

Bezpartochnyi M. G.

Poltava University of Economics and Trade

MODERN ASPECTS OF FUNCTIONING OF TRADE ENTERPRISES

Summary

The current state of economic activities of trade enterprises is investigated. Distinctive features of their functioning in the conditions of a competition compared with other business entity are defined. Ways of improving the development of effective partnerships with stakeholder infrastructure of the consumer market in a competitive environment are suggested.

Key words: trade enterprise, business entity, competition, infrastructure, consumer market.

УДК 65.29

Бесараб Д. А.

Харківський національний університет радіоелектроніки

Зубенко А. В.

Харківський національний університет міського господарства імені О. М. Бекетова

ПРОЦЕС УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ: ОСНОВНІ ЕТАПИ ЕВОЛЮЦІЇ КОНЦЕПЦІЇ

У роботі проаналізовано сутність понять «вартість», «вартісно-орієнтоване управління». Систематизовано етапи та змістовні елементи еволюції концепції вартісно-орієнтованого корпоративного управління. Визначено етапи побудови системи вартісно-орієнтованого управління на підприємстві.

Ключові слова: вартість, вартісно-орієнтоване управління, економічна додана вартість, корпоративне управління, збалансована система показників.

Постановка проблеми. Побудова системи вартісно-орієнтованого управління підприємствами в сучасних умовах економічного розвитку потребує осмислення основних термінів, концепцій та підходів, існуючих у світовій практиці.

Аналіз останніх досліджень і публікацій з вартісно-орієнтованого управління підприємствами Ф. Модільяні, М. Міллером, А. Раппапортом, Дж. Стерном, Дж. Стюартом, С. Мордашовим, К. Уолшем, Т. Момот вказують на відсутність системного підходу до еволюції концепції, що вимагає вирішення даної проблеми.

Метою даної роботи є аналіз сутності поняття «вартість», «вартісно-орієнтоване управління», систематизація етапів та змістовних елементів еволюції концепції вартісно-орієнтованого корпоративного управління, визначення етапів побудови системи.

Перш за все доцільно проаналізувати поняття «вартості», що використовується у світовій та вітчизняній практиці та законодавчих актах України.

Відповідно до постанови КМУ № 813 від 20.07.1996 р., вартість майна – це вірогідна ціна, за якою може бути продане майно за ринкових умов, що склалися на дату оцінки.

Вартість бізнесу – вартість діючого підприємства або вартість 100 відсотків інтересу в бізнесі (діловому підприємстві). Ринкова вартість – найбільш вірогідна ціна, за яку об'єкт може бути проданий на відкритому конкурентному ринку (постанова КМУ № 1406).

Згідно з п. 3 Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 10.09.03 № 1440:

вартість – еквівалент цінності об'єкта оцінки, виражений у ймовірній сумі грошей;

ринкова вартість – вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна

на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу.

Згідно з Міжнародним стандартом оцінки № 1, ринкова вартість є розрахункова величина – грошова сума, за яку майно повинно переходити із рук до рук на дату оцінки між добровільним покупцем та добровільним продавцем в результаті комерційної угоди після адекватного маркетингу; при цьому передбачається, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу.

Відповідно до постанови КМУ «Про затвердження Методики оцінки вартості майна під час приватизації» від 10.12.2003 р. № 1891, вартість діючого підприємства (цілісного майнового комплексу) – вартість підприємства, що формується завдяки функціонуванню його як діючого та єдиного цілого і є сумою капіталізованих доходів від його діяльності, збільшеної на вартість надлишкових активів підприємства, визначену виходячи з найкращого альтернативного варіанта використання цих активів, у тому числі їх ліквідації.

Вартість є результируючим показником, що інтегрує найкращу та найбільш повну інформацію [1, с. 35].

А. Раппорт визначає вартість фірми як суму вартості боргу та вартості власного капіталу фірми і називає її корпоративною вартістю (shareholder value) [1, с. 58]. Подібне визначення вартості фірми дає А. Дамодаран і Д. Волков. Інші автори, зокрема О. Мендрул, К. Уолш, визначають вартість фірми як ринкову вартість власного капіталу.

