

*Багацька К.В., кандидат економічних наук, доцент
К. Bagatska
Національний університет харчових технологій*

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ І ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ПІДХОДУ В УПРАВЛІННІ ФІНАНСАМИ

Розглянуто основні теоретичні підходи та етапи розвитку вартісно-орієнтованого підходу в управлінні фінансами, досліджено економічну сутність цього підходу та можливості його поширення в Україні

***Ключові слова:** ефективність діяльності, VBM менеджмент, VBM концепція, максимізація вартості, економічна додана вартість*

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СТОИМОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО ПОДХОДА В УПРАВЛЕНИИ ФИНАНСАМИ

Рассмотрены основные теоретические подходы и этапы развития стоимостно-ориентированного подхода в управлении финансами, исследована экономическая сущность этого подхода и возможности его распространения в Украине

***Ключевые слова:** эффективность деятельности, VBM-менеджмент, VBM-концепция, максимизация стоимости, экономическая добавленная стоимость*

THE THEORETICAL FOUNDATIONS AND THE PRACTICAL ASPECTS OF THE VALUE BASED MANAGEMENT IN FINANCE

The basis theoretical approaches and the stages of value-based management (VBM) development are considered in the article. The entity of VBM are researched and the perspectives of VBM occurrence in Ukraine are evaluated

***Key words:** efficiency, value-based management, VBM-concept, value maximization, economical value added*

ВСТУП

Проблема достовірної оцінки ефективності діяльності підприємства залишається актуальною протягом всього періоду розвитку ринкових відносин в Україні. Вдосконалення фінансових методів і інструментів, способів управління фінансовими відносинами вимагає адаптації традиційних підходів до оцінки ефективності діяльності суб'єктів підприємництва.

Як зазначають дослідники [1], в останні роки в зарубіжній економічній літературі часто зустрічається критика традиційних фінансових показників,

джерелом визначення яких є система фінансового обліку і звітності. Перш за все, предметом критики є ретроспективний характер переважної більшості показників, що зменшує їхню цінність для прийняття ефективних управлінських рішень.

В зв'язку з цим особливу популярність наприкінці ХХ ст. набула концепція управління компаніями, яка дістала назву Value-based management (VBM). VBM визначають як підхід до управління компанією, згідно з яким головною метою управління є максимізація добробуту акціонерів в довгостроковій перспективі.

В Україні питання вартісного підходу в економіці і фінансах досліджувалися наступними авторами: В.Суторміна, О. Терещенко, А. Мендрул, Є. Мішенін, Р. Косодій, О.Мозенков, Л.Чернобай та ін. Ці дослідження створили підґрунтя для докладного вивчення теорії, методології і практики вартісного підходу. Але багато питань, пов'язаних з теоретичними аспектами і практичними методиками визначення показників системи VBM потребують подальших досліджень.

Впровадження вартісно-орієнтованого підходу в практику діяльності українських підприємств вимагає адаптації фінансових і економічних показників ефективності, розроблених відповідно до VBM підходу, до українських стандартів обліку і фінансової звітності.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Завдання дослідження полягає в з'ясуванні теоретичних підходів до розвитку VBM концепції, обґрунтування основних передумов до поширення вартісно-орієнтованого менеджменту в Україні та виявлення перспективних напрямків розвитку VBM концепції в управлінні фінансами.

Метою статті є теоретичне обґрунтування концепції вартісно-орієнтованого менеджменту і дослідження можливостей його поширення в практиці українських підприємств.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Виникнення концепції VBM на початку 90-х років ХХ століття було зумовлене розвитком світових ринків капіталу, вдосконалення форм і методів залучення фінансових ресурсів, а також посилення конкурентної боротьби на всіх сегментах споживчих ринків, що потребувало підвищення уваги до ефективності використання фінансових ресурсів. Ці процеси в свою чергу спричинили появу нових орієнтирів в управлінні компаніями.

