

УДК 330.133.2

DOI: <https://doi.org/10.32782/2415-8801/2020-6.11>

Мілінчук О.В.

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри туризму та готельно-ресторанної справи,
Державний університет «Житомирська політехніка»

ЕВОЛЮЦІЯ ФОРМУВАННЯ ПОКАЗНИКІВ ДЛЯ ПОТРЕБ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

У статті розглянуто актуальні питання розвитку концепції вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємством, підкреслено роль вартісно-орієнтованих показників як стратегічних, що дозволяють узгодити всі цілі діяльності компанії шляхом концентрації зусиль на ключових чинниках створення вартості та проаналізовано еволюцію підходів до визначення вартісно-орієнтованих показників, зміни в методиці їх розрахунку. Розкрито модель залишкового прибутку (RIM) шляхом представлення методики обчислення залишкового чистого (RE) та залишкового операційного прибутку (ReOI), а також модель залишкового прибутку на основі ринкової вартості (RIMV) у версії Г. Арнольда. Представлено особливості розрахунку доданої економічної вартості (EVA) з врахування коригувань за версією Б. Стюарта. Визначено поняття та формування показника доданої ринкової вартості (MVA). Проаналізовано показник доданої грошової вартості (CVA) у версії Boston Consulting Group. Узагальнено особливості використання вартісно-орієнтованих показників з врахуванням в методиці розрахунку фінансових очікувань, можливості створення системи драйверів та рівня складності у впровадженні в управлінську роботу. Підкреслено універсальність використання досліджуваних вартісно-орієнтованих показників, незалежно від галузевої приналежності підприємства.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління, ринкова вартість, акціонерна вартість, додана вартість, дисконтована ні грошові потоки.

EVOLUTION OF INDICATORS FOR VALUE-BASED MANAGEMENT NEEDS

Milinchuk Olga

Zhytomyr State Polytechnic University

The article is devoted to topical issues of development of the concept of value-based approach to the enterprise management. The role of value-based indicators as strategic ones, which allow reconciling all goals of the company by concentrating efforts on key factors of value creation, is emphasized. The evolution of views on the set of value-based indicators, changes in the methods of their calculation are analyzed. Methodologically indicators are based on financial statements data as well as forecast cash flow statements with a number of adjusted indexes depends on model. The model of residual income (RIM) by presenting the method of calculating residual net income (RE) and residual operating income (ReOI), as well as the model of residual income based on market values (RIMV) in the version of G. Arnold are described. The procedure of calculating the added economic value (EVA) with taking into account the adjustments according to B. Stewart version is presented. The concept and formation of the market value added (MVA) is defined. Such value-based indicator as cash value added (CVA) in the version of Boston Consulting Group was analyzed. The essence of A. Rappaport's «shareholder value added» indicator (SVA) is described. The overview of the key value-based indicators and the peculiarities of their use by taking into account the possibility of calculating financial expectations within each methodology, the needs of creating a system of drivers and the level of complexity in the implementation for management are determined. The universality of the use of the described value-based indicators regardless of the branch affiliation of the enterprise is emphasized. The article will be interesting for the top-managers which are responsible to implement the principles of value-based management, to measure its effectiveness by value-based indicators integrated in strategic balanced scorecard. A promising scientific task is to review the role of hired managers within value-based management concept which is to create and increase the value of the enterprise in the interests of owners and other stakeholders.

Keywords: value-based management, market value, shareholder value, added value, discounted cash flows.

Постановка проблеми. Концепція вартісно-орієнтованого управління з'явилась у США у 1980-х рр. як відповідь на потребу змінювати підходи до класичного управління внаслідок динамічного розвитку фондових ринків. Це трансформаційний момент розвитку менеджменту, коли результативність стала вимірюватись не лише фінансовими критеріями, а й показниками, що характеризують зміну вартості бізнесу. Таким чином, вартісно-орієнтоване управління виникло як необхідність формуванням нового способу мислення

топ-менеджменту компаній в умовах зростання конкуренції. Вибір показника вартості як основного стратегічного орієнтира розвитку підприємства дозволив узгодити всі цілі діяльності компанії шляхом концентрації зусиль на ключових чинниках створення вартості, а також встановити залежність між стратегією та вартістю підприємства на ринку капіталу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Концептуальні положення вартісно-орієнтованого управління викладені в наукових працях Г. Арнольда [4], Т. Кол-

