УДК 658.155.012.7

Дар'я ГЛОТОВА
аспірантка,
Донецький національний університет економіки і торгівлі імені М. Туган-Барановського

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

Розглянуто концептуальні засади вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємством. Визначено наступні елементи концепції VBM-управління: цільові функції, суб'єкти, принципи, чинники, показники і моделі, процеси управління, стратегічні завдання. Надано рекомендації з успішного управління вартістю підприємства.

Ключові слова: *вартість, управління, підприємство, капіталізація, інвестиційна привабливість.*

Розвиток фінансового і фондового ринків, глобалізація економіки, посилення позицій професійних менеджерів змінили погляд на управління підприємством. Попередні напрями дослідження результатів діяльності, ведення обліку, управління грошовими потоками підприємства, методи обґрунтування інвестиційних проектів змінюють свій зміст у напрямку аналізу ланцюжка створення вартості.

Проблема управління вартістю підприємства мало розроблена в сучасній Україні. Специфіка вітчизняного менеджменту полягає в тому, що українських управлінців більше турбують питання виробництва і правильного спрямування грошових коштів, а не ринкова вартість очолюваних ними підприємств. Наслідком стали дуже низька капіталізація української економіки та феноменальний за світовими мірками факт: балансова вартість підприємства значно перевищує його ринкову вартість. Ще одним чинником, що свідчить про наявність проблеми, є низька інвестиційна привабливість українських підприємств. Адже від правильної оцінки акціонерної вартості прямо залежить інвестиційна привабливість підприємства. Все сказане зумовлює потребу розповсюдження активної практики управління вартістю підприємства в українських суб'єктах господарювання, спрямованої на підвищення капіталізації.

Дослідженням вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємством присвячені праці таких відомих вчених-економістів, як Баффет У., Брейлі Р., Діпіаза С., Долгофф А., Коллер Т., Коупленд Т., Мартін Дж., Мурін Дж., Петті У., Скотт М., Уолш К. [1-5; 9; 10; 12]. Окремі питання означеної проблематики висвітлено у працях вітчизняних науковців: Андрощука О. Є., у частині дослідження впливу фінансової комунікації на вартість підприємств, Мендрула О. Г., який визначив принципи та методи оцінки вартості підприємств, Терещенко О. О., який досліджував вплив вартісного підходу на фінанси підприємств, Кірова О. В., у частині аналізу чинників фінансової стійкості підприємств [6-7; 11; 14].

Аналіз науково-практичної літератури засвідчує, що до цього часу вчені-економісти не прийшли до єдиної думки щодо специфіки управління вартістю підприємства в умовах інтеграційних процесів і поширення глобалізації. Все це зумовлює актуальність нашого дослідження.

Метою статті є окреслення концептуальних засад вартісно-орієнтованого управління для підприємств України.

Вартісна модель управління найбільшою мірою відповідає сучасному погляду на становище підприємства на ринку. Декларування максимізації вартості як мети діяльності і побудова системи оцінки результатів на основі вартості, вибудовування за цим інтегрованим показником важелів управління має назву вартісної концепції управління підприємством (value based management, VBM) [1-3]. Таким чином, під управлінням вартістю підприємства слід розуміти процес, спрямований на суттєве поліпшення стратегічних і оперативних рішень, що приймаються менеджментом підприємства на основі вартісних показників і факторів, які на них впливають.

Вартість підприємства (фундаментальна ринкова оцінка підприємства) виступає в VBM як грошовий індикатор майбутніх можливостей зростання, тобто інтегрує в сьогоднішніх грошах інвестиційну привабливість політики, що проводиться як з комерційної діяльності, так і з інвестиційної та фінансової.

У сучасних умовах господарювання впровадження цього підходу є можливим не для всіх підприємств. Лише великим фінансово-промисловим групам чи державним стратегічним підприємствам вдається нарощувати ринкову вартість. Дослідження підприємств з виробництва і реалізації продукції показало, що на сучасному етапі розвитку національної економіки капіталізація цих підприємств є дуже низькою, курс акцій є наднизьким, і майже не змінюється впродовж тривалого часу (табл. 1).

