративного управління;
- дивідендна політика;
- кадрове забезпечення;
- PR-політика.

Для різних типів підприємств значущість кожного із цих факторів є різною, однак розробляючи заходи щодо підвищення вартості фірми, керівництво повинно брати до уваги їх комплексний вплив.

У підсумку, згідно із загальноприйнятим дедуктивним підходом, вимальовується й логічна послідовність аналізу економічної доданої вартості підприємства. Оцінку фінансової діяльності фірми доцільно розпочинати саме з вивчення динаміки показника EVA, потім здійснити аналіз показників і факторів її формування за сферами впливу, поступово розширюючи коло дослідження аж до досягнення необхідного рівня деталізації проблеми.

Що стосується висвітлення відповідної теми у курсі «Фінансового аналізу», то найбільш доречними на нашу думку питаннями її змісту, є:

1. Сутність концепції вартісно-орієнтованого управління та її ключові категорії.

2. Значення, завдання, система показників та джерела даних аналізу економічної доданої вартості.
3. Загальна оцінка рівня, динаміки узагальнюючих показників та ступінь виконання запланованих показників доданої вартості.
4. Аналіз впливу факторів на зміну узагальнюючих показників:
 - капіталу підприємства, його ціни та структури;
 - рентабельності й оборотності сукупного та власного капіталу.
5. Розробка системи заходів щодо збільшення економічної доданої вартості підприємства.

Висвітлення матеріалу цієї теми слід пов'язати з:

- аналізом потреби фірми у додаткових фінансових ресурсах та обґрунтування вибору джерел її задоволення;
- оцінкою операційного, фінансового та операційно-фінансового ризику фірми;
- аналізом показників і факторів прибутковості, доходів та витрат;
- оцінкою ефективності управління робочим капіталом і грошовими потоками;
- аналізом дивідендної політики фірми;
- аналізом фінансово-інвестиційної ефективності.

Фахівці вважають, що до впровадження VBM краще підготовлені компанії, що зазнають фінансових труднощів, ніж ті, у яких справи і так ідуть добре, а також щойно створені підприємства, яким не потрібно руйнувати наявні норми корпоративної культури.

За даними Інституту контролінгу при КНЕУ ім. В. Гетьмана у 2011 р. лише 5% досліджуваних в Україні підприємств розраховують вартісно-орієнтовані показники. Близько 30% великих компаній взагалі не обчислюють середньозважену вартість капіталу (WACC) і не використовують ставку дисконтування як для цілей вартісно-орієнтованого управління, так і для оцінки бізнес-проектів. Крім того, на 16% підприємств оцінку інвестицій не проводять в принципі, а керівники фінансово-економічних служб 11% досліджуваних компаній взагалі не чули про такий інструмент, як ставка дисконтування [10].

Суттєвою перешкодою для застосування показника EVA є, незважаючи на теоретичну простоту його розрахунку, практичні складнощі для його об'єктивного визначення, зумовлені відмінностями у змісті показників зарубіжної та вітчизняної фінансової звітності, неоднозначністю значень, відображених у фінансовому обліку та звітності, необхідність внесення значного числа поправок і коригувань для одержання коректних значень складових факторних моделей, виражених формулами (1 – 4).

Так чинними стандартами фінансової звітності, зокрема, не передбачено показника чистого операційного прибутку за мінусом податку на прибуток до сплати відсотків за кредит для розрахунку (ROCE за формулою (2)). Для одержання необхідного значення

чистий прибуток підприємства слід збільшити на суму сплачених банку відсотків, відображених у складі статті «Фінансові витрати» та амортизацію тих нематеріальних активів, вартість яких не відображається у фінансовій звітності, а списується на витрати. Відсотки та амортизацію слід зменшити на відповідні суми податку на прибуток. Однак при наявності за результатами діяльності надзвичайних подій наведені вище розрахунки потребуватимуть ще більш суттєвих уточнень.

Суттєво ускладнюють розрахунок доречних показників тимчасові і постійні різниці, що існують між фінансовим і податковим обліком, наявність у фінансовому обліку і звітності відтермінованих податків і авансових платежів. Так на загальний обсяг відтермінованих податків слід збільшити як величину капіталу, так і суму чистого операційного прибутку до сплати відсотків.