лера, Т. Коупленда, Дж. Мурріна, Б. Мадден, А. Раппарта [7], Б. Стюарта [8], Дж. Стерна, Т. Л'юїса та ін. Серед вітчизняних науковців значний внесок у розвиток методології та практики вирішення зазначених проблем зробили такі вчені: О.В. Ареф'єва, О.І. Давидов, Т.О. Завалій, О.О. Захаркін, І.В. Красюк, І.В. Колос, С.В. Леонов, І.В. Новикова, О.Г. Мендрул, Т.В. Момот, Г.Й. Островська, О.М. Сохацька, І.В. Серединська, Г.М. Тарасюк, Ю.Г. Шишова та ін. Незважаючи на глибоке теоретичне обґрунтування питань впровадження та використання вартісно-орієнтованого підходу до управління, в практиці українських компаній вартісні показники як стратегічні орієнтири ефективності діяльності впроваджуються переважно експертами міжнародних консалтингових компаній, які працюють на вітчизняному ринку («McKinsey», «BCG», «PwC», «Deloitte», «EY» (Ernst & Young), «KPMG» та інші). При цьому методичні аспекти формування показників, визначення факторів впливу на кожний та особливості їх формування для потреб управлінської роботи залишаються актуальним напрямком досліджень.

Формулювання цілей статті. Досліджуючи сутність вартісно-орієнтованого підходу до управління підприємством, необхідно виокремити такі складові, як вимірювання вартості та процес управління, орієнтований на позитивну динаміку зміни вартості. Важливим етапом є конкретизація цільового вартісно-орієнтованого показника та вибір методики оцінки вартості. В процесі еволюції вартісної концепції управління було сформовано ряд вартісних показників, розкриття методики розрахунку яких є цілком написанням даної статті.

Виклад основного матеріалу. В даному дослідженні зупинимося на показниках для потреб вартісно-орієнтованого управління (англ. *value-based management, VBM*), які є характерними для формування довгострокових перспектив з врахуванням рівня капіталізації бізнесу. Варто наголосити, що головна відмінність вартісних від традиційних показників регламентованої фінансової звітності в тому, що їхньою метою є необхідність сигналізувати про зміну вартості капіталу для його власників та інших стейкхолдерів. Відповідно базують дані для розрахунку вартісних або VBM-показників є дані управлінської звітності або сукупні дані бухгалтерської та прогнозної звітності щодо грошових потоків [2, с. 87].

Центральним VBM-показником відповідно до бухгалтерської бази оцінки є поняття залишкового прибутку (Residual Income, RI). Залишковий прибуток також називають економічним (Economic Profit, EP) [1, с. 7].

В основі моделі економічного прибутку акцент робиться на інтерпретації даного показника, а не на його розрахунку. Економічний прибуток визначає створювану за звітний період вартість. В концепції формування вартісного мислення (англ. *value thinking*) в компанії визначаються ключові фактори, які впливають безпосередньо на процес створення вартості, в тому числі впровадження системи цілепокладання та мотивації, системи ключових показників діяльності, адаптації організаційної культури (англ. *value mindset*). Особливістю даної концепції є розширене розуміння показника «залучений капітал», який передбачає оцінку не лише матеріальних, але і нематеріальних активів, в тому числі невідображених в балансі.

Відповідно до моделі економічного чи, іншими словами, залишкового прибутку (Residual Income Model, RIM) фундаментальна вартість власного капіталу підприємства, яка складається з двох основних елементів – балансової вартості власного капіталу на момент оцінки та дисконтованого потоку залишкових прибутків, що забезпечує приріст фундаментальної вартості над балансовою вартістю власного капіталу. В загальному вигляді величину залишкового прибутку можна визначити:

$$RI_j = NOPAT_j - k \times IC_{j-1}, \quad (1)$$

де RI_j – залишковий прибуток звітного j -го періоду; $NOPAT_j$ – прибуток звітного періоду після сплати податків та до сплати відсотків; k – необхідна доходність інвестованого капіталу; IC_{j-1} – сума інвестованого капіталу.

У процесі еволюції вартісно-орієнтованої концепції управління сформовано два основних варіанти показника залишкового прибутку: залишковий операційний прибуток та залишковий чистий прибуток.

Залишковий чистий прибуток (Residual Earnings, RE) є чистим прибутком за мінусом витрат на власний капітал. Даний варіант показника залишкового прибутку широко використовується в академічних колах, а також популяризується консалтинговою компанією Marakon Associates. Аналіз моделі залишкового чистого прибутку був розвинений С. Пінменом [6].

Залишковий операційний прибуток (Residual Operating Income, ReOI) – це операційний прибуток підприємства за мінусом витрат на інвестований капітал. Даний показник був обґрунтований С. Пінменом в праці [6, с. 424] і є аналогічними до показника економічного прибутку (EP) у версії консалтингової компанії McKinsey&Co [2, с. 89].