Аналіз результатів практичного втілення вартісного підходу до управління підприємством показує, що у послідовників цієї теорії зростає ефективність, знижуються витрати, збільшуються показники оборотності порівняно з контрольними вибірками підприємств, які не використовують ці підходи. Нова концепція створює можливості для балансування інтересів менеджменту і власника, примирення конфліктуючих інтересів мажоритарних і міноритарних власників і може бути з успіхом використана в діяльності рад директорів. Концепція вартісно-орієнтованого управління – це система взаємопов'язаних елементів: цільових функцій, суб'єктів, принципів, чинників, показників і моделей, процесів управління, стратегічних завдань. Ці елементи надають принципове уявлення про об'єкт дослідження – вартість підприємства, тому розглянемо їх більш детально.

© Дар'я Глотова, 2013

Таблиця* 1. Рівень капіталізації підприємств України з виробництва і реалізації продукції станом на 1.01.2013 року

Назва підприємства	Ціна акції, грн	Кількість акцій	Акціонерна вартість (капіталізація), млн грн
ВАТ «Концерн Хлебпром»	0,044	1 739 700450	76,547
ВАТ «Ковельмолоко»	0,016	13 607 680	0,218
ВАТ «Миронівський завод з виробництва круп і комбікормів»	1,115	15 640 236	17,439
ВАТ «Пивобезалкогольний комбінат «Славутич»»	1,700	197 699 014	336,090
ВАТ «Славутський солодовий завод»	15,045	24 705 920	371,701
ВАТ «Сан ІнБев Україна»	0,450	9 510 678 520	4279,805
ВАТ «Цукрова спілка Укррос»	5,000	85 000 000	425,000
ВАТ «Житомирський маслозавод»	7,308	27 866 400	203,648

** За даними сайту http://fundmarket.ua/*

Зі всієї безлічі альтернативних цільових функцій у межах концепції VBM обирається максимізація вартості підприємства. Вартість же підприємства визначається його дисконтованими майбутніми грошовими потоками, і нова вартість створюється лише тоді, коли підприємство отримує таку віддачу від інвестованого капіталу, яка перевищує витрати на залучення капіталу.

Суб'єктами процесу вартісно-орієнтованого управління підприємства є власники самого підприємства, топ-менеджери, управлінський персонал, а також усі зацікавлені зовнішні контрагенти: державні органи, постачальники, фінансові установи тощо.

Управління вартістю підприємства повинно ґрунтуватися на наступних принципах:

1. Принцип гнучкості. Динаміка розвитку зовнішнього і внутрішнього середовища бізнесу обумовлює трансформацію чинників, які впливають на вартість підприємства. При цьому зовнішні чинники є некерованими і впливають на формування очікувань контрагентів на ринку, а також на внутрішні чинники, змінюючи їх кількісне вираження. У зв'язку з цим оптимальна модель управління підприємством залежить від вибору ключових внутрішніх чинників і кількісних індикаторів, що відображають цільові установки. Система управління вартістю підприємства повинна передбачати елементи, які відповідають за управління змінами зовнішніх і внутрішніх чинників і аналізують їх вплив на отримані результати [4]. Ефективність вартісно-орієнтованого управління є результатом взаємодії ключових факторів, які відображають основні напрями діяльності підприємства, який дозволяє забезпечити перевищення рентабельності над очікуваною нормою прибутковості підприємства;
2. Принцип збалансованості результатів. Взаємозв'язок чинників вартісно-орієнтованого управління визначає необхідність їх збалансування і побудову управління вартістю підприємства як єдиної системи [5];
3. Принцип динамічного різноманіття структури капіталу. Процес вартісно-орієнтованого управління підприємства має безперервний характер і повинен бути спрямований на досягнення стратегічних цілей фінансового управління компанією за допомогою зміни комбінації капіталу за джерелами і обсягами фінансування, яка динамічна і з часом трансформується під впливом появи у економічних суб'єктів нових інвестиційних потреб [6];
4. Принцип урахування очікувань контрагентів економічного простору. Невизначеність є функцією кількості і якості інформації, яку має у своєму розпорядженні підприємство з приводу конкретного чинника. Посилення процесів глобалізації економіки наводить до тісного взаємозв'язку зовнішніх чинників із внутрішніми, що формують вартість підприємства, причому найбільш складними для аналізу є зовнішні унаслідок важкості визначення їх кількісного вираження. Проте успішна реалізація вартісного підходу можлива лише за умови, що очікування інвесторів, власників, клієнтів, постачальників, кредиторів підприємства, тобто всіх суб'єктів її фінансових взаємовідносин, будуть позитивними.