Так, в 60-х - 70-х роках ХХ ст. акцент робився на екстенсивному розвитку бізнесу шляхом посилення присутності компанії на ринку (через збільшення її ринкової частки). У 80-ті роки зусилля менеджерів були спрямовані на максимізацію прибутку. В цей період виникли нові концепції менеджменту і управлінського обліку, націлені на покращення показників прибутковості перш за все за рахунок стримування і скорочення витрат. В 90-х роках з появою VBM в якості цільової функції суб'єкта підприємництва виступає зростання його вартості. На початку ХХІ ст. настає новий етап розвитку VBM – холістичне (всебічне) управління вартістю [2].

Перші спроби дослідження VBM вченими пострадянського простору призвели до виникнення суперечок в трактуванні цього терміну, зумовлені некоректним

перекладом аббревіатури VBM. Так, в літературі VBM часто трактують як „управління вартістю компаній”, що викривляє сутність цієї концепції, оскільки міняє місцями керуючий об’єкт з об’єктом, яким керують [3]. Економічний зміст концепції VBM полягає в тому, що об’єктом управління не є вартість компанії, а навпаки, оцінка вартості є основою для управління компанією. Тобто VBM має визначатися як підхід до управління компанією, згідно з яким головною метою підприємства є максимізація добробуту акціонерів і довгостроковій перспективі. При цьому завдання і цілі фірми, її стратегія, організаційна структура, бізнес-процеси, системи оцінки результатів діяльності і системи винагороди працівників визначаються з точки зору відповідності головній меті – максимізації добробуту акціонерів.

Основне завдання VBM - вибудувати систему управління, яка дозволяла б досягати поставленої мети - максимізації вартості компанії. В основу VBM покладено наступні положення. Для того, щоб досягти максимізації вартості, необхідно:

- по-перше, зрозуміти, які критерії ведуть до досягнення мети (чим необхідно управляти);
- по-друге, навчитися вимірювати і результат, і фактори, що спричиняють одержання цього результату;
- по-третє, "прищепити" менеджерам вартісне мислення - розуміння того, що всі дії повинні бути спрямовані на зростання вартості компанії;
- по-четверте, залучити всіх співробітників, а не тільки керівництво до досягнення загальної мети.

Теоретичним підґрунтям концепції VBM став один з напрямків неоінституційної теорії фінансування – теорія агентських відносин, предметом дослідження якої є форми коопераційних зв’язків між окремими економічними суб’єктами, як прагнуть якомога краще реалізувати власні інтереси. Згідно з теорією агентських відносин, проблема полягає в тому, що досягаючи своїх цілей, одні групи інтересів вступають у протиріччя з іншими групами. Діючі економічні суб’єкти вважаються агентами (наприклад менеджерами), а суб’єкти, досягнення цілей яких безпосередньо залежить від вказаної діяльності – принципалами (наприклад, власниками). Головною метою неоінституційної теорії є узгодження фінансових відносин між агентами і принципалами таким чином, щоб забезпечити баланс інтересів як принципала, так і агента.

Подальший розвиток теорії агентських відносин вилився у концепцію максимізації вартості (концепція SVK), викладену в працях Альфреда Рапппорта, згідно з якими діяльність менеджменту підприємства в цілому і фінансового менеджменту зокрема оцінюється за критерієм максимізації капіталу, який належить власникам.

Згідно концепції SVK, перед менеджментом підприємства постають наступні завдання:

- необхідність ведення конкуренції за власників корпоративних прав, тобто за потенційних капіталодавців, готових вкласти кошти у власний капітал підприємства (тобто виникає необхідність реалізації ефективної маркетингової політики на ринку капіталів);

- встановлення обов'язкового рівня мінімальних дивідендних виплат власникам корпоративних прав, які мають бути не меншими, ніж їх середній рівень на ринку капіталів. Це вимагає отримання і оприлюднення позитивних фінансових результатів та застосування відповідних моделей дивідендної політики [4].