В інтерпретації ReOI під інвестиціями розуміють балансову вартість чистих активів (Net Assets, NA), яка визначається як різниця між загальною вартістю активів та поточними зобов'язаннями (в англійській літературі даний показник називають *total capital, capital employed, invested capital*). Слід відзначити, що чисті активи в даному визначенні є активами підприємства, що фінансуються за рахунок платних джерел (власного та залученого капіталу), а отже, показником прибутку в даній ситуації є прибуток до виплати процентів, але після оподаткування – EBI (Earnings before Interest):

$$EBI = NI + i(1-t), \quad (2)$$

де NI (Net Income) – чистий прибуток; i (Interest Expense) – процентні витрати; t (Tax Rate) – ставка податку на прибуток [2, с. 89].

Відповідно необхідна норма доходності визначається як середньозважена вартість капіталу – Weighted Average Cost of Capital, WACC або k_w . Отже, формула розрахунку залишкового операційного прибутку має наступний вигляд:

$$ReOI_j = EBI_j - k_w \times NA_{j-1}. \quad (3)$$

Додана економічна вартість (EVA) є модифікованим показником залишкового операційного прибутку. На відміну від попередньоописаних показників, VBM-показник доданої економічної вартості (EVA), розроблений компанією Stern Stewart&Co та описаний в працях Б. Стюарта [8] і Дж. Гранта [5], завоював справжню світову популярність. Велика кількість під-

приємств використовує даний показник з метою оцінки результатів діяльності, в тому числі The Bank of America, Coca-Cola, Hewlett-Packard, AT&T, IBM тощо. В основі даного підходу є спроба сформулювати інформаційну систему показників виміру успішності підприємства, яка взаємоузгоджується з ринковими методами оцінки вартості (англ. *economic model of value*) шляхом конверсії облікових показників (англ. *accounting model*).

В центрі концепції знаходиться показник економічної доданої вартості (EVA), який розраховується як різниця між виробничим результатом (операційним прибутком) до виплати процентів та після виплати податків (NOPAT) і затратами на залучення капіталу. Особливістю показника NOPAT є те, що він визначається на основі фінансової звітності з подальшим коригуванням з метою усунення фінансових, податкових та технічних викривлень. Ринкова додана вартість (MVA) характеризує у якості міри очікуваного успіху діяльності підприємства додатково створену вартість або вартість власного капіталу. З фінансової точки зору розраховується як приведена вартість суми майбутніх потоків економічної доданої вартості ($MVA = \text{present value of all future EVA}$) [8].

Відповідно до даного підходу керівництво підприємства повинно прагнути максимізації MVA і використовувати EVA як критерій успішності діяльності за певний період.

Варто акцентувати увагу на іншому підході щодо визначення «залишкового прибутку», який обґрунтований Г. Арнольдом [4]. Вчений вносить ряд суттєвих змін при розрахунку як економічних ефектів, так і витрат на капітал, використовуючи не балансові, а ринкові вартості на основі моделі дисконтованих вільних грошових потоків (Free Cash Flows, FCF) [4].

Залишковий прибуток, визначений на ринкових (фундаментальних) вартостях (Residual Income Based on Market Values – RI^{MV}) у версії Г. Арнольда – це економічний дохід підприємства за мінусом витрат на капітал відповідно в ринковому вимірі:

$$RI_j^{MV} = EI_j^{MV} - k_w \times NA_{j-1}^{MV} \quad (4)$$

де EI_j^{MV} – економічний дохід, оснований на ринковій вартості;

NA_{j-1}^{MV} – ринкова (фундаментальна) вартість чистих активів;

k_w – ставка середньозважених витрат на капітал (WACC);

j – звітний період.

Економічний дохід (Economic Income – EI_j^{MV}) підприємства як потік отриманих за звітний період економічних вигод у відповідності до даного підходу є вільний грошовий потік (FCF) плюс економічна амортизація, що базується на зміні ринкової (фундаментальної) вартості (ED_j^{MV}):

$$EI_j^{MV} = FCF_j + ED_j^{MV} \quad (5)$$

При цьому економічна амортизація визначається як приріст ринкової (фундаментальної) вартості чистих активів:

$$ED_j^{MV} = NA_j^{MV} - NA_{j-1}^{MV} \quad (6)$$

Об'єднавши формули (5) та (6), отримаємо формулу залишкового прибутку за Г. Арнольдом:

$$RI_j^{MV} = FCF_j + (NA_j^{MV} - NA_{j-1}^{MV}) - k_w \times NA_{j-1}^{MV} \quad (7)$$

Показник доданої акціонерної вартості (Shareholder Value Added, SVA), запропонований А. Раппапортом використовує метод дисконтування грошового потоку (Discounted Cash Flow, DCF) та розглядає зміни в інвестиційній вартості компанії на основі критичних точок рентабельності (Threshold Margin, TSM). Розраховується з врахуванням бар'єрної доходності капіталу (hurdle rate) та індексу приросту вартості (Index of Shareholder's Value, ISHV). Модель передбачає ув'язку критичної рентабельності з кількістю періодів, протягом яких управлінській команді вдається досягти позитивного спреду рентабельності, тобто перевищення фактичної рентабельності продажів над критичною (TSM). Позитивний спред рентабельності продажів стає індикатором зростання інвестиційної вартості, оскільки означає, що в компанії створений потік грошових коштів, достатній для розв'язання поточних операційних завдань (покриття операційних витрат), перспективних інвестиційних задач, а також для покриття витрат на капітал, а отже, компенсації вимог інвесторів щодо доходності капіталу [7].