Важливу роль в управлінні вартістю має глибоке розуміння того, які саме параметри діяльності фактично визначають вартість бізнесу. Вони називаються ключовими чинниками вартості. Знати їх важливо з двох причин. По-перше, підприємство не може працювати безпосередньо з вартістю. Воно змушене займатися тим, на що здатне впливати, – наприклад, задоволенням запитів споживачів, собівартістю, капітальними вкладеннями тощо. По-друге, саме ці чинники вартості допомагають топ-менеджерам зрозуміти, що відбувається на усіх інших рівнях підприємства, і донести до них свої плани і наміри.

Чинник вартості – це змінна, яка впливає на вартість компанії. Проте, щоб чинниками вартості можна було користуватися, потрібно встановити їх підпорядкування, визначити, який з них чинить найбільшу дію на вартість, і покласти відповідальність за цей параметр на конкретних людей, що беруть участь у досягненні цілей організації [7].

Усі чинники вартості умовно можна поділити на 4 групи показників, які відображають: стратегічну ефективність компанії, ефективність операційної діяльності, інвестиційної діяльності і фінансової діяльності.

Одна з проблем, яка виникає при впровадженні вартісного управління в компаніях, — неможливість використання самої вартості для оперативного управління бізнесом. Річ у тому, що сама вартість не завжди відображає винятково результат роботи менеджерів: на неї впливають зовнішні чинники

(наприклад, прогноз розвитку ринку або поведінка інвесторів), і, крім того, формула її розрахунку дуже складна для розуміння пересічними співробітниками. Саме тому в світі для визначення стратегічної ефективності компанії використовують показники на основі економічного прибутку, які, з одного боку, найбільшою мірою корелюють з ринковою оцінкою вартості, а з іншого, можуть бути використані в оперативному управлінні компанією [8].

Ефективність операційної діяльності відображає результати основної діяльності підприємства зі збільшення продажів, зниження витрат або підвищення продуктивності. Передбачається, що поліпшення цих показників може бути досягнуте без істотних додаткових інвестицій. Ефективність інвестиційної діяльності відображає ефективність інвестиційних проектів, здійснюваних підприємством. Під інвестиційними проектами в такому випадку розуміються будь-які проекти, пов'язані з інвестуванням грошових коштів (не менше заздалегідь обумовленої суми) в реальні активи на термін більше 1 року. Як правило, ця група показників закріплюється за директором зі стратегії або директором з маркетингу, оскільки саме вони часто приймають вирішення про розширення бізнесу і стимулюванні продажів.

Група показників ефективності фінансової діяльності фактично є прерогативою фінансового директора і відображає ефективність його роботи з залучення різних джерел фінансування підприємства, розміщення вільних грошових коштів на фондовому ринку і управління оборотним капіталом [9-10].

Показники вартісно-орієнтованого управління міцно пов’язані з сучасними теоріями і моделями прибутку та доданої вартості. Теорія економічного прибутку, запропонована Альфредом Маршаллом, стала підґрунтям для розробки моделей, що використовуються для оцінки вартості підприємства в управлінських цілях. Так, наприклад, американська консультаційна фірма Стерн&Стюарт запропонувала методи розрахунку економічної доданої вартості (economic value added – EVA) і ринкової доданої вартості (market added value – MVA). Д. Стюарт визначив економічну додану вартість як різницю між чистим операційним прибутком після оподаткування і сумою витрат на обслуговування капіталу компанії за той самий період часу. Ринкова додана вартість розраховується як різниця між ринковою ціною капіталу і інвестованим у компанію капіталом.

