

налом: Учебник для вузов. — 3-е изд. — Н. Новгород: НИМБ, 2001. — 702 с. 5. Глинский В. В. Статистический анализ: Учебн. пособие / В. В. Глинский, В. Г. Ионин. — 2-е изд., перераб. И доп. — М.: Инф.-изд. дом «Филинь», 1998. — 264 с. 6. Плюта В. Сравнительный многомерный анализ в эконометрическом моделировании: Пер. с польск. В. В. Иванова. — М.: Финансы и статистика, 1989. — 176 с. 7. Китаев Н. Н. Групповые экспертные оценки. — М.: Знание, 1975. — 220 с.

Стаття надійшла до редакції
09.12.2006 р.

УДК 336.76

Момот Т. В.

ЕВОЛЮЦІЯ ПАРАДИГМИ ВАРТОСТІ І СТРАТЕГІЧНИХ ПОКАЗНИКІВ ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА (ROI, ROE, EVA, CFROI, CVA, BSC)

In the article the indicators of the joint-stock companies activities efficiency (ROI, ROE, EVA, CFROI, CVA, BSC) are revealed from the point of view of value paradigm evolution. The emphasis is made on EVA decomposition for introduction in the joint stock companies practice for the value-based management installment. The advantages and disadvantages of each indicator are considered.

У сучасних умовах концепція вартості прийнята світовим економічним співтовариством в якості базової парадигми розвитку бізнесу. Одночасно постійно удосконалюється система показників оцінки ефективності діяльності акціонерного товариства в рамках концепції управління вартості, еволюціонують методи фінансового аналізу.

Найбільш поглиблену (багатофакторну) оцінку умов формування окремих агрегованих фінансових показників дозволяє одержати інтегрований фінансовий аналіз. Добре відомою в сучасній вітчизняній практиці фінансового аналізу є система інтегрального аналізу DuPont: (перша модифікація) ефективності використання активів **ROA (Return on Assets)** і (друга модифікація) ефективності використання власного капіталу **ROE (Return on Equity)**. Система є достатньо показовою в частині характеристики економічної діяльності підприємства, але залежить від бухгалтерських стандартів, що застосовуються і не враховує витрати на залучення капіталу.

Разом з тим з впровадженням сучасних інформаційних технологій потребують удосконалення й адаптації до українських умов функціонування акціонерних товариств більш об'єктивні і складні вартісно-орієнтовані показники.

Концепція економічного прибутку (**EVA — Economic Value Added**) обговорюється в економічній літературі вже більше 100 років. Але впровадження концепції EVA пов'язане з діяльністю консалтингової компанії Stern Stewart & Co, заснованої Бенкетом Стюартом (G. Bennett Stewart) в кінці 80-х років [1]. Концепція EVA базується на концепції залишкового доходу (residual income), запропонованої Альфредом Маршаллом [2]. Модель EVA має місце і в книзі П. Друкера «Managing for Results» (1964 р.).

Доцільність використання EVA обґрунтовується тим, що інвестори (акціонери) повинні отримати норму повернення за

прийнятий ризик на вкладений капітал. З цього випливає, що капітал акціонерного товариства повинен генерувати як мінімум таку ж норму повернення, як і схожі інвестиційні ризики на ринках капіталів. В іншому випадку інвестування в акціонерне товариство є недоцільним.

Існує два основних варіанта розрахунку показника EVA. EVA представляє собою економічний прибуток, зароблений акціонерним товариством після вирахування всіх капітальних витрат [3].

1. $EVA = NOPAT - (WACC \times Invested\ Capital)$, (1)
де **NOPAT (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes)** — чистий операційний прибуток за відрахуванням скоригованих податків;
WACC — середньозважена вартість капіталу;
Invested Capital — величина інвестованого в бізнес капіталу.

2. $EVA = (ROIC - WACC) \times Invested\ Capital$ (2)
де **ROIC (Return on Investment Capital)** — дохідність використаного капіталу.

ROIC розраховується як відношення чистого прибутку до середнього за рік значення інвестованого в бізнес капіталу.