В роботах Беннетта Стюарта також була здійснена спроба переосмислення основної ролі найманих менеджерів фірми, яка полягає у створенні і збільшенні вартості компанії в інтересах її власників. Визнання цієї мети означає необхідність перегляду корпоративних і стратегічних орієнтирів, а також інструментарію оцінки ефективності використання обмежених ресурсів, що знаходяться в розпорядженні компанії [2].

Крім цього, концепція VBM тісно пов'язана з кларксонівськими принципами, які регламентують відносини між найманим менеджментом компанії та власниками корпоративних прав в процесі прийняття рішень. Ці принципи були розроблені в ході чотирьох конференцій, що проводилися в 90-ті роки минулого століття дослідницьким центром Clarkson Centre for Business Ethics & Board Effectiveness.

Принцип 1. Менеджери повинні визнавати і активно відстежувати інтереси всіх законних зацікавлених сторін (стейкхолдерів) і точно враховувати ці інтереси в процесі прийняття рішень і у економічному житті компанії.

Принцип 2. Менеджери мають прислухатися і активно спілкуватися зі стейкхолдерами з приводу усіх питань, що стосуються інтересів останніх, вкладів, ризиків, пов'язаних з діяльністю компанії.

Принцип 3. Менеджери повинні приймати процеси і моделі поведінки, які зачіпають інтереси кожної групи стейкхолдерів.

Принцип 4. Менеджери мають визнавати взаємозалежність зусиль і винагороди всіх стейкхолдерів і прагнути чесного розподілу між ними благ і обов'язків, пов'язаних з корпоративною діяльністю, беручи до уваги всі ризики і слабкі місця.

Принцип 5. Менеджери повинні працювати у співробітництві з іншими організаціями, як приватними, так і громадськими, для мінімізації і компенсації ризиків і збитків, пов'язаних з корпоративною діяльністю.

Принцип 6. Менеджери повинні уникати діяльності, яка може загрожувати правам людини і викликати ризики, що були б неприйнятними для капіталодавців та інших стейкхолдерів.

Принцип 7. Менеджери мають визнавати наявність потенційного конфлікту між їх власною роллю і юридичною і моральною відповідальністю за інтереси інших стейкхолдерів. Вони повинні переводити цей конфлікт у формат активної комунікації, відповідної звітності, системи матеріального стимулювання і, у випадку необхідності, аналізу з боку третіх осіб [5].

Таким чином, можна зробити висновок, що об'єктивними причинами виникнення теорії менеджменту, зорієнтованого на зростання вартості, є наявність перманентного конфлікту інтересів між різними групами зацікавлених осіб, перш за все між тими, хто надає капітал у розпорядження (капіталодавцями) і тими, хто здійснює управління капіталом (менеджерами).

Отже, потреба у VBM виникає з тієї причини, що різні стейкхолдери (акціонери, співробітники, постачальники, клієнти) переслідують в бізнесі різні цілі. Найманий менеджмент, винагорода якого часто пов'язується з розміром річного

прибутку, може бути зацікавленим в проектах, що дозволяють швидко заробити великі прибутки, хоча в середньостроковій і довгостроковій перспективі їх фінансова ефективність може виявитися сумнівною. А акціонер прагне володіти бізнесом, вартість якого з кожним роком має тільки зростати.

Зазначимо, що корпоративні конфлікти є одним з центральних питань науки корпоративного управління. Принципи корпоративного управління в Україні були затверджені Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України в грудні 2003 року після більш ніж річної роботи групи експертів, що розробляла цей документ. Принципи враховують світовий досвід і містять багато прогресивних і нових концепцій, що не прописані в законодавстві. Акціонерні товариства можуть закріпити добровільні рекомендації Принципів у своїх внутрішніх положеннях, надавши їм статусу обов'язкових. Таким чином на українських підприємствах вже створене підґрунтя не тільки для врегулювання складних корпоративних конфліктів, а і для впровадження управління, заснованого на зростанні вартості.