Теоретично обґрунтований VBM-показник – SVA (Shareholder's Value Added) – став основою для методики управління вартістю, яку успішно понад 30 років використовує в роботі створена в 1989 р. консалтингова компанія The LEC/ALCAR CONSULTING GROUP, Inc (Massachusetts, US) [7].

Відповідно акціонерна вартість (Shareholders Value – SV) є сумою дисконтованих грошових потоків за певний період прогнозування і дисконтованої грошової вартості, що створюється по закінченню періоду прогнозування [7]:

$$SV_n = \sum_{i=1}^n \frac{NCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{RV_n}{(1+WACC)^n} \quad (8)$$

Показник доданої грошової вартості (Cash Value Added, CVA) визначає результативні грошові потоки, часто даний показник називають залишковий грошовий потік (Residual Cash Flow, RCF). Найвідомішою є версія показника CVA, використовувана Boston Consulting Group. Додана грошова вартість у версії BCG – це чисті грошові потоки за мінусом витрат на капітал:

$$CVA_j = CBI_j - NA_0 \times WACC \quad (9)$$

де CBI – Cash Flow before Interest – чистий грошовий потік до відсоткових платежів; NA_0 – чисті активи (первісна вартість) [2, с. 93].

Розглянувши методику розрахунку основних показників, що використовуються в практичній діяльності підприємств з вартісно-орієнтованою концепцією управління, варто провести їх порівняння з метою обґрунтованого їх використання. Пропонуємо наступні порівняльні ознаки:

1) врахування очікувань майбутніх змін як через ставку дисконтування, так і через капітальну базу;

2) рівень складності показника. Перевага надається показникам, які є більш доступним у сприйнятті менеджерами функціональних підрозділів;

3) можливість формування на основі показника системи факторів, які можуть бути використані як цільові вартісні показники в роботі кожного підрозділу підприємства. Дана ознака є особливо важливою в практиці використання вартісно-орієнтованого підходу до управління (табл. 1).

Таблиця 1

Порівняння показників вартісно-орієнтованої концепції управління

Показники	Параметри порівняння		
	Врахування очікувань	Рівень складності показника	Можливість створення системи драйверів (факторів)
Залишковий чистий прибуток (RE)	Не включені	Низький. Простий для розрахунку та розуміння на всіх рівнях менеджменту	Висока. Просто розкладається на систему драйверів, яка може бути використана на всіх рівнях управління
Залишковий операційний прибуток (ReOI)	Включені частково через визначення очікуваної структури капіталу і, відповідно, ставки k_w	Низький. Простий для розрахунку та розуміння на всіх рівнях менеджменту	Висока. Просто розкладається на систему драйверів для всіх рівнів управління
Додана економічна вартість (EVA)	Включені частково через визначення очікуваної структури капіталу і, відповідно, ставки k_w	Середній. Коригування на «капітальні еквіваленти» значно ускладнюють показник	Висока. Просто розкладається на систему драйверів, яка може бути використана на всіх рівнях управління
Додана акціонерна вартість (SVA)	Враховані	Висока. Складний як для розрахунку, так і для розуміння	Висока. Система драйверів формується просто та може бути доведена до всіх рівнів управління
Додана грошова вартість (CVA)	Включені частково через механізм економічної амортизації	Середня. Складність привносить правильне розуміння економічної амортизації	Висока. Система «драйверів» формується просто та може бути доведена до всіх рівнів управління

Джерело: узагальнено автором на основі [1, с. 31; 3, с. 70-71]

Слід зазначити, що кожний із розглянутих показників має ряд переваг і недоліків, але орієнтація при прийнятті рішень на абсолютну величину одного дозволяє маніпулювати ним шляхом штучного завищення або заниження. Таким чином, при формуванні вартісного підходу до системи управління доцільно використовувати набір показників. Більшість показників повинні знаходитись у взаємозв'язку, а ефективність управлінських рішень рекомендовано оцінювати за впливом на зміну еталонного балансового стану набору показників. Актуальним науковим завданням є застосування вартісного підходу та перегляд основної ролі найманих менеджерів в нових економічних умовах, яка полягає в створенні та у зростанні вартості підприємства в інтересах власників та інших стейкхолдерів. Визнання даного положення як стратