В. М. Федосов, П. І. Юхименко; авт. передмова П. М. Леоненко; за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. В. М. Федосова. — Київ: Кондор; Тернопіль: Економічна думка, 2010. — У 3 т. — Т.3. — Ч. 2. — 471 с. — С. 413—467.

5. *Патлаєвський І. І.* Курс фінансового права. — / Фінансова думка України. Хрестоматія / автори-упорядники С. І. Юрій, С. В. Льовочкін, В. М. Федосов, П. І. Юхименко; авт. передмова П. М. Леоненко; за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. В. М. Федосова. — Київ: Кондор; Тернопіль: Економічна думка, 2010. — У 3 т. — 3. — Ч.1. — 471 с. — С. 271—305.

6. *Исаев А. А.* Государственный кредит. — М.: Статут, 2004. — С. 385—480.

7. *Алексеенко А. А.* Государственный кредит. — М., 1872. — 457 с.

8. *Тарасов И. Т.* Очерк науки финансового права / Финансы и налоги: очерки теории и политики. — М.: «Статут», 2004. — 618 с.

9. *Твердохлєбов В. М.* Державний кредит. Теорія і техніка / Фінансова думка України. Хрестоматія / автори-упорядники С. І. Юрій, С. В. Льовочкін, В. М. Федосов, П. І. Юхименко; авт. передмова П. М. Леоненко; за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. В. М. Федосова. — Київ: Кондор; Тернопіль: Економічна думка, 2010. — У 3 т. — Т.3. — Ч. 2. — 734 с. — С. 301—325.

10. *Бунге М. Х.* Теорія кредиту / Фінансова думка України. Хрестоматія / автори-упорядники С. І. Юрій, С. В. Льовочкін, В. М. Федосов, П. І. Юхименко; авт. передмова П. М. Леоненко; за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. В. М. Федосова. — Київ: Кондор; Тернопіль: Економічна думка, 2010. — У 3 т. — Т3. — Ч.1. — 471 с. — С. 67—95.

Стаття надійшла до редакції 15 травня 2013 р.

УДК 336.018

І. П. Васильчук, к.е.н., доц.,
докторант кафедри менеджменту банківської діяльності
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ПРОБЛЕМИ ВПРОВАДЖЕННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ КОРПОРАЦІЄЮ: ОГЛЯД ЕМПІРИЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

АНОТАЦІЯ. Стаття присвячена огляду емпіричних досліджень з найбільш проблемних аспектів впровадження вартісно–орієнтованого управління корпораціями за науковими публікаціями провідних закордонних вчених.

© І. П. Васильчук, 2013

КЛЮЧОВІ СЛОВА: корпорації, вартісно-орієнтоване управління, емпіричні дослідження

АННОТАЦИЯ. Статья посвящена обзору эмпирических исследований по наиболее проблемным аспектам внедрения стоимостно-ориентированного управления корпорациями по материалам научных публикаций ведущих зарубежных ученых.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: корпорации, стоимостно-ориентированное управление, эмпирические исследования

ABSTRACT. The article provides an overview of empirical research on the most problematic aspects of the implementation of value-based management in the praxis of corporations that is based on the scientific publications of leading international scholars.

KEY WORDS: corporations, value –based management, empirical research

Трансформація економічної системи і перехід до нового постіндустріального суспільства, нестабільність, невизначеність зовнішнього середовища та посилення загроз внаслідок циклічного розвитку економіки, виснаження ресурсів, техногенні катастрофи і зростання соціальної напруги ставлять на чергу денну питання адаптації до нових умов цільових орієнтирів, ролі, місії та стратегії розвитку сучасних корпорацій. В умовах високої волатильності фінансових та товарних ринків запорукою довгострокового успіху корпорації є перетворення її в організацію, орієнтовану на стратегію. Саме здатність формувати стратегічні конкурентні переваги, ідентифікувати та використовувати чинники успіху, забезпечувати стійку результативність діяльності корпорації і дозволяють їй стати лідером в жорстокій конкурентній боротьбі. Найбільше відповідає цим завданням нова управлінська парадигма — вартісно-орієнтований менеджмент (англ. Value Based Management, VBM).

