

УДК: 338.4:339.2

Н.А. Мамонтова

МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КОМПАНІЇ

Узагальнено теоретико-методологічні підходи до визначення вартості компанії в нових умовах. Проаналізовано стан і проблеми українських компаній з точки зору доцільності запровадження управління вартістю.

Theoretiko-methodological ways determination of company cost in new terms is generalized. The state and problems of the Ukrainian companies are analysed from the point of expedience of introduction as for cost management.

Ключові слова: вартість, оцінка вартості, управління вартістю компанії, управління вартістю в системі фінансового менеджменту.

Сучасні системи корпоративного менеджменту спрямовані не лише на отримання прибутку, а, перш за все, на зростання вартості компанії, яке все частіше визнається джерелом добробуту. Тому теоретико-методологічні питання щодо управління вартістю компанії становлять значний науковий і практичний інтерес.

Останнім часом питання управління вартості компанії все частіше ставали предметом розвідок вітчизняних науковців (Захарін С., Краснокутська Н., Момот Т., Швиданенко Г., Шевчук Н.). Проте, на наш погляд, недостатньо вивченими залишаються багато аспектів формування стратегій управління вартістю компанії. Тому необхідна організація ґрунтовних досліджень з широкого кола теоретичних та методологічних проблем управління вартістю компанії.

Мета статті — викласти авторські узагальнення теоретико-методологічних аспектів щодо управління вартістю компанії.

У нових умовах, коли економіки провідних країн світу вступають у постіндустріальну стадію розвитку, основною метою діяльності компанії стає стійке підвищення її ринкової вартості. За динамікою вартості компанії можна судити про її успішність та результативність у глобальній системі координат, а також про загальну результативність корпоративного менеджменту.

Т. Теплова в цьому контексті пропонує дотримуватися наступного підходу: «Максимізація вартості компанії означає максимізацію добробуту всіх власників капіталу, що забезпечують своїми коштами динамічне та стійке функціонування компанії на ринку» [11, с. 23]. Натомість дослідниця справедливо зазначає, що альтернативне трактування мети як максимуму вигод власників лише власного капіталу в ряді випадків також може бути прийнятною (йдеться про так звану акціонерну модель управління вартістю).

Відомий дослідник проблем вартості Киран Уолш писав: «Зростання для компанії схоже на ліки для хворої людини: вони корисні до певної межі, однак при перевищенні цієї межі втрачають не лише корисні якості, але й стають небезпечними, а інколи і навіть смертельними. Все це справедливо і щодо масштабів діяльності компанії та її вартості. Тому необхідно вчитися шукати оптимальний баланс між прибутками, активами та зростанням, оскільки перевага в будь-який бік може викликати суттєві ускладнення у діяльності...» [12, с. 200]. Дослідник робить висновок, що мистецтво фінансового управління і полягає у тому, аби віднайти такий оптимальний баланс.

З урахуванням думок різних дослідників [2; 5; 6; 8; 10; 13] можемо запропонувати таке визначення: «Вартість компанії — це її ціна, визначена з урахуванням цінності матеріальних і нематеріальних активів, а також очікувань щодо здатності приносити економічні ефекти (користь) у майбутньому».

Науковий інтерес становить питання про методологію визначення вартості компанії із застосуванням різних підходів і методів оцінки.

Розроблена російськими науковцями [3, с. 29-30] методологія передбачає, що визначення вартості компанії зазвичай проводиться в кілька етапів:

- визначення проблеми, постановка цілей і завдань оцінювання,
- попереднє вивчення об'єкта оцінки і звітних документів,
- укладення договору на проведення оцінки,
- збір і аналіз інформації, включаючи аналіз управлінської і бухгалтерської звітності, кон'юнктури факторних ринків і ринків продукції, оцінка земельної ділянки,
- вибір методів дослідження і проведення розрахунків, за необхідності — узгодження результатів, що отримані за допомогою різних підходів,
- підготовка звіту.

З методологічної точки зору, перед проведенням оцінювання вартості компанії і здійсненням конкретних розрахунків кожен дослідник завжди має відповісти на такі запитання: а) який метод (або які методи) оцінки варто застосувати і чому? б) який часовий горизонт отримання грошових потоків має бути врахований і чому? в) який саме вид вартості компанії розраховувати і чому? г) чи достовірна наявна інформація, наскільки ймовірні отримані прогнози дані? д) чи достатньо інформації для застосування обраного методу та вирішення поставлених перед дослідником завдань?

У практиці фінансового менеджменту застосовують різні моделі оцінювання вартості компанії. В останні роки значного розповсюдження набули експрес-методики розрахунку (оцінювання) вартості компанії, що базуються на алгебраїчних перетвореннях певних основних показників, які формують щонайменше 80 % загальної динаміки вартості [6]. Широко використовуються і традиційні доходні підходи [5].

