DOI: 10.32999/ksu2307-8030/2020-40-11

УДК 658.14/.16

Моісеєв В.В.
магістрант
Одеського національного економічного університету
ORCID: https://orcid.org/0000-0002-0785-2527
E-mail: slaviklyon@gmail.com

Домбровська С.О.
кандидат економічних наук,
викладач кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку
Одеського національного економічного університету
ORCID: https://orcid.org/0000-0001-5589-7837
E-mail: sonya0493@rambler.ru

ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ПІДХОДУ ДО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

У статті досліджено особливості використання вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємством в сучасних мінливих економічних умовах. Виявлено переваги показника вартості підприємства як основного критерія оцінювання ефективності діяльності суб'єктів господарювання. Проаналізовано зарубіжний досвід впровадження вартісного підходу в управлінні підприємствами. Сформульовано основні напрямки підвищення показника вартості компанії. Визначено переваги вартісно-орієнтованого підходу та перепони у його впровадженні в управлінні підприємствами України. Запропоновано приймати максимізацію ринкової вартості вітчизняного підприємства за орієнтир забезпечення його позитивних результатів діяльності.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління, вартісний підхід, вартість компанії, оцінка вартості, додана вартість.

Моисеев В.В., Домбровская С.А. ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ СТОИМОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО ПОДХОДА К УПРАВЛЕНИЮ ПРЕДПРИЯТИЕМ

В статье исследованы особенности использования стоимостно-ориентированного подхода к управлению предприятием в современных изменчивых экономических условиях. Выявлены преимущества показателя стоимости предприятия как основного критерия оценки эффективности деятельности субъектов хозяйствования. Проанализирован зарубежный опыт внедрения стоимостного подхода в управлении предприятиями. Сформулированы основные направления повышения показателя стоимости компании. Определены преимущества стоимостно-ориентированного подхода и преграды в его внедрении в управлении предприятиями Украины. Предложено принимать максимизацию рыночной стоимости отечественного предприятия за ориентир обеспечения его положительных результатов деятельности.

Ключевые слова: стоимостно-ориентированное управление, стоимостный подход, стоимость компании, оценка стоимости, добавленная стоимость.

Moiseiev Viacheslav, Dombrovska Sofiia. ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF A VALUE BASED APPROACH TO MANAGEMENT OF ENTERPRISE

The article investigates the features of using a value-oriented approach to enterprise management in modern changing economic conditions. It is established, that the urgent problem today is to determine a reasonable target for value-oriented management. The application of indicators and models of enterprise valuation adequate to the Ukrainian economic conditions is analyzed. The advantages of the indicator of the value of the enterprise as the main criterion for assessing the efficiency of economic entities are identified. The foreign experience of introduction of the value-oriented approach in the management of the enterprises is analyzed. The main directions of increasing the value of the company are formulated. It is established, that the indicator in the system of value-oriented management approach should reflect the value of the company and the effectiveness of management decisions. The main goal of the value-oriented management system is formulated, which is to coordinate and motivate decision-making that will lead to long-term competitive advantages. It was found, that companies which use the principles of value-oriented approach in management, have advantages over companies in similar areas of business that use traditional tools for making management decisions. The advantages of the value-oriented approach and obstacles in its implementation in the management of Ukrainian

enterprises are identified. According to the VBM approach, the main indicator of evaluating the results of the enterprise is its value. This indicator of the value-oriented approach has certain advantages over traditional criteria for assessing the effectiveness of the company. It is noted, that using the approach of cost-oriented management of the enterprise does not always cause positive changes in the company's activities, which is caused by such major problems as difficulties in setting motivational goals and inconsistency between EVA and shareholder value. It is proposed to take the maximization of the market value of the domestic enterprise as a benchmark for ensuring its positive results.

Keywords: Value Based Management, value-based approach, value of company, value assessment, added value.

Постановка проблеми. Найбільш популярною концепцією менеджменту, якій відають перевагу іноземні корпорації протягом останніх десятиліть, можна відзначити вартісно-орієнтований підхід до управління підприємством. Використання даної концепції надає можливість здійснити позитивний вплив на підприємство в реаліях сучасної економіки, сприяти його адаптації до наслідків кризових явищ, забезпечити сталий та ефективний розвиток підприємства в умовах мінливості та невизначеності зовнішнього і внутрішнього економічного середовища.