Серед інших сучасних розробок, в основі яких лежить концепція економічного прибутку, можна особливо виділити наступні:

- моделі скоректованої економічної доданої вартості (Adjusted Economic Value Added – Aeva) і покращуваної економічної доданої вартості (Refined Economic Value Added – REVA), запропоновані Дж. Де Віллірсом. У першому випадку при розрахунку замість скоректованої оцінки капіталу використовується поточна ринкова оцінка капіталу, а в другому – ринкова вартість компанії на початок періоду[11];
- модель аналізу доданої вартості (оцінки) власного капіталу, репрезентована в роботах А. Раппапорта [2], К. Уолша [12], фахівців консалтингової компанії МакКинзі. Додана вартість тут розглядається як приріст до балансової оцінки власного капіталу. Модель передбачає виділення базисних фінансових коефіцієнтів, які є основою для побудови важелів управління в рамках вартісної концепції;
- модель грошової доданої вартості (CVA), розроблена Е. Оттосоном і Ф. Вейссенрідером[13]. Згідно з цією моделлю фінансове управління полягає в максимізації різниці грошового потоку від поточної діяльності компанії і грошового потоку стратегічних інвестицій;
- модель сукупної акціонерної рентабельності (total shareholder return – TSH) компанії Бостон консалтинг груп [15]. Показник TSH розраховується як відношення різниці в ринковій капіталізації оцінюваної фірми за звітний період з урахуванням дивідендів, виплачених акціонерам, і базовій вартості компанії;
- модель Олсона (Edwards-Bell – Olsson Valuation Model – EVO) [14]. Вартість компанії виражається через поточну вартість чистих активів і приведеного до поточного часу надлишкового прибутку;
- модель прибутковості грошового потоку від інвестицій (cash flow return on investment – CFROI) [3]. Цей показник синтезує грошовий потік і капітал, який генерує його, що дозволяє врахувати чинник інфляції, різну якість і терміни фінансових активів, методи облікової політики тощо.

В економічній літературі виокремлюють чотири основних процеси управління вартістю на підприємстві: розробка стратегії; визначення цільових нормативів; планування і бюджетування; організація систем заохочення і оцінки результатів діяльності [1; 7].

На корпоративному рівні стратегія втілюється головним чином у рішенні про те, яким бізнесом займатися, як домогтися потенційних переваг від спільної діяльності центрів фінансової відповідальності і яким чином розподіляти ресурси між підприємствами.

Стратегія повинна враховувати наступні найважливіші етапи управління вартістю: оцінка вартості стратегії та основних визначальних її допущень; «зважування» вартостей альтернативних стратегій; визначення потреби в ресурсах; узагальнення прогнозів; аналіз декількох альтернативних сценаріїв.

Не менш важливу роль, ніж зміст стратегії центру фінансової відповідальності, грає сам процес її розробки. Стратегічне планування повинно перетворюватися не на бюрократичну процедуру, а бути адаптивним до раптових змін зовнішнього чи внутрішнього середовища.

Система оцінки результатів, на яку спирається управління вартістю, може вимагати істотних змін у методі роботи підприємства. Встановлення короткострокових та довгострокових цільових нормативів, визначення ключових факторів вартості спрощує розробку системи оцінки результатів.

Процес вартісно-орієнтованого управління містить вирішення наступних стратегічних завдань:

- формування і підтримка бізнес-моделі, орієнтованої на створення вартості. На цьому етапі провідну роль має стратегічний маркетинг, основне призначення якого полягає в прогнозуванні майбутніх потреб і відповідності пріоритетам споживачів;
- орієнтованість на інтереси широкого кола зовнішніх учасників (держави, постачальників, кредиторів). Оцінки їх впливу на вартість (через грошові потоки) дозволить приймати стратегічні рішення з коригування взаємовідносин;
- обумовленість внутрішніх взаємовідносин

власників з менеджерами, працівниками. Ці особи мають бути підготовлені і мотивовані на зростання вартості;

– розробка капітальних бюджетів має бути організована з урахуванням забезпечення довгострокових завдань з підвищення вартості, що вимагає пошуку шляхів підвищення прибутковості проектів, розподілу прибутку і залучення позикового капіталу.

На основі проведеного дослідження можна зробити наступні висновки:

1. Обґрунтовано, що вартісно-орієнтований підхід до управління підприємством – це процес, спрямований на суттєве поліпшення стратегічних і оперативних рішень, які приймаються менеджментом підприємства на основі вартісних показників і факторів, які на них впливають.