Як показує досвід, одним із основних завдань управління вартістю в українській практиці є досягнення високих фінансових результатів. Тобто високі фінансові результати слугують доказом фінансової стійкості компанії, а відтак — і її високої вартості. Проте у 2008–2009 рр., що цілком зрозуміло у зв'язку з кризою, значна частина компаній продемонстрували негативний фінансовий результат, що, безумовно, погано вплинуло на їхню ринкову вартість.

Досить розповсюдженими помилками стратегічного управління в українських компаніях є множинність стратегічних орієнтирів, що беруться до уваги різними групами акціонерів (або навіть одним акціонером у різні проміжки часу) при оцінюванні ефективності та результативності управління, а також «змішування» різних систем управління та моделей бізнесу (існують випадки, коли в окремих компаніях протягом року кілька разів змінюється структура управління). Причому, як правило, існує нерозуміння компетенції менеджменту, об'єктів його впливу та можливості вирішення проблем наявними ресурсами. Неврахування вказаних обставин призводить до того, що для аналізу результативності управління вартістю часто обирається неправильна модель (тобто та модель, застосування якої в даному конкретному випадку недоцільне). У результаті показники оцінки управління вартістю є викривленими. Як зазначає Т. Теплова, існують лише поодинокі випадки використання моделі стейкхолдерської вартості (йдеться, передусім, про оцінку вигод фінансових та нефінансових власників капіталу та портфельну вартість бізнес-єдиниць), які найбільше використовують ефекти управлінської гнучкості [11].

Дослідники підкреслюють, що розуміння сучасної фінансової моделі компанії базується на принципі економічного прибутку, тобто оцінки результатів компанії з точки зору її альтернативних витрат — упущеної вигоди або прибутків, втрачених у альтернативних варіантах вкладення капіталу компанії через обмеженість її ресурсів. Коректна аналітична модель компанії, яка діє в ринковому середовищі, повинна передбачати упущену вигоду як неявний компонент витрат, що «не помітний» у бухгалтерському обліку й тому потребує аналізу додаткових даних, що виходять далеко за межі компанії. Таким чином, створюється абсолютно інша концепція оцінки результатів діяльності компанії — на основі не бухгалтерського, а економічного прибутку, який враховується шляхом порівняння бухгалтерського прибутку з величиною упущених вигод.

Відповідно до визнаних міжнародних і національних стандартів, існує три найрозповсюдженіших підходи оцінки вартості компанії або її капіталу — витратний, порівняльний (ринковий) та доходний. «Всередині» кожного з названих підходів можливе застосування різних розрахункових «підходів», методів, методик. Проте вироблено й обгрунтовано можливість застосування і відносно нових підходів оцінки (еклектичний, опціонний фондівий підходи, експертні узагальнення тощо). Вказані підходи докладно описано у науково-методичній літературі [2; 8; 10; 13].

На підставі узагальнення вказаних джерел можемо визначити переваги і недоліки кожного з підходів (табл. 1).

Таблиця 1

Переваги і недоліки різних підходів оцінки вартості компанії
(розробка автора на основі джерел [2; 8; 10; 13])

Підхід	Переваги	Недоліки
Доходний	Враховує майбутні очікування, ринкові аспекти (через ставку дисконту), знос обладнання	Складність врахування майбутніх тенденцій, результати мають ймовірнісний характер
Порівняльний	Враховує ринкові аспекти, відображає реальні очікування покупців, практику угод купівлі-продажу акцій або майна	Заснований на інформації про минуле, вимагає коригування, складність збору інформації та її обробки
Витратний (майновий)	Грунтується на оцінці реально існуючого майна як виробничого комплексу, наявність повної інформації	Складність оцінки нематеріальних активів, не враховує ринкове середовище та майбутні очікування
Опціонний	Враховує ринкові аспекти, відображає поточний уявний стан про динаміку вартості компанії	Результати мають ймовірнісний характер, неможливо врахувати окремі майбутні чинники
Оцінювання доходності фінансових активів	Враховує ринкові аспекти і очікування акціонерів	Складність практичних розрахунків, відсутність статистичної бази для оцінки ризику
Балансової вартості	Зрозумілість і простота розрахунку, наявність інформації	Неврахування ринкових тенденцій та додаткових економічних ефектів

Однією з найпоширеніших концепцій управління, що зорієнтована на максимізацію ринкової вартості компаній, стала так звана концепція економічної доданої вартості (EVA), що стала результатом еволюційного розвитку парадигми визначення інтегрованих оціночних показників ефективності бізнесу [13, с. 52]. Концепція EVA була розроблена порівняно недавно (на початку 90-х рр. XX ст.) фахівцями консалтингової компанії Stern Sewart&Co. Результатний показник EVA є похідним від рентабельності інвестицій (ROE) та рентабельності робочого капіталу (ROCE).