В Україні впровадження системи управління вартістю підприємства потребує її адаптації до сучасних реалій та тенденцій вітчизняної економіки, здійснення фундаментального дослідження сутності й ролі ринкової вартості та ринкової капіталізації підприємства в межах цільової спрямованості даного підходу до управління, проведення детальної оцінки можливостей використання у вартісно-орієнтованому управлінні такого цільового критерію, як максимізація ринкової капіталізації підприємства. На сьогоднішній час досить актуальною проблемою є визначення обґрунтованого цільового орієнтира вартісно-орієнтованого управління, застосування адекватних українським економічним умовам показників та моделей оцінювання вартості підприємства.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Розвитку вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємства присвятили свої праці такі зарубіжні дослідники, як Т. Коллер, П.В. Контес, Дж.М. Мак Таггарт, Д.Д. Мартін, М.М. Менкінс, Дж.В. Петті, А. Раппапорт, Б. Стюарт, Дж. Штернта та ін. Серед вітчизняних вчених проблемами вартісно-орієнтованої концепції менеджменту займалися такі вчені, як О.О. Захаркін, І.В. Івашковська, М.В. Корягін, О.А. Лаговська, К.А. Мамонов, О.Г. Мендрул, О.Б. Мних, Т.В. Момот, В.А. Панков, І.Й. Яремко, А.І. Шигаєв та ін.

Попри значну кількість досліджень у економічній науці щодо ролі ринкової вартості та ринкової капіталізації підприємства у вартісно-орієнтованому управлінні, є недостатньо розробленим та висвітленим питання щодо цільового критерію вартісно-орієнтованого управління в українських реаліях, що створює певні перепони у застосуванні показників та моделей оцінювання вартості підприємства.

Мета статті полягає в дослідженні доцільності застосування вартісної концепції управління підприємства та оцінці можливостей впровадження даної концепції у діяльності вітчизняних суб'єктів господарювання.

Виклад матеріалу дослідження та його основні результати. Вартісно-орієнтоване управління (англ. Value Based Management, VBM) становить собою концепцію управління, метою якої є якісне покращення стратегічних та оперативних управлінських рішень на усіх рівнях і етапах організації на основі концентрації зусиль суб'єктів, що приймають рішення. Не дивлячись на розгалуженість цільових функцій в управлінні підприємства, найбільш ефективною та адекватною сучасним економічним процесам можна відзначити максимізацію вартості компанії, яка визначається дисконтованими грошовими потоками у майбутньому періоді. Варто зауважити, що знов створена вартість виникає лише за умови, коли підприємство отримує віддачу від інвестованого капіталу, розмір якої перевищує витрати на залучення цього капіталу.

Концепція управління вартістю компанії отримала свій розвиток, починаючи з 80-х рр. XX століття у Сполучених Штатах Америки. Перше теоретичне обґрунтування даної концепції належить А. Раппапорту. У власній праці «Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance» [1, с. 58] А. Раппапорт обґрунтовано доводить необхідність фокусування менеджерами своїх зусиль на зростанні вартості для інвесторів. Ключова ідея підходу автора полягає у оцінці ефективності інвестиційної та фінансової стратегій корпорації, враховуючи її здатність створювати акціонерну вартість (англ. Shareholder Value Added, SVA). У роботі «Ten Ways to Create Shareholder Value» [2, с. 70–72] А. Раппопортом вперше в економічній науці було визначено основні принципи вартісно-орієнтованого управління на підприємстві.

Варто зазначити, що абревіатура VBM (Value Based Management) виникла у 1990-х роках завдяки праці Б. Стюарта, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Мурріна під назвою «Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies» [3], яка стала фундаментальним дослідженням вартісно-орієнтованого менеджменту.

Відповідно підходу VBM основний показник оцінювання результатів діяльності підприємства – це його вартість, яка має певні переваги у порівнянні з традиційними критеріями оцінювання ефективності діяльності компанії.

До уваги пропонується у табл. 1 порівняльна таблиця показників чистого прибутку та вартості підприємства.

Таким чином, можна зробити висновок, що показник вартості усуває певні недоліки, які є властивими показнику чистого прибутку, та надає можливість враховувати більш значну кількість факторів, що мають вплив на результат діяльності підприємства. Щодо цього питання, Т. Коупленд відзначав, що вартість є результівним показником, який інтегрує кращу і найбільш повну інформацію [3, с. 152].

Менеджери великих корпорацій все частіше використовують для оцінки поточної ефективності компаній в цілому та їх підрозділів вартісно-орієнтовані показники, які дозволяють оцінити ефективність діяльності компаній на основі економічного прибутку. Найбільш розповсюдженими з них є наступні показники:

– Economic Value Added (EVA) – показник доданої економічної вартості;

– Shareholder Value Added (SVA) – показник акціонерної доданої вартості;

– Market Value Added (MBA) – показник доданої ринкової вартості.