Розробці теоретико-методологічних та методичних засад вартісно-орієнтованого управління корпораціями присвятили численні праці провідні закордонні вчені та практики Г. Ешуот, Т. Коллер, Т. Коупленд, Р. Каплан, Дж. Мартін, Дж. Мурін, Д. Нортон, В. Петті, А. Раппапорт, Б. Стюарт. Серед російських та вітчизняних науковців, які займалися питаннями дослідження особливостей впровадження вартісно-орієнтованого управління в діяльність корпорацій, слід виділити А. Бухвалова, Д. Волкова, А. Ємельянова, Р. Ібрагімова, І. Івашковську, О.Мендрула, Т. Момот, О. Терещенка, Є. Шакіну та інших. В більшості публікацій викладено сутність, засади, переваги та недоліки новітньої концепції управління, особливості її ада-

птації до умов діяльності корпорацій. Проте недостатнє поширення вартісно-орієнтованого управління в практиці вітчизняних корпорацій внаслідок необізнаності та недовіри до його ефективності з боку менеджерів та власників зумовлює необхідність дослідження проблемних аспектів впровадження VBM на прикладі емпіричних досліджень закордонних вчених.

Мета статті — провести огляд емпіричних досліджень з проблемних питань вартісно-орієнтованого управління з метою врахування отриманих результатів при його імплементації в практику вітчизняних корпорацій.

Серед проблемних аспектів успішного впровадження вартісно-орієнтованого управління в діяльність корпорацій та його дієвості як сучасної управлінської технології традиційно відносять наступні: вплив вартісно-орієнтованого управління на фінансову результативність корпорацій (англ. Corporate Financial Performance, CFP); взаємозв'язок між максимізацією вартості для акціонерів та інтересами інших зацікавлених осіб (стекйхолдерів, англ. Stakeholders); порівняльна оцінка різних систем вартісно-орієнтованих показників, їх дієвості та поширеності на практиці; доцільність одночасного використання в управлінні традиційних показників фінансової результативності та вартісно-орієнтованих показників тощо. Для отримання відповіді на поставлені проблемні питання проводилися численні емпіричні дослідження, результати яких сприяли подальшому розвитку концепції вартісно-орієнтованого управління.

Ключовим питанням більшості емпіричних досліджень є з'ясування наявності взаємозв'язку між вартісно-орієнтованим управлінням та фінансовою результативністю корпорацій. В роботі Р. Льойга та Ю. Шефера «Огляд емпіричних досліджень з вартісно-орієнтованого менеджменту: Керівництво для поліпшення тестування гіпотез» (Lueg, R., Schäffer, U., 2010) [1], присвяченій огляду проведених емпіричних досліджень з різних аспектів впровадження вартісно-орієнтованого управління зазначено, що у 63 % всіх розглянутих публікацій, автори виявили наявність позитивного причинно-наслідкового зв'язку між вартісно-орієнтованим управлінням та фінансовою результативністю корпорацій. Інші з розглянутих емпіричних досліджень не підтвердили існування позитивного зв'язок між ними. Проте самі Р. Льойг та Ю. Шефер застерігають щодо достовірності отриманих позитивних результатів у випадку більшості досліджень, що пов'язано з різною якістю методик, які дослідники застосовували при перевірці сформульованих гіпотез

[1]. Схоже за проблематикою дослідження проведене П. Йоргом, К. Лодерером, Л. Росом, результати якого викладені в публікації «Максимізація вартості для акціонерів: що менеджери говорять і що вони роблять» (Joerg, P., Loderer, C., Roth, L.,2004) [2]. Автори провели опитування 313 швейцарських корпорацій з приводу дотримання ними меті діяльності, яка передбачає максимізацію вартості для акціонерів. На основі отриманих даних був проведений регресійний аналіз залежності між корпоративними фінансовими результатами та цілями підприємства. Результати дослідження показали, що корпорації, які успішно імплементували в свою діяльність нові управлінські підходи, змогли досягти заявленої цілі, що проявилося у підвищенні ринкового курсу їх акцій [2]. Протилежні результати були отримані К. Шефером (Schaffer C., 2005), який не знайшов позитивного зв'язку між вартісно-орієнтованим управлінням та фінансовою результативністю. При цьому відсутність зв'язку спостерігалася не залежно від того, які вимірники результативності використовувалися — засновані на традиційних показниках з бухгалтерської звітності (наприклад, рентабельність активів) чи на ринкових оцінках (зміна курсу акцій, альфа Дженсона, показник Тобіна) [3]. Проте отримані чисельні емпіричні результати у яких взаємозв'язок був відсутній не дискредитували концепцію вартісно-орієнтованого управління, коло прихильників якої розширюється по всьому світу.