За бази EVA вартість акціонерного товариства доцільно розраховувати за формулою:

$$V = CI + PV(EVA_u) + \sum_{i=1}^n PV(EVA_p)_i \quad (3)$$

де **CI** — раніше інвестований капітал (**Capital Invested in Assets in Place**);

PV(EVA_u) — теперішня додана вартість від капітальних вкладень (**PV of EVA from Assets in Place**);

$\sum_{i=1}^n PV(EVA_p)_i$ — сума теперішніх доданих вартостей від здійснення нових проектів (**Sum of PV of EVA from new projects**).

Зазначимо також, що для практичного застосування потребують корегування показники **EBIT** — операційного прибутку до виплати відсотків за кредит та податків і сума інвестованого капіталу, що вносить достатньо суб'єктивізму в показник вартості визначений за EVA. Крім того, Ферріс К. і Пешеро Петі Б. відмічають, що економічний прибуток не повністю враховує вплив інфляційних процесів і дає помилкові оцінки в разі наявності у компанії циклічного характеру прибутку, значного відхилення капітальних видатків від історичного рівня при відносно невеликій вартості активів або наявності у компанії значного рівня нематеріальних активів [4]. Зауважимо також, що показник EVA не враховує грошових потоків і зміни вартості грошей у часі.

Таким чином, концепція оцінки за EVA є найбільш прийнятною для оцінки стабільних компаній, що оперують в макроекономічному середовищі з низьким рівнем інфляції, мають відносно постійний рівень капітальних витрат і добре передбачувані доходи в майбутньому. При цьому, позитивне значення EVA характеризує ефективне використання капіталу, EVA = 0 — характеризує одержання інвесторами прибутку, що компенсує ризик інвестування, негативне значення EVA свідчить про неефективне використання капіталу.

Зазначені недоліки EVA зникають при розрахунку показника **CFROI**.

Рентабельність інвестицій розрахована за грошовими потоками (**CFROI — Cash Flow Return on Investment**) визначається за формулою:

$$CFROI = CIF / COF \quad (3)$$

де **CFROI** — рентабельність інвестицій розрахована за грошовими потоками;

CIF — скоректовані грошові притоки в поточних цінах;

COF — скоректовані грошові відтоки в поточних цінах.

Разом з тим результат за моделлю показника CFROI визначається як відносний показник, що є суттєвим недоліком і, на відміну від показника EVA, не дає змоги декомпонувати його за складовими для впровадження в систему вартісно-орієнтованого менеджменту.

Останнім часом набув поширення показник грошової доданої вартості (CVA — Cash Value Added або RCF — Residual Cash Flow). В основі даного показника лежить концепція залишкового доходу (residual income), а формула його розрахунку має вигляд:

$$RCF (CVA) = AOCF - WACC \times TA \quad (4)$$

де AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) — скоректований операційний грошовий потік;

WACC — середньозважена ціна капіталу;

TA — сумарні скоректовані активи.

Так, показник CVA будується за грошовими потоками та, на відміну від показника CFROI, враховує витрати на залучення й обслуговування капіталу з різних джерел.

Серед сучасних підходів до управління діяльністю підприємства слід особливо виділити формування збалансованої системи показників (ЗСП). Найбільшого поширення набув підхід, запропонований Робертом С. Капланом і Девідом П. Нортоном, що базується на поділі всієї сукупності показників оцінки за чотирма складовими: фінансової; клієнтської; складової внутрішніх бізнес-процесів; навчання та розвитку [5].

Таким чином, розглянуті підходи до визначення вартісно-орієнтованих показників діяльності акціонерних товариств свідчать про постійний пошук адекватних моделей, що могли б бути використані в якості системи управління вартістю бізнесу акціонерного товариства.

Проведене дослідження свідчить, що найбільш поширеною в практичному застосуванні акціонерних товариств розвинутих країн є модель EVA, яку слід розглядати не тільки як засіб визначення вартості акціонерного товариства, а й як інструмент управління вартістю. Тому, показник EVA доцільно декомпонувати за факторами вартості.

Використання показника EVA в якості бази для управління вартістю акціонерного товариства (таблиця), що, з одного боку, найбільше корелює з ринковою вартістю, а з іншого — може бути використаним в оперативному управлінні акціонерним товариством. Показник EVA може бути індикатором щодо виплати заробітної плати менеджерам акціонерного товариства, стимулюючи їх до: підвищення операційного прибутку без збільшення капіталу, що фінансує операційну діяльність; збільшення залученого капіталу доти, поки дохід від інвестування позикового капіталу покриває витрати щодо його залучення і обслуговування; вивільнення капіталу та погашення кредиту доти, поки втрати в прибутку не будуть покриватися за рахунок економії на платі за капітал.