Показник EVA є результатом досліджень, проведених консалтинговою компанією «Stern Stewart &

Таблиця 1

Порівняльна характеристика чистого прибутку та вартості підприємства

Чистий прибуток	Вартість підприємства
Мета використання показника:	
Використовується для оцінки управлінських рішень на етапі тактичного управління.	Використовується для оцінки управлінських рішень на етапі стратегічного управління. Компоненти даного показника (наприклад, економічний прибуток) дають змогу оцінити результати тактичного управління.
Розрахунок величини показника:	
Розрахункова величина, що формується відповідно обліковій політиці підприємства.	Величину немає можливості штучно завищити або занизити, тому що розрахунок показника пов'язаний з рухом грошових коштів.
Особливості використання показника:	
Не дає змоги оцінити рівень платоспроможності підприємства та його інвестиційну активність.	Надає можливість здійснити оцінку рівня платоспроможності підприємства та його інвестиційної активності.
Врахування витрат:	
Враховує у розрахунках лише витрати, пов'язані з користуванням позикового капіталу.	Враховує у розрахунках витрати, пов'язані з користуванням усіх джерел фінансування діяльності підприємства.
Врахування ризиків:	
Не враховується діловий та фінансовий ризик, які є характерними для діяльності підприємства.	Враховується діловий і фінансовий ризик, що характерні для діяльності підприємства.

Джерело: складено автором на основі [3, с. 110-115]

Со», що була заснована Б. Стюартом, який визначає економічну додану вартість як різницю між чистою величиною операційного прибутку після оподаткування та витратами на залучення капіталу [4, с. 25].

Окрім цього, також можна зустріти ще одну назву показника EVA – залишковий прибуток, тобто це прибуток, який залишився після сплати за капітал. Основним призначенням показника є те, що власному (акціонерному) капіталу необхідно отримати хоча б ту ж саму норму повернення, враховуючи інвестиційні ризики на ринку капіталів [5, с. 172].

Показник EVA визначають як різницю між чистим операційним прибутком після сплати податків і альтернативною вартістю інвестованого капіталу.

Варто встановити основні відмінності між бухгалтерським і економічним прибутком. Перша відмінність полягає у тому, що при розрахунку економічного прибутку враховуються витрати на капітал. Друга відмінність пов'язана з особливостями у методах визначення доходів і витрат.

При обчисленні бухгалтерського прибутку застосовують метод нарахування, а для економічного прибутку використовують касовий метод. Зазначені відмінності викликають труднощі при реальному розрахунку показника EVA, оскільки базою для його обчислення слугує фінансова звітність, у якій всі показники сформовані методом нарахування.

Виходячи з особливостей розрахунку показника EVA, виникає можливість сформулювати основні напрямки покращення значення даного показника. Так, необхідне збільшення доходів, які будуть згенеровані інвестованими коштами. Досягнення такого результату можливо досягти за рахунок управління витратами, підвищення ефективності здійснення бізнес-процесів на основі реінжинірингу. Наступним напрямком може бути управління структурою капіталу, розширення та інвестування коштів в проєкти, рентабельність яких вища витрат на капітал, який був залучений у процес реалізації даного проєкту [6, с. 98]. Також призведе до поліпшення показника EVA підвищення ефективності управління активами шляхом продажу непрофільних або збиткових активів, скорочення термінів оборотності дебіторської заборгованості та запасів.

Показник акціонерної доданої вартості є зареєстрованим товарним знаком (SVA) консалтингової компанії «L.E.K. Consulting». Зокрема, автором показника SVA заведено вважати А. Раппапорта. У своїх роботах Раппапорт визначає акціонерну додану вартість як приростання між показником вартості акціонерного капталу після певної операції та показником вартості того ж капіталу до цієї операції [7].

Досить часто зустрічається інше трактування показника: SVA: як приріст між розрахунковою вартістю акціонерного капіталу (наприклад, завдяки методу дисконтування грошових потоків) і балансовою вартістю акціонерного капіталу.

Доцільно відзначити, що, як і показник EVA, акціонерна додана вартість застосовується для визначення вартості компанії та ефективності інвестиційних рішень. Основною перевагою SVA перед EVA становить те, що за допомогою показника SVA оцінюється ринкова вартість інвестованого капіталу і вже немає потреби у коригуванні при обчисленні чистого операційного прибутку.

Основний недолік представленої моделі полягає у трудомісткості розрахунків та труднощах, які пов'язані з прогнозуванням грошових потоків.