2. Визначено, що елементами концепції вартісно-орієнтованого управління є цільові функції, суб'єкти, принципи, чинники, показники, процеси управління, стратегічні завдання.

3. Встановлено, що успішне управління вартістю підприємства містить декілька складових. По-перше, бізнес-підрозділи повинні мати чітку стратегію створення вартості. По-друге, встановлені цільові індикатори слід тісно пов'язати з конкретними факторами створення вартості. По-третє, на підприємстві необхідно мати строгий графік аналізу ефективності, що дозволяє порівняти досягнуті результати з ключовими показниками ефективності.

Перспективами подальших досліджень є виявлення чинників, що впливають на процес формування вартості підприємства та їх значення для показників ефективності вартісно-орієнтованого управління.

Список літератури

1. *Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин – М. : Олимп-Бизнес, 1999. – 543 с.*
2. *Мартін Дж. Д. VBM-управління, що базується на вартості: Корпоративна відповідь революції акціонерів [Текст] / Джон Д. Мартін, Вільям Дж. Петті ; пер. с англ.; за наук. ред. О. Б. Максимової, І. Ю. Шарапової. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2006. – 272 с.*
3. *Коупленд Т. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании [Текст] / Том Коупленд, Аарон Долгофф ; пер. Э. В. Кондуковой. — М. : Эксмо, 2009. — 384 с. — (Качественный менеджмент).*
4. *Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости [Текст] / М. Скотт ; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2000. – 432 с.*
5. *Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями [Текст] / Уоррен Баффет ; сост., авт. предисл. Лоренс Каннигем; пер. с англ. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. — 268 с*
6. *Андрощук О. Вплив інформаційної прозорості на вартісні параметри підприємства [Текст] / О. Андрощук // Ринок цінних паперів України. – 2007. — №1-2. – С. 69—74.*
7. *Терещенко О. Вартісний підхід в управлінні фінансами підприємств. [Текст] / А. І. Даниленко, М. Д. Білик, О. М. Кошик, О. О. Терещенко, Л. М. Шаблиста та ін. / Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: монографія в 3 т. Т.3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління ; за ред. чл. – кор. НАН України А. І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 308с.*
8. *Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости [Текст] / Владимир Самохвалов // ЖУК. – 2004. – № 05(36). – С. 34-38*
9. *Брейли Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, С. Майерс – М. : Олимп-Бизнес. 1997 – 768 с.*
10. *Дипиаза С. Будущее корпоративной отчетности. Как вернуть доверие общества [Текст] / С. Дипиаза, Р. Эккл з – М. : Альпина Паблишер, 2003.– 487 с.*
11. *Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств. Монографія [Текст]/ О. Г. Мендрул – К.:КНЕУ, 2002. – 272 с*
12. *Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. [Текст]/ К. Уолш– М. : Companion Group, 2008. – 400 с.*
13. *Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты [Текст] / Д. Л. Волков — Санкт-Петербург: Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. — 320 с*
14. *Киров О. В. Принципы интегрированной системы управления финансовой устойчивостью фирмы [Текст] / А. В. Киров // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. – 2011. – № 3. – С. 15-25*
15. *Сорос Дж. Алхимия финансов [Текст] / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 2009. — 416 с.*

РЕЗЮМЕ

Глотова Дарья

Концептуальные положения стоимостно-ориентированного управления предприятием

В статье рассмотрены концептуальные положения стоимостно-ориентированного похода к управлению предприятием. Автором определены следующие элементы концепции менеджмента, основанного на стоимости: целевые функции, субъекты, принципы, факторы, показатели и модели, процессы управления, стратегические задания. Предложены рекомендации по успешному управлению стоимостью предприятия.

RESUME

Hlotova Darya

Conceptual positions of the value-based approach to the management of an enterprise

In the article the conceptual positions of the value-based approach to the management of an enterprise are described. Such elements of value-based conception of management as objective functions, subjects, principles, factors, indexes and models, management processes, strategic tasks are determined by author. Recommendations on a successful management of the shareholder value of enterprise are offered.

Стаття надійшла до редакції 28.02.2013 р.