В основу концепції покладено наступні принципи. По-перше, власник інвестує капітал для отримання доходу. По-друге, компанія створена для продукування і отримання доходів. По-третє, діяльність персоналу спрямована на збільшення ринкової вартості компанії, в тому числі через відповідні мотиваційні механізми. Система оцінювання якості управління на основі концепції EVA може застосовуватися в тому випадку, коли власники очікують настання корисного для них ефекту, пов'язаного з отриманням доходу більшого, ніж становить дохідність альтернативних вкладень. У

такому випадку для визначення результатного показника необхідно виключити з розрахунку плату за користування не лише позиковим, а й власним капіталом. Такий підхід відображає ринкову вартість реально функціонуючого капіталу [9].

Економічна додана вартість EVA розраховується за формулою:

$$EVA = ЧП - K * WACC / 100, \quad (1)$$

де ЧП — чистий прибуток, який розраховується без врахування плати за користуванням позиковим капіталом, але з урахуванням податкової економії, грн. од.; K — величина сукупного капіталу (власного та позикового), грн. од.; WACC — середньозважена вартість капіталу, %.

Проведені провідними аналітичними центрами дослідження показали, що показник EVA в багатьох випадках є кориснішим та інформативнішим за інших показників для загального оцінювання ефективності управління, зорієнтованого на зростання вартості компанії. EVA є інструментом, який дозволяє точніше визначити фактичну величину прибутку компанії, а також ухвалювати відповідні управлінські рішення з позицій власника. Ця концепція дозволяє обґрунтовано визначити стратегічні напрями впливу на підвищення прибутковості бізнесу.

Автори моделі EVA обґрунтували рекомендацію, що впровадження управління, зорієнтованого на максимізацію вартості, доцільно здійснювати поетапно, а саме:

- створення рамкового проекту вартісного управління на основі моделі EVA;
- інтеграція EVA у процеси планування, бюджетування та стимулювання;
- використання наявних та новостворених комунікаційних каналів за програмою вартісного управління EVA у трикутнику «акціонери — менеджмент — персонал».

Отже, у нових умовах запорукою ефективності корпоративного менеджменту є зростання показників вартості компанії. Вартість компанії — це її ціна, визначена з урахуванням цінності матеріальних і нематеріальних активів, а також очікувань щодо здатності приносити економічні ефекти (користь) у майбутньому. Однією з найпоширеніших концепцій управління, що зорієнтована на максимізацію ринкової вартості компаній, є так звана концепція економічної доданої вартості (EVA), що стала результатом еволюційного розвитку парадигми визначення інтегрованих оціночних показників ефективності бізнесу. При формуванні стратегії максимізації вартості компанії слід мати на увазі, перш за все, не будь-яке зростання, а обґрунтоване, що базується на позитивній динаміці певних ринкових та внутрішніх вартісних чинниках.

У подальшому мають бути проведені ґрунтовні дослідження щодо визначення впливу управлінських рішень на вартість компанії.

1. *Татаркин А.И.* Динамика корпоративного развития / [В.Ж. Дубровский, О.А. Романова, А.И. Татаркин, И.Н. Ткаченко]. — М.: Наука, 2004. — 502 с.;
2. *Десмонд Г.М.* Руководство по оценке бизнеса / Г.М. Десмонд, Р.Э. Келли. — М.: РОО, 1996 — 310 с.;
3. *Есипов В.Е.* Оценка бизнеса: полное практическое руководство / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, С.К. Мирзажанов. — М.: Эксмо, 2008. — 352 с.;
4. *Захарін С.В.* Особливості забезпечення інвестиційної конкурентоспроможності підприємств // Щорічний журнал «Вісник Інституту економіки та прогнозування». — 2007. — С. 82–834;
5. *Коллер Т.* Определение рыночной стоимости компании и использование стоимости в управлении // Финансист. — 1997. — № 8. — С. 91–97;

6. *Коупленд Т.* Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин; пер с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 1999 — 610 с.; 7. *Краснокутська Н.С.* Потенціал підприємства. — К.: ЦУЛ, 2005. — 352 с.; 8. *Момот Т.* Оценка стоимости бизнеса. — Харьков: Фактор, 2007. — 224 с.; 9. *Момот Т.В., Гордієнко Т.В.* Адаптація критичної концепції економічної доданої вартості (EVA) до економіки України // Коммунальное хозяйство городов. — 2008. — № 83. — С. 251–255; 10. *Скотт М.* Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / М. Скотт; пер.с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2000 — 383 с. 11. *Теплова Т.В.* Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. — М.: Вершина, 2007. — 272 с.; 12. *Уолш К.* Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать, контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш; пер. с англ. — М.: Дело, 2000 — 516 с.; 13. *Швиданенко Г.О.* Управління капіталом підприємства / Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук. — К.: КНЕУ, 2007. — 440 с.

УДК: 681.3.069