Показник доданої ринкової вартості MVA дозволяє визначити величину перевищення ринкової капіталізації компанії над вартістю власного капіталу, представленої в бухгалтерському балансі. Ринкова капіталізація бізнесу являє добуток кількості випущених в обіг акцій підприємства на їх ринкову ціну.

Вважається, що показник MVA є похідним показником EVA. Крім того, авторські права на показник MVA також належать компанії «Stern Stewart & Co». Сама ж консалтингова компанія інтерпретує MVA як додатковий акціонерний капітал, який дорівнює поточній вартості майбутніх очікуваних EVA [8].

Показник в системі VBM повинен відображати вартість компанії та ефективність прийняття управлінських рішень. Розглянутий показник MVA не відповідає зазначеним вимогам, адже на ринкову капіталізацію мають вплив численні неконтрольовані менеджментом компанії фактори. Якщо результати діяльності компанії оцінювати за даним показником, це може причинити прийняття керівництвом рішень з короткостроковим впливом на курсову вартість акцій.

Основна ж мета системи VBM полягає у координації та мотивації прийняття рішень, які призведуть довгострокові конкурентні переваги.

Існує багато яскравих прикладів успішного застосування концепції VBM. Найбільш яскравим є приклад компанії «Coca-Cola», яка почала використовувати показник EVA з 1981 р. та забезпечила собі успіх та стале зростання. Компанії, які використовують принципи VBM, мають перевагу по відношенню до компаній аналогічних сфер бізнесу.

У табл. 2 представлено відсоток поліпшення конкретних характеристик у компаній, які використовують концепцію VBM, порівняно з компаніями, що користуються традиційними системами управління.

Таблиця 2

Зростання характеристик компаній при використанні VBM-системи

Характеристика	% зростання
Підвищення прозорості у створенні вартості компанії	87
Зацікавленість робітників у створенні вартості	87
Підвищення ефективності використання ресурсів	82
Збільшення доходності акцій у порівнянні з конкурентами	73
Зростання ефективності планування інвестицій	69
Побудова ефективної схеми ведення кредитних переговорів	68
Орієнтація на довгостроковий розвиток	68

Джерело: складено автором на основі [9, с. 67]

Як вказано у дослідженні [9], концепція VBM зовсім не впливає на здатність компанії до інновацій. Крім того, успішні виконавці виявили, що програми VBM не тільки підвищують вартість для інвесторів, але також підвищують очікування інвесторів, що робить необхідним для компанії постійно знаходити нові способи створення вартості. Однак, всупереч цим застереженням, раціонально застосована програма VBM спрямовує рентабельність компанії на надійний шлях, забезпечуючи найкращу можливість для стійкого зростання у порівнянні з іншими концепціями.

Необхідно відзначити, що використання підходу VBM не завжди спричиняє позитивні зміни у діяльності компанії, це пов'язано з такими основними проблемами, як труднощі при постановці мотиваційних завдань на основі EVA для менеджерів та неузгодженість між показником EVA і створенням акціонерної вартості, яка виникла внаслідок використання амортизаційного методу бухгалтерського обліку згідно GAAP.

Світовий досвід показує, що застосування підходу VBM має певні обмеження, тому не кожна компанія може отримати однакову користь. Так, концепція VBM, яка приймає до уваги показники повернення на капітал, більш придатна для капіталомістких, виробничих галузях, порівняно зі сферою послуг, де більшу увагу приділяють розвитку людських ресурсів. Вважається, що до використання підходу VBM мають кращу підготовку компанії, які відчувають фінансові труднощі, аніж ті, які тільки створили бізнес та у яких справи і так добре йдуть.

Використання підходу VBM є дуже складним процесом, оскільки передбачається кардинальна зміна сформованих норм корпоративної культури. Відповідно до західної статистики, майже половина випадків впровадження VBM має обмежений ефект, тобто не виправдовує всіх покладених на цей інструмент очікувань. Можна відзначити основні причини, які призводять до невдач:

– керівництво недооцінює обсяги часу і ресурсів, які необхідні для впровадження VBM;

– керівництво надає недостатню підтримку впровадженню VMB, створення вартості не є ключовим аспектом стратегії компанії;

– використовуються занадто складні моделі оцінки вартості підприємства;

– обрані нераціональні критерії оцінки вартості.