В інших публікаціях з вартісно-орієнтованого управління досліджують, як спрямування стратегічної цілі корпорації на максимізацію вартості для акціонерів впливає на відносини корпорації з іншими групами стейкхолдерів та задоволення їх інтересів. Не зважаючи на протилежні думки, які існують в сучасній теоретичній та аналітичній літературі, Дж. Бугін та Т. Коупленд (Bughin, J., Copeland, T., 1997) [4], отримала підтвердження гіпотези, що у довгостроковій перспективі від максимізації акціонерної вартості виграють не тільки самі акціонери, а й інші стейкхолдери. На прикладі аналізу 2700 компаній Німеччини, Японії та США дослідники виявили, що компанії, які орієнтовані на максимізацію акціонерної вартості, мають вищу продуктивність та рівень росту зайнятості, що в кінцевому підсумку приносить користь внутрішнім стейкхолдерам [4]. Водночас Ф. Ален та інші дослідники (Allen F. et al., 2010) доводять, що корпорації, які орієнтовані на інтереси більшості стейкхолдерів, мають вищу ринкову вартість, ніж ті, що орієнтовані виключно на інтереси акціонерів [5]. Крім того, іншими науковцями більш детально

досліджувалося питання щодо впливу на корпоративну фінансову результативність позиціонування корпорацій як соціально-відповідальних, орієнтованих на інтереси широкого кола внутрішніх та зовнішніх стейкхолдерів. К. Лодерер та інші (Loderer C.et al., 2010) обстежили послання до акціонерів з корпоративного звіту для 1686 публічних компаній з 23 різних країн світу і прийшли до висновку, що лише 35 % великих міжнародних корпорацій проголошують як основну мету діяльності задоволення інтересів тільки акціонерів, 43 % корпорацій визначають як основну мету діяльності корпоративну соціальну відповідальність, а решта надає перевагу іншим цілям [6]. Емпіричне дослідження взаємозв'язку між ціною акцій та традиційними показниками результативності (рентабельністю активів та рентабельністю власного капіталу) для двох груп компаній — першої, що визначили себе соціально відповідальними, та другої, які орієнтуються на задоволення тільки інтересів акціонерів, дозволило авторам зробити висновок про визнання фондовим ринком соціально активної поведінки, що має прояв у підвищенні показників фінансової результативності та ринкової ціни акцій [6]. Таким чином, результати більшості досліджень зумовлюють висновок про необхідність врахування інтересів всіх груп стейкхолдерів при формулюванні цілей і місії корпорацій.

Важливим напрямком емпіричних досліджень є порівняльний аналіз пропонованих різними консалтинговими компаніями конкуруючих систем вартісно-орієнтованих показників та їх поширеності на практиці, а також дослідженням взаємозв'язків між запровадженням окремих із них та зростанням ринкової вартості корпорацій. В цьому напрямку ключовим питанням є перевірка гіпотези щодо більшої придатності вартісно-орієнтованих показників для прогнозування фінансової результативності корпорацій у порівнянні з традиційними показниками. Апологети концепції вартісно-орієнтованого управління Б. Стерн та Г. Стюарт доводять, що вартісно-орієнтовані показники в порівнянні з традиційними показниками, розрахованими за даними бухгалтерської звітності, дозволяють краще визначити ринкову вартість корпорації [7]. Тому саме ці показники мають бути запроваджені в систему управління корпорацією і повинні замінити традиційні вимірники результативності діяльності [8]. Проте, незважаючи на ріст популярності вартісно-орієнтованих показників, традиційні показники все ще широко використовуються на практиці [9]. Більшість до-