Необхідно додати, що вдосконалення правового поля також створює позитивні умови для поширення VBM. Так, прийняття в 2008 році Закону України „Про акціонерні товариства” дозволило врегулювати суттєві проблемні питання корпоративних взаємовідносин, що має сприяти вибору нових ефективних концепцій менеджменту.

Наступним аргументом на користь впровадження VBM є наявність значної невідповідності між вартістю активів підприємства, що відображається в балансі, і ринковою вартістю, тобто вартістю яку готові заплатити за підприємство потенційні власники. Збільшення розриву між вартістю в балансі і ринковою вартістю можна пояснити наступними ключовими факторами:

- використанням так званого „прихованого” самофінансування як джерела фінансування діяльності підприємства, тобто приховування прибутків з метою мінімізації оподаткування і надання у звітності недостовірної інформації, як стосовно фінансових результатів діяльності підприємства, так і стосовно майнового і фінансового стану;

- зростанням ролі нематеріальних активів (інтелектуального капіталу, репутації тощо). Також виникає необхідність врахування „тіньових” активів (гарні відносини з постачальниками, клієнтами, можливість використання ресурсів впливу тощо), які також можна оцінювати в якості еквівалентів капіталу.

Недосконалість методології справедливої оцінки активів (перш за все нематеріальних) і їх представлення у фінансовій звітності є головною причиною орієнтації компаній на вартісні моделі управління фінансами [6].

За даними зарубіжних консалтингових компаній [5], на підприємствах, які не практикують VBM, вартість акцій формує тільки 30-40% капіталу, в той час як до 50% ніяк не впливає на вартість компанії, а 20-25% - взагалі здійснює негативний вплив на вартість. Тобто таке підприємство як правило є недооціненим, а отже, акціонери мають втрачені можливості отримання додаткових прибутків. Натомість, компанії, що використовують VBM, приносять своїм акціонерам дохід, який на 3.1% перевищує середні показники по галузі. Це перевищення хоча і є незначним, але якщо мова йде про акції великого підприємства, то навіть десята частина відсотку може бути еквівалентом мільйонів доларів. Крім того, за статистикою, компанії, що

використовують у практиці управління концепцію VBM, перевиконують заплановані фінансові показники в середньому на 8.25% за рік.

Однак процес виявлення факторів вартості викликає певні складності. В останні десятиліття істотно розширився розрив між вартістю підприємств, зафіксованою в фінансовій звітності, та оцінкою цієї вартості з боку інвесторів. Дослідження американських компаній показало, що близько 40% ринкової вартості не знаходить відображення у звітності - інвестори платять не за поточні активи і не за прибуток поточних періодів, а за можливість створеної системи генерувати грошовий потік і прибуток у майбутньому. Цей же процес ми спостерігаємо сьогодні на українському ринку.

Таким чином, основою ринкової оцінки компаній стають не тільки матеріальні фактори, а й інтелектуальний капітал, породжений людськими знаннями. У сучасному світі саме знання й навички забезпечують відмінність однієї компанії від іншої тим, що дають компанії можливість довгострокового розвитку й придбання довгострокових конкурентних переваг. У підсумку, саме вартість інтелектуального капіталу дозволяє власникам бізнесу продавати його за ціною, що значно перевищує вартість матеріальних ресурсів. Інтелектуальний капітал, втілений у самих працівниках компанії або в їхніх колективах, і являє собою сукупність знань, кваліфікації, новаторства кожного зі співробітників компанії, систему цінностей, культуру й філософію компанії, які не можуть бути скопійовані або відтворені в іншій організації. Це докорінно відрізняє сучасну ситуацію від існуючої в умовах індустріального суспільства.

Таким чином, при визначенні ключових факторів вартості необхідно враховувати не тільки традиційні параметри, такі як витрати, доходи, капітальні вкладення й т.д. Їх можна значно підсилити, включивши параметри, що впливають на інтелектуальний капітал, що забезпечує більшу частку вартості компанії.