Аналізуючи систему менеджменту українських підприємств варто відзначити, що переважна більшість з них навіть не планує введення вартісного підходу. Що стосується тих українських компаній, менеджмент яких декларується, як спрямований на використання концепцій VBM, то на більшості з них не здійснюються реальні кроки щодо практичної їх реалізації. Це свідчить про низький рівень використання підходу VBM на українських підприємствах. Виникає питання, чи потрібно взагалі вітчизняним підприємствам здійснювати перехід на вартісно-орієнтовану систему управління. У світовій практиці є багато прикладів, які доводять ефективність даної концепції. Проте варто встановити наскільки вона підходить для України. В українській економіці існує ряд перешкод, які роблять дану концепцію менш ефективною. До них можна віднести низький рівень розвитку фондового ринку, відсутність відкритості суб'єктів бізнесу, невизначеність багатьох умов (законодавство, упереджене ставлення до компанії державних органів з політичних причин).

Висновки. Концепція управління підприємством, яка базується на максимізації його вартості, є однією з найуспішніших та розповсюджених. Це спричинено тим, що зміна вартості компанії, яка виступає критерієм ефективності господарської діяльності, враховує значний обсяг інформації, пов'язаної з функціонуванням компанії. Безумовно, існують і певні труднощі у розрахунках показника вартості компанії, позаяк є певні обмеження і недоліки, тому найбільш ефективним для українських підприємств може бути комбіноване використання кількох показників при оцінюванні процесу створення вартості.

З усім тим, концепція вартісно-орієнтованого управління має труднощі з широким розповсюдженням в Україні найближчим часом. Головна складність застосування цього підходу полягає у складних розрахунках та у комплексній процедурі впровадження. По-перше, щоб розрахувати показник EVA, компанія повинна перейти від традиційної форми звітності до управлінської. По-друге, виникає необхідність у додаткових матеріальних та людських ресурсах, що вимагається певними розрахунковими моделями концепції VMB. Окрім цього, персонал компанії може сумнівно сприйняти такий підхід, що також варто враховувати. Тому на сьогоднішній час українським підприємствам рекомендується орієнтуватися на максимізацію своєї ринкової вартості, забезпечуючи сталий та стрімкий розвиток в мінливих економічних умовах.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. New York : Free Press, 2000. 270 p.
2. Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review.* 2006. Pp. 66–77.

3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. Москва : Олимп Бизнес, 2008. 576 с.
4. Гусев А.А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании. *Финансовый менеджмент.* 2005. № 1. С. 25–26.
5. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. Москва : Дело, 2001. 360 с.
6. Домбровська С.О., Лапіна І.С. Структура капіталу підприємства: сучасні проблеми та парадигма розвитку : монографія. Харків : «Діса плюс», 2020. 256 с.
7. Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости. URL: http://www.management.com.ua/finance/fin025.html (дата звернення: 20.10.2020).
8. The independent strategy consulting boutique – Stern Stewart & Co. URL: http://www.sternstewart.com (дата звернення: 23.10.2020).
9. Haspeslagh Ph., Tomo N., Fares B. Managing for Value: It's Not Just About the Numbers. *Harvard Business Review.* 2007. Pp. 65–73.

REFERENCES:

1. Rappaport A. (2000) Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. New York: Free Press.
2. Rappaport A. (2006) Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, pp. 66–77.
3. Kouplend T., Koller T., Murrin D. (2008) *Stoimost kompanij: ocenka i upravlenie* [Company value: assessment and management]. Moscow: Olimp Biznes. (in Russian)
4. Gusev A.A. (2005) Koncepcija EVA i ocenka jeffektivnosti dejatelnosti kompanii [EVA concept and assessment of the company's performance]. *Finansovyj menedzhment* [Financial management], no. 1, pp. 25–26.
5. Uolsh K. (2001) *Klyuchevye pokazateli menedzhmenta: kak analizirovat, sravnivat i kontrolirovat' dannye, opredelyayushchie stoimost kompanii* [Key management indicators: how to analyze, compare and control the data that determine the company's value]. Moscow: Delo. (in Russian)
6. Dombrovska S.O., Lapina I.S. (2020) *Struktura kapitalu pidpryiemstva: suchasni problemy ta paradyhma rozvytku* [The capital structure of the enterprise: modern problems and development paradigm]. Kharkiv: «Disa plus». (in Ukrainian)
7. Stepanov D. Value-Based Management i pokazateli stoimosti [Value-Based Management and cost indicators]. Available at: http://www.management.com.ua/finance/fin025.html (accessed 20 October 2020).
8. The independent strategy consulting boutique – Stern Stewart & Co. Available at: http://www.sternstewart.com (accessed 23 October 2020).
9. Haspeslagh Ph., Tomo N., Fares B. (2007) Managing for Value: It's Not Just About the Numbers. *Harvard Business Review,* pp. 65–73.

Стаття надійшла до редакції 01.11.2020.
The article was received 01 November 2020.