сліджень, які доводять переваги вартісно-орієнтованих показників, аналізують взаємозв'язок між ростом ринкової вартості корпорації, що виміряється показником ринкової доданої вартості (англ. Market Value Added, MVA) або курсом (дохідністю) акцій з показником економічної доданої вартості (англ. Economic Value Added, EVA) [8, 10, 11]. Втім, результати цих досліджень суперечать один одному. Так, В. Елалі (Elali, W, 2007) досліджував взаємозв'язок між економічною доданою вартістю, загальною дохідністю акціонерів (англ. Total Shareholder Return, TSR), показником Тобіна (англ. Tobin's Q) та ринковою доданою вартістю. Після проведення ряду мультиваріатних регресій для вибірки із 1000 американських корпорацій, автор встановив наявність взаємозв'язку між усіма досліджуваними показниками та ринковою доданою вартістю, проте найтісніший причино-наслідковий зв'язок спостерігався саме у випадку використання показника економічної доданої вартості [11]. На десятиліття раніше, інші науковці С. Чен і Дж. Додд (Chen, S., Dodd, J., 1997) досліджували наскільки точно такі показники як рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, дохід на акцію, економічна додана вартість та залишковий дохід пояснюють зміну у показниках фінансової результативності корпорацій. За результатами емпіричного аналізу показник економічної доданої вартості був визнаний найбільш придатним та точним показником для прогнозування фінансових результатів та ринкової вартості корпорацій [10]. Втім, необхідно наголосити, що замовниками подібних наукових доробок виступала консалтингова група Stern Stewart & Co, що ставить під сумнів незалежність отриманих результатів, оскільки саме ця консалтингова компанія запропонувала показник економічної доданої вартості. Інші консалтингові фірми, розробники конкуруючих вартісно-орієнтованих показників, також намагалися довести їх переваги за допомогою емпіричного аналізу. Так, Е. Олсен та інші (Olsen, E., Stelter D., Xhonneux, P., 2004) опублікували звіт про те, що показник грошової рентабельності інвестицій, який був запропонований компанією Holt Value Associates, та показник загальної дохідності акціонерів, розроблений Boston Consulting Group, демонструють позитивний та значимий зв'язок з ринковою вартістю корпорацій [12]. Таким чином, можна стверджувати, що автори емпіричних досліджень, проведених на замовлення консалтингових компаній, намагаються довести переваги саме певної групи вартісно-орієнтованих по-

казників і це ставить під сумнів безперечну перевагу певної системи вартісно-орієнтованих показників порівняно з іншими. Проте не заперечним є той факт, що на практиці кожна корпорація повинна обирати саме ту модель виміру створеної вартості, яка найкраще враховує особливості її діяльності, стратегії та бізнес-моделі.

Цілий ряд емпіричних досліджень присвячений вивченню ступеня поширеності вартісно-орієнтованих показників у практиці. В ході подібного аналізу досліджувалися галузеві та організаційні особливості діяльності компаній, організаційна структура системи вартісно–орієнтованого управління, його інформаційне забезпечення, система мотивації та винагороди менеджерів тощо. При цьому слід виділити думку М. Хеппеля (Happel, M. A., 2002), який доводить, що у США вартісно-орієнтоване управління набуло значної поширеності, в той час як в інших країнах, зокрема Німеччині, концепція вартісно-орієнтованого управління розглядається як складова системи контролінгу і має лише обмежене використання. В своїх висновках М. Хеппель зазначає, що недостатньо вивченими є методичні та прикладні аспекти розробки стратегії на засадах вартісно-орієнтованого управління, планування результатів та створення адекватних систем винагороди менеджерів [13]. До схожих висновків прийшли науковці Т. Гюнтер і Д. Бейер (Günter, T., Beyer, D., 2001), які досліджували проблеми впровадження вартісно-орієнтованої звітності (англ. Value Reporting). Автори підсумовують, що обсяг та якість інформації, яку компанії оприлюднюють у річних звітах щодо вартісних монетарних та немонетарних генераторів вартості, системи винагороди менеджерів та менеджменту ризиків є недостатніми [14] В свою чергу Ф. Крол (Krol, F., 2009), який вивчає ступінь поширеності вартісно-орієнтованого управління на підприємствах малого та середнього бізнесу, зазначає, що темп та повнота запровадження основних складових вартісно-орієнтованого управління, таких як система вартісно-орієнтованих показників, орієнтація цілей підприємств на створення вартості, методика використання та розрахунку інструментів вартісно-орієнтованого управління, є досить низькою для даної групи компаній [15]. Окремо потрібно відзначити той факт, що результати опитування Ф. Кролем менеджменту досліджуваних компаній показав, що підприємці відзначають позитивний вплив впровадження вартісно-орієнтованого управління на фінансовий успіх їх компаній.