Термін «Вартісно-орієнтоване управління» вперше був запропонований Д. Мактагардом у книзі «Імператив вартості» у 1994 р. Автор вказує, що вартістю підприємства управляють грошові потоки [2, с. 158].

Засновниками концепції вартісно-орієнтованого управління вважаються А. Раппорт (книга

«Створення вартості для акціонерів») [1, с. 56] та Б. Стюарт (книга «В пошуках вартості»). Вони визначають вартісно-орієнтоване управління як цілісну систему управління, яка містить такі елементи: «оцінювання» включає вибір методів оцінки вартості для акціонерів та відстеження процесу створення нової вартості; «стратегія» встановлює шляхи, за допомогою яких буде досягнена основна ціль – зростання вартості для акціонерів підприємства; «фінанси» виділяють основні фактори, які впливають на діяльність підприємства в цілому та його окремих підрозділів; «корпоративне управління» націлене на збалансування інтересів акціонерів та менеджерів, розробку системи мотивації менеджерів та співробітників.

Вартісно-орієнтоване управління визначається як процес, що охоплює прийняття управлінських рішень, створення корпоративної культури і цінностей компанії, які в сукупності дозволяють урахувати інтереси більшості зацікавлених осіб і в кінцевому підсумку призводять до зростання вартості власного капіталу. В цілому воно виражає підхід до управління компанією, що націлений на максимізацію її вартості в довгостроковій перспективі [3, с. 164].

Т. Коупленд розглядає вартісно-орієнтоване управління як підхід до управління, спрямований на максимізацію вартості за допомогою фокусування прийняття управлінських рішень на ключових драйверах вартості [4].

К. Ітнер та Д. Ларкер вважають, що вартісно-орієнтоване управління фокусується на визначенні та виконанні управлінських стратегій, що мають найвищий потенціал для створення акціонерної вартості; вирівнюванні управлінських процесів, що підтримують створення вартості; виявленні фінансових та не фінансових драйверів вартості та розробки систем вимірювання результативності та мотивації, що віддзеркалюють створення вартості [5, с. 350].

Д. Волков перекладає поняття «value based management» як ціннісно-орієнтований менеджмент та зазначає, що в основі концепції знаходиться визнання того, що основною метою комерційної організації є зростання її вартості для власників (акціонерів) та в загальному розумінні розглядається як система управління організацією, спрямована на максимізацію найбільш імовірної цінності, що повинна бути створена бізнесом, при якій оцінка результатів діяльності організації та використання системи винагородження засновуються на показниках доданої вартості [6, с. 24].

Г. Арнольд визначає наступні елементи вартісно-орієнтованого управління: збільшення добробуту акціонерів у довгостроковому періоді; нова вартість для акціонерів створюється лише тоді, коли величина прибутку перевищує витрати на капітал; система матеріального заохочення повинна базуватися на внутрішніх показниках, які використовуються для оцінки поточної діяльності підприємства та надання менеджерам інформації про досягнення головної стратегічної цілі – зростання вартості бізнесу; зовнішні показники необхідно використовувати для оцінки потенціалу підприємства створювати вартість у довгостроковій перспективі.

Вартість (її приріст) – це економічний критерій, що віддзеркалює інтегральний ефект впливу рішень, що приймаються, на всі параметри, за якими оцінюється діяльність підприємства (доля ринку та міцність конкурентної позиції, доходи, інвестиційні потреби, операційна ефективність,

податкове навантаження, регулювання, потоки грошових коштів та рівень ризику), що дозволяє ранжувати варіанти в ситуації множинного вибору. Тільки за наявності такого критерію забезпечується узгодженість, спрямованість (а відповідно і збалансованість) щоденних зусиль на всіх рівнях управління.

Аналіз літератури дозволяє виділити наступні показники для вимірювання вартості:

економічна додана вартість (EVA), що розраховується за формулою

$$EVA = NOPAT - (WACC \cdot IC),$$

де NOPAT (Net Operating Profit After Tax) – чистий операційний прибуток за вирахуванням податків, але до сплати відсотків;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – середньозважена ціна капіталу;

IC (Invested Capital) – сума інвестованого в компанію капіталу.