Таблиця

Фактори вартості акціонерного товариства за показником EVA

ФАКТОРИ ВАРТОСТІ ПЕРШОГО РІВНЯ		
Ефективність операційної діяльності NOPAT	Ефективність інвестиційної діяльності ROIC	Ефективність фінансової діяльності WACC
ФАКТОРИ ВАРТОСТІ ДРУГОГО РІВНЯ		
Обсяг продажу і ціна	Обсяг і рентабельність інвестицій у виробництво	Ліквідність
Обсяг і доля витрат	Обсяг і рентабельність інвестицій в злиття та поглинання	% ставка за кредитами
Продуктивність	Обсяг і рентабельність інвестицій в НДДКР	Податкова ставка
Номинальна податкова ставка	Обсяг і рентабельність інвестицій у брендінг	Фінансовий важіль

Крім того, концепція EVA інтегрується з концепцією ABC (Activity-Based-Costing), що дозволяє підвищити ефективність управління витратами і капіталом. Система ABC-EVA, як інструмент реінжинірингу бізнес процесів, запобігає прийняттю менеджерами короткострокових рішень, що базуються на показнику прибутку, які можуть негативно позначитися на величині вартості компанії в довгостроковій перспективі.

Разом з тим показник EVA не враховує впливу якості корпоративного управління на підвищення вартості акціонерного товариства, що ставить завдання пошуку адекватного виміру такої залежності.

Література: 1. Bennett Stewart G. The Quest for Value. — New York: Harper Business School Press, 1991. — P. 225. 2. Маршалл А. Принципы экономической теории: В 3-х т. Т. 2 / Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1993. — 256 с. 3. Ван Хорн Джеймс К. Основы финансового менеджмента / Джеймс К. Ван Хорн, Д. М. Вахович; [Пер. с англ. — 11-е издание. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2001. — 992 с. 4. Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. П. Пешеро; [Пер. с англ. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. — 256 с. 5. Каплан Роберт С. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Роберт С. Каплан, Дейвид П. Нортон; [Пер. с англ. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2003. — 320 с.

Стаття надійшла до редакції
25.01.2006 р.

УДК 330.101.542

**Мартюшева Л. С.
Мілованова А. Б.**

КАТЕГОРІЯ «АНТИКРИЗОВЕ УПРАВЛІННЯ» ЯК ПРОЦЕСНЕ ЯВИЩЕ

In the article the critical review of approaches to determining the notion «anticrisis management» is made. The generalization of research approaches to the determination «anticrisis management» in the cut of elements which are marked in the article is given.

Економічні реформи в Україні в перше десятиріччя її незалежності з цілого ряду причин супроводжувалися розвитком кризових явищ в суспільно-політичній та економічній сферах. Низька ефективність виробництва, відсутність дієвих стимулів для подальшого розвитку і підприємницької активності суб'єктів господарювання, неадекватний ринковим вимогам механізм управління фінансово-господарською діяльністю, цінові диспропорції і несприятливий вплив зовнішнього середовища стали для більшості підприємств причинами стагнації та банкрутства. У цей період і дотепер перед системою управління суб'єктів господарювання актуалізується проблема впровадження антикризових механізмів, організація яких враховувала б специфіку їхньої діяльності, зокрема галузеву приналежність, розмір, форму власності тощо.

В останні роки хоча і спостерігається тенденція стабілізації діяльності і навіть поступове нарощування економічного потенціалу певної частини вітчизняних підприємств, але нестійка кон'юнктура ринкового середовища вимагає постійного відслідковування та впровадження в менеджмент спеціальних антикризових заходів для забезпечення їх життєдіяльності. У зв'язку з цим питання організації на підприємствах антикризового управління стало об'єктом все більш активного вивчення науковцями та практиками.

Організація антикризового управління, як і організація управлінської діяльності взагалі, є необхідною процедурою в системі менеджменту, оскільки саме організування дозво-