Таким чином, можна зробити висновок, що емпіричні дослідження на тему вартісно-орієнтованого управління дуже відрізняються одне від одного щодо загальної концепції дослідження, методами економетричного аналізу, видом та обсягом вибірки, джерелами та методами збору інформації. Подібні розбіжності у методології дослідження ускладнюють здійснення узагальнень емпіричних результатів. Тому, на думку науковців [1, 5, 8], дуже важливим є стандартизація методів, інформаційного забезпечення емпіричних досліджень та оцінки отриманих результатів. Іншою вадою емпіричних доробок є їх зосередження на дуже вузьких проблемах, хоча концепцію вартісно-орієнтованого управління потрібно вивчати у комплексі (включаючи цілі, стратегії та організаційні структури), з урахуванням усіх взаємозв'язків між його складовими. Крім того автори відзначають наявність важливих, але детально не розкритих аспектів вартісно–орієнтованого управління, таких як особливості його впровадження на нижчих рівнях організаційної ієрархії [1, с. 30—31].

Дослідження ступеня впровадження вартісно-орієнтованого управління для вітчизняних корпорацій виявило, що лише 5 % досліджуваних компаній 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 оцінки бізнес-проектів. Крім того, 16 % компаній зовсім не проводять оцінку інвестиційних проектів, а керівники фінансово-економічних служб 11 % досліджуваних компаній взагалі не чули про такий інструмент, як ставка дисконтування [16].

Виходячи з вищевикладеного, для вітчизняних корпорацій існує нагальна потреба розробки методологічних, методичних та практичних аспектів впровадження засад вартісно-орієнтованого управління, що і зумовлює напрямок подальших досліджень.

Бібліографічний список

1. *Lueg, R., Schäffer, U.,* 2010, «Assessing empirical research on value-based management: Guidelines for improved hypothesis testing», Journal für Betriebwirtschaft 60, 1—47

2. *Joerg, P./ Loderer, C./ Roth, L.* (2004): Shareholder value maximization: What managers say and what they do, Die Betriebswirtschaft, Vol. 64, pp. 335—376.

3. *Schaffer, C.,* 2005, «Führt wertorientierte Unternehmensführung zur messbaren Wertsteigerung?», Diss., Univ. München, Frankfurt a. M

4. *Bughin, J., Copeland, T.,* 1997, «The virtuous cycle of shareholder value creation», The McKinsey Quarterly (2), 1997, 156—167

5. *Allen, F., Carletti, E., Marquez, R.,* 2009, «Stakeholder Capitalism, Corporate Governance and Firm Value», ECGI Finance Working Paper 07-39, 1—35

6. *Loderer, C./ Roth, L./ Waelchli, U./ Joerg, P.* (2010): Shareholder Value: Principles, Declarations, and Actions, Financial Management, 2010. pp. 5—32.

7. *Stewart, G.* (1994): EVA: Fact and Fantasy, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 7, pp. 71—84.

8. *Ittner, C. / Larcker, D. (*2001): Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective, Journal of Accounting and Economics, Vol. 32, pp. 349—410.

9. *Francis, G., Minchington, C.,* 2000, «Value-based management in practice», Journal of Management Accounting 78(2), 46—47

10.*Chen, S., Dodd, J.,* 1997, «Economic Value Added (EVA): An empirical examination of a new corporate performance measure», Journal of Managerial Issues 9, 319—333

11.*Elali, W,* 2007, «EVA and shareholder value creation: an empirical study», PhD thesis, University of Westminster, Westminster Business School

12.*Olsen, E., Stelter D., Xhonneux, P.,* 2004, «Value creators' report: the next frontier — building an integrated strategy for value creation», The Boston Consulting Group, Boston

13.*Happel, M. A.,* 2002, «Shareholder-Value-Ansatz: Implementierungslücke im Controlling deutscher Unternehmen?», Controlling 14(4-5), 275—282

14.*Günter, T. M., Beyer, D.,* 2001, «Value Based Reporting: Entwicklungspotenzial der externen Unternehmensberichterstattung», Betriebs-Berater 56(32), 1623—1631

15.*Krol, F.,* 2009, «Wertorientierte Unternehmensführung im Mittelstand — Erste Ergebnisse einer empirischen Studie», Arbeitspapier Nr. 10-1, Westfälische Wilhelms-Universität Münster

16.Value-Based Management в українських реаліях: чи варто вітчизняним компаніям добре вартувати? [Електронний ресурс] // Режим доступу до ресурсу:

17.http://ua.prostobiz.ua/biznes/rozvitok_biznesu/statti/value_based_ manageme nt_v_ukrayinskih_realiyah_chi_varto_vitchiznyanim_

Стаття надійшла до редакції 14 травня 2013 р.