додана ринкова вартість (MVA – Market Value Added) – різниця між ринковою вартістю фірми та вартістю інвестованого в компанію капіталу;

акціонерна додана вартість (SVA – Shareholder Value Added) – різниця між розрахунковою та балансовою вартістю акціонерного капіталу;

дохідність інвестицій на основі грошового потоку (CFROI – Cash Flow Return on Investment) – відношення скоригованого на інфляцію грошового потоку від операційної діяльності до скоригованого на інфляцію розміру інвестицій.

Після дослідження термінів, якими користується теорія вартісно-орієнтованого управління, проведено аналіз концепцій управління вартістю компаній.

Початок розвитку теорії був покладений в 1958 р. теоремою Модільяні-Міллера. В моделі пропонується: відсутність податків на прибуток фірми та прибуткового оподаткування власників акцій та облігацій; стабільний розвиток та відсутність зростання прибутку; ціна фірми на нескінченному часовому проміжку визначається капіталізацією операційного прибутку; досконалість ринку капіталу, що виражається у відсутності витрат під час купівлі-продажу цінних паперів та різниць у ставках процентів (для інвесторів існують єдині умови займу та інвестування); позиковий капітал менш ризикований, ніж акціонерний; власний капітал дорівнює акціонерному. Таким чином, ціна фірми та ціна капіталу фірми не залежать від структури капіталу; вартість компанії визначається її реальними активами, а не цінними паперами, які вона випускає; очікувана норма доходності за звичайними акціями збільшується пропорційно відношенню між сумарними зобов'язаннями фірми та її акціонерним капіталом.

У 1963 р. модель вдосконалюється врахуванням податків: із врахуванням оподаткування доведено, що ціна акцій безпосередньо пов'язана з використанням підприємством позикового фінансування – вона тим вище, чим вище доля позикового капіталу.

Практичним етапом розвитку теорії вважається появлення концепції А. Раппорта. Головною ідеєю є оцінка ефективності інвестиційної та фінансової стратегії корпорацій на підставі її здатності створювати акціонерну вартість, яка виражається як різниця між поточною вартістю майбутніх грошових потоків та ринковою вартістю боргу компанії. Вперше запропоновано підхід до оцінки грошового потоку на базі ключових факторів вартості: операційній маржі або рентабельності діяльності компанії, темпів зростання, вартості використову-

ваного капіталу, а також схильності інвестувати в основний та оборотний капітал. Вводиться поняття доданої акціонерної вартості SVA.

У 1986 р. Стерн Дж., Стюарт Дж. запропонували використання показника економічної доданої вартості як інструмента управління на 3 етапах: створення рамочного проекту виміру ефективності роботи підприємства за показником EVA; інтеграція показника EVA в процеси планування, бюджетування, стимулювання на підприємстві; використання комунікаційних каналів за програмою управління показником EVA між менеджерами, персоналом, акціонерами. Основною стратегічною задачею менеджменту є збільшення вартості бізнесу, а тому задача ефективного управління EVA зводиться до забезпечення невід'ємного значення даного показника.

Модель Дамодарана А. безпосередньо заснована на методі дисконтованих грошових потоків та виявленні вартісних факторів різного рівня інтеграції. В моделі виділяється чотири фактори, що впливають на вартість компанії: грошові потоки, які генеруються активами, що є в наявності (збільшення досягається за рахунок збільшення післяподаткових доходів від активів або зменшення потреб в інвестуванні в основний та додатковий капітал); очікуваний темп зростання грошових потоків (збільшення відбувається за рахунок збільшення реінвестованого прибутку або підвищення віддачі інвестованого капіталу (якості інвестицій); тривалість періоду високого темпу зростання (збільшення – призводить до зростання вартості компанії); вартість капіталу (прийняття заходів по зниженню вартості капіталу за рахунок зменшення операційного ризику інвестованого капіталу, зміни пропорцій боргового фінансування капіталу або зміни фінансових умов залучення кредитів дозволяє збільшити вартість компанії). Специфіка управління вартістю інтегрованих корпоративних структур полягає в наступному: на першому етапі розраховується вартість окремо для дочірніх та материнської компанії, на другому – виконується консолідований розрахунок, це дозволяє специфікувати здатність та внесок кожної окремої структури у створення вартості холдингової групи із врахуванням синергетичного ефекту; реструктуризація – необхідний атрибут управління вартістю, особливо у вертикально-інтегрованих холдингових структурах; ключове значення має взаємозв'язок фінансової та інвестиційної діяльності для мета корпорації в цілому.