На значення показника прибутковості (оскільки він розраховується у відсотках до середньорічної вартості активів) впливає і визначений обліковою політикою підприємства метод обліку запасів (LIFO, FIFO), порядок формування різного роду резервів. При суттєвості розходжень на відповідну суму слід скоригувати вартість капіталу та прибутку.

При розрахунку EVA слід урахувувати величину доходу, згенерованого сукупно вкладеним капіталом. Якщо у складі необоротних активів підприємства сформовано гудвіл, то під час визначення величини капіталу слід урахувати нагромаджену амортизацію гудвілу.

З наведеного вище випливає, що перехід на відповідну модель вартісно-орієнтованого управління із застосуванням такого цільового критерію потребує певних зусиль, пов'язаних з вирішенням низки питань методичного, інформаційного, організаційного та кадрового порядку, зокрема формування і накопичення необхідної інформації в системі управлінського обліку; додаткових матеріальних і трудових витрат на розробку й запровадження принципово нової системи управління та стимулювання діяльності; розробку та впровадження спеціальної адаптованої під галузеву (індивідуальну) специфіку діяльності підприємства сукупності аналітичних задач (програм) для вирішення окреслених вище завдань (ретроспективної та поточної оцінки ефективності фінансово-господарської діяльності, перспективної привабливості майбутніх проектів, обґрунтування рішень стратегічного характеру); підготовку персоналу та подолання опору колективу змінам.

Не сприяють таким інноваціям і загальноекономічна нестабільність, несформованість фондового ринку, тійовий характер ведення значної частини бізнесу, його несприйнятливості до нововведень, податковий і адміністративний тиск та ін.

Список літератури

1. Stewart B. What is EVA? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.sternstewartevaabout.com//whatis.php>
2. Walsh C. Key management ratios. Master the management metrics that drive and control your business [Текст] / C. Walsh – Prentice Hall. Financial Times. Pearson Education, 2003. – 367 p.
3. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учеб. пос. для ВУЗов [Текст] / С. В. Валдайцев – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: Пер. с англ. [Текст] / А. Дамодаран – М.: Альбина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
5. Казакова Н. А. Экономический анализ в оценке бизнеса и управлении инвестиционной привлекательностью компании: учеб. пособие [Текст] / Н. А. Казакова. – М.: Финансы и статистика; ИНФРА-М. – 2009 с.
6. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес»,

2004 – 576 с.

7. Леденёв Е. Е. BSC и EVA- конкуренты или союзники? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/management/controlling/bsc_eva.shtml
8. Савчук В. П. Кто поможет собственнику разобраться в его бизнесе?
9. Спільник І. В. Аналіз фінансової діяльності фірми. [Текст] / І. В. Спільник // Наукові записки: збірник наукових праць кафедри економічного аналізу ТНЕУ. – Випуск 16. – 2006. – С. 78-82.
10. Шатило Л. Value-Based Management в українських реаліях: чи варто вітчизняним компаніям добре вартувати? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ua.prostobiz.ua/layout/set/print/biznes/rozvitok_biznesu/statti/value_based_management_v_ukrayinskih_realiyah_chi_varto_vitch_iznyanim_kompaniyam_dobre_vartuvati.
11. Яшкіна Н. В. Оцінка бізнесу [Текст] : навч. посібник / Н. В. Яшкіна – К.: Алерта, 2010. – 440 с.

РЕЗЮМЕ

Спільник Ирина

Анализ экономической добавленной стоимости предприятия

Рассматриваются методологические основы анализа показателя экономической добавленной стоимости предприятия. Формулируются основные объекты, задачи и последовательность анализа. Рассматриваются преимущества и проблемные аспекты применения показателя экономической добавленной стоимости.

RESUME

Spilnyk Iryna

Analysis of the enterprise' economic added value

The methodological framework of enterprise economic value added indicator analysis is shown. The basic objects, tasks and sequence of analysis are formulated. The advantages and problematic aspects of target economic value added are examined.

Стаття надійшла до редакції 25.02.2013 р.