Наслідком переходу до VBM є трансформація системи показників компанії, що застосовується для оцінки і аналізу результатів її діяльності. На думку вчених [7, с.18], відмінною рисою нової, „фінансової”, моделі управління, яка заміщує традиційну „бухгалтерську” модель і відповідає завданням VBM, є використання не бухгалтерських принципів збирання і обробки інформації і аналізу, не статичних облікових трактувань ресурсів, що використовуються, а гнучке бачення подій, що відбуваються в світі, сценарійність мислення і методів аналізу, врахування альтернатив.

Фінансова модель управління передбачає визнання важливості обліку і аналізу впливу наступних ключових показників в процесі прийняття управлінських рішень:

- величина очікуваних грошових потоків, що будуть генеровані наявними і майбутніми активами компанії;
- часу виникнення цих потоків;
- рівня ризику, властивого інвестиціям даної компанії, що забезпечує створення цих потоків.

Особливу увагу необхідно приділити показникам, які будуть використовуватися для оцінки ефективності діяльності компанії. Зауважимо, що вибір певного показника серед групи існуючих показників, що застосовуються у вартісному підході, буде впливати як на стратегію управління фінансами підприємства, так і на

систему фінансового менеджменту в цілому. Якщо в традиційних системах управління ключовими критеріями ефективності є показники рентабельності, то управління, засноване на зростанні вартості, оперує іншими моделями, що мають суттєві відмінності від традиційних показників рентабельності.

Так, у вартісно-орієнтованому управлінні можуть використовуватися наступні моделі:

- MVA (Market Value Added) – ринкова додана вартість. Визначається як різниця між ринковою вартістю фірми і вартістю інвестованого в неї капіталу;

- CVA (Cash Value Added) – додана вартість грошового потоку. Модель поєднує оцінку вартості компанії на ex ante основі з ex post оцінкою роботи менеджменту компанії. Логіка CVA базується на співвідношенні операційного грошового потоку компанії з інвестованими платежами, що являють собою аналог економічної амортизації інвестицій;

- MCVA (Modified Cash Value Added) – модифікована додана вартість грошового потоку. Модифікація полягає в зміні алгоритму розрахунку майбутнього грошового потоку шляхом модифікації врахування очікувань в даному показникові;

- SVA (Shareholder Value Added) – акціонерна додана вартість. Являє собою різницю між розрахунковою і балансовою вартістю акціонерного капіталу;

- EVA (Economic Value Added) – економічна додана вартість. Розраховується як різниця між прибутком від звичайної діяльності підприємства за мінусом податків і величиною платні за інвестований в підприємство капітал;

- CFROI (Cash Flow Return on Investments) – доходність інвестицій на основі грошового потоку. Визначається шляхом скоригованого на інфляцію грошового потоку від операційної діяльності до скоригованого на інфляцію розміру інвестицій.

Кожна модель за основу бере розрахунок певного показника, який виступає критерієм ефективності діяльності компанії. Вибір в якості цільового критерію управління тієї чи іншої моделі залежить значною мірою від специфіки бізнесу, капіталоемності виробництва, ситуації в галузі та інших чинників.

В останні роки увага українських вчених [5, 6, 8] більше зосереджена на показнику економічної доданої вартості (EVA), який є найбільш поширеним в сучасній зарубіжній практиці фінансового менеджменту. Але широке застосування показника EVA в Україні вимагає адаптації звітної фінансової інформації вітчизняних компаній до тієї методології розрахунку, що використовується за кордоном.

На нашу думку, для подальшого поширення вартісного підходу в управлінні, необхідно проведення системних досліджень всіх фінансових моделей концепції VBM і приведення їх у відповідність до українських реалій.

Крім того, суттєвого вдосконалення потребують і сучасні методи оцінки безпосередньо вартості підприємства, особливо ті, що засновані на доходному і ринковому підходах, та можливості їх застосування в українських умовах.