Модель управління Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муріна заснована на аналізі структурної побудови компаній та вартістю включає 5 етапів: ретроспективний аналіз діяльності підприємства в минулому; перспективна оцінка майбутнього господарського розвитку; оцінка витрат на залучення капіталу; оцінка термінальної вартості; визначення вартості та її інтерпретація. Концепція дозволяє враховувати нематеріальні активи, не відображені в балансі, що на сучасному етапі набуває особливого значення в діяльності компанії.

У 1995 р. опублікована стаття Левіса, в якій запропонована концепція доданої грошової вартості CVA: від підвищення вартості компанії повинні вигравати не тільки акціонери, але й інші стейкхолдери. Додана грошова вартість більшою мірою спирається на грошові потоки, що генерується операційною діяльністю компанії, аніж на рентабельність минулих інвестицій (порівняно з показником EVA). Ще одним показником, який пропонує Левіс, є показник рентабельності ін-

вестицій, розрахований за грошовими потоками (CFROI).

Концептуальна модель Уолша К. поєднує традиційний підхід до фінансового аналізу діяльності компанії, що базується на фінансових коефіцієнтах, та новий напрямок аналізу компаній, заснований на оцінці її вартості. Модель розглядає збалансований «правильний» рух обмеженої кількості головних фінансових коефіцієнтів, які служать для вираження цілей бізнесу та його стандартів та визначають вартість компанії. Керуючи базовими коефіцієнтами з урахуванням їх взаємозв'язку та необхідності збалансування, можливо досягти збільшення капіталізації компанії. К. Уолш обґрунтовує загальні правила ведення бізнесу в умовах зростання для підвищення вартості компанії. При цьому базою оцінки є грошовий потік, але його збільшення досягається за рахунок досягнення балансу між прибутком, зростанням та активами. Модель збалансованого зростання має вигляд:

$$E = R/G * T,$$

де E – показник збалансованого зростання;

R – коефіцієнт нерозподіленого прибутку у виручці;

G – темп зростання виручки;

T – коефіцієнт оборотних активів до виручки

Показник збалансованого зростання відповідає вимогам концепції вартісного менеджменту: містить фактори, що утворюють вартість, одночасно виступають цільовими індикаторами, та передбачає розрахунок інтегрованого показника, що фіксує темпи зростання грошового потоку, а відповідно і зростання вартості компанії.

Р. Каплан, Д. Нортон запропонували використання збалансованої системи показників (Balanced Scorecard – BSC), яка дозволяє сформувати скрозну систему показників діяльності компанії, що контролюються, яка орієнтована на зростання вартості, від рівня компанії в цілому до підрозділів та окремих працівників. Побудова системи передбачає певні етапи: формулювання стратегії; передача стратегії всередину всієї компанії; узгодження стратегії компанії з цілями персоналу; ув'язка цілей стратегії з річним бюджетом; ідентифікація та узгодження стратегічних ініціатив; моніторинг та коригування стратегії. У відповідності до моделі стратегія компанії складається з чотирьох блоків, на підставі яких розраховується загальний показник ефективності: фінансова складова, клієнтська складова, складова внутрішніх бізнес-процесів, складова навчання та розвитку персоналу.

С. Мордашов пропонує підхід до управління вартістю компанії, заснований на аналізі чутливості до змін таких компонентів функціонуючого бізнесу, як виручка від реалізації, собівартість реалізованої продукції, скоригована на сплату податків, ставка податку на прибуток, додаткові інвестиції понад амортизаційні відрахування, темп зростання грошового потоку, вартість залученого капіталу.

С. Валдайцев проводить аналіз впливу на ринкову вартість фірми проектів, пов'язаних з утворенням та освоєнням продуктивних та процесних інновацій. Саме вони здатні принести компанії додаткові прибутки та грошові потоки в результаті виведення на ринок нових продуктів, підвищення якості продукції, що випускалася раніше при зниженні собівартості та операційних витрат підприємства.

І. Єгерьев пропонує аналіз чутливості компонентів виробничого та фінансового циклів підпри-

емства: тривалості виробничого циклу, періоду оборотності матеріалів, незавершеного виробництва, готової продукції, тривалості фінансового циклу, періоду оборотності авансів виданих поставальнику, авансів отриманих, дебіторської та кредиторської заборгованості, ставки дисконту.

Ю. Козир описує методи підвищення ефективності управління вартістю: виявити механізм впливу інвестиційної та фінансової діяльності на максимізацію вартості компанії; виявити характеристики стабільності та нестабільності ринку нерухомості; запропонувати механізм оптимізації залишкової вартості основних фондів, що мінімізує податки на прибуток; визначити механізм прийняття ефективних інвестиційних рішень на підставі критерію вибору між інвестуванням в активи та направленням коштів на інші цілі; розробити модель оптимізації цін на продукцію.

Найбільш узагальнено побудова системи вартісно-орієнтованого управління на підприємстві виглядає наступним чином:

- розрахунок поточної вартості компанії або приросту вартості компанії в майбутньому та побудова «дерева» факторів утворення вартості;

- формування портфелю продуктів (бізнес-одиниць) на основі розрахунку їх вкладу в зростання вартості компанії, розробка заходів щодо реалізації стратегії, спрямованої на зростання вартості;

- вартісно-орієнтоване планування та управління, взаємозв'язок системи управління та системи мотивації персоналу.

Таким чином, проведений аналіз концепцій свідчить про безперервність їх розвитку. Описані моделі не замінюють, не суперечать між собою, але доповнюють одна одну.

Висновки. У роботі систематизовано етапи та змістовні елементи еволюції концепції вартісно-орієнтованого корпоративного управління з метою виявлення нових проблем та, відповідно, нових задач щодо їх вирішення по мірі ускладнення процесів функціонування фінансового ринку та ринку корпоративного контролю.

Список літератури:

1. Rapport A Corporate performance standards and shareholder value // Journal of Business Strategy, № 7, P. 34-59, 210.
2. McTaggart J., Kontes P., Mankins M. The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns. – NY. : The Free Press, 1994. – P. 367.
3. Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance, New York / A. Rappaport. – N. Y. :1998. – 205 p.
4. Thomas E. Copeland Why value value? [Електронний ресурс] / Copeland Thomas E. – Режим доступу : http://www.mckinseyquarterly.com/Why_value_value_68.
5. Ittner C.D. Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective / C.D. Ittner, D.F. Larcker // Journal of accounting and economics. – 2001. – December, Vol. 32. – P. 349-410.
6. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента система, модели и показатели измерения ценности [Текст] : автореф. дис. ... д-ра экон. наук / Д.Л. Волков. – СПб., 2007. – 46 с.

Бесараб Д. А.

Харьковский национальный университет радиоэлектроники

Зубенко А. В.

Харьковский национальный университет городского хозяйства имени А. М. Бекетова

ПРОЦЕСС УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ: ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ЭВОЛЮЦИИ КОНЦЕПЦИИ

Резюме

В работе проанализирована сущность понятий «стоимость», «стоимостно-ориентированное управление». Систематизированы этапы и содержательные элементы эволюции концепции стоимостно-ориентированного корпоративного управления. Определены этапы построения системы стоимостно-ориентированного управления на предприятии.

Ключевые слова: стоимость, стоимостно-ориентированное управление, экономическая добавленная стоимость, корпоративное управление, сбалансированная система показателей.

Besarab D. A.

Kharkiv National University of Radio Electronics

Zubenko A. V.

Kharkiv National University of Municipal Economy named after A. M. Beketov

THE VALUE MANAGEMENT PROCESS OF THE COMPANY: THE MAIN STAGES OF THE CONCEPT EVOLUTION

Summary

The essence of concept «value», «value-based management» is analyzed in the paper. Stages and content elements of the evolution of the value-oriented corporate management concept are systematized. The stages of the creation of the value-oriented management system are defined.

Key words: value, value-based management, economic value added, corporate governance, balanced scorecard system.