Впровадження VBM на українських підприємствах можливе двома шляхами:

- „шоковий”, який передбачає впровадження концепції VBM відразу у всій компанії одночасно;

- поступовий, який передбачає впровадження так званого „пілотного проекту” в одному з підрозділів, що дозволяє одержати необхідний досвід і переконати решту зацікавлених сторін на користь VBM.

Вважається, що приблизний термін переходу на VBM становить один рік. Ключовим моментом в процесі переходу до VBM є створення системи показників, яка дозволяє судити про зміни вартості компанії. Ці показники мають бути інтегровані в систему фінансової звітності, а також в систему фінансового планування і бюджетування.

Зауважимо, що впровадження VBM має певні обмеження, пов'язані з галузевими особливостями підприємств. Так, для капіталоємних виробничих галузей більше підходить модель CFROI. В сфері послуг, навпаки, більше уваги має приділятися ефективній оцінці інтелектуального капіталу.

Крім того, існує думка [6], що до впровадження VBM більше підготовленими є компанії, які перебувають у кризовому стані, новостворені підприємства, а також ті компанії, що вже використовують систему збалансованих показників або функціонально-вартісне управління.

Але існують вагомі аргументи проти концепції VBM. Так, практика впровадження VBM зарубіжним компаніями свідчить про зниження рівня мотивації у співробітників, соціальні і громадські організації також критикують VBM концепцію за недостатнє відображення соціальних ефектів в діяльності компаній, що впроваджують вартісно-орієнтоване управління. Крім того, існує думка, що в довгостроковій перспективі впровадження VBM сприяє уповільненню зростання компанії, оскільки вищий менеджмент буде набагато менше зацікавлений інвестувати в бізнес-проекти з високим рівнем ризику. До того ж, широкого розповсюдження набула думка, згідно з якою компанії, що працюють на пострадянському просторі, ще не готові до повноцінного впровадження концепції VBM за таких причин: недостатній розвиток фондового ринку; низький ступінь відкритості суб'єктів підприємництва, непередбачуваність багатьох умов (мінливе законодавство, нестабільна політична ситуація та значний вплив політичного фактору на економічну діяльність окремих суб'єктів).

ВИСНОВКИ

В процесі дослідження теоретичних підходів до концепції фінансового менеджменту, заснованого на максимізації вартості суб'єкта підприємництва, ми дійшли до висновку, що вартісно-орієнтований підхід – це сучасна система управління, критерієм ефективності якої є зростання вартості підприємства, що відповідає зростанню добробуту його власників. Впровадження VBM менеджменту на Україні вимагає перш за все створення відповідної методологічної і методичної бази, адаптації інформаційної системи забезпечення фінансового менеджменту, систематизації моделей VBM менеджменту та коригування показників ефективності відповідно до українських реалій.

SUMMARY

In the article the basic theoretical conceptions of Value based management are highlighted. The key factors of conducting VBM management in Ukraine are researched and determined.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. К. Радченко. EVA-люция сбалансированной системы показателей // Корпоративный менеджмент. – 2008. - №4. - www.cfin.ru
2. Запорожский А.И. Управление стоимостью компании и стратегический анализ на основе модели МСВА // Корпоративные финансы. – 2007. - №1. – С.34-45
3. Волков Д.Л. Управление стоимостью компании: проблема выбора адекватной модели оценки // Вестник СПбГУ. – 2004. – Сер.8. – Вып. 4 (№32).
4. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.
5. Д. Каледонский. Value Based Management: ни отнять, ни прибавить // Генеральный директор. – 2007. - №5. – с.18-23
6. Д. Янгель. Модель EVA – ориентация на стоимость // Консультант. – 2005. - № 23. – С.20-28
7. Теплова Т.В. Корпоративные финансы в России: перспективы и реальность // Управление корпоративными финансами. – 2004. - №3. – с. 16-19
8. В.Р. Шевчук, Л.І. Чернобай. Концепція управління фінансами підприємства на базі економічної доданої вартості // Вісник національного університету „Львівська політехніка”. – 2007. - № 6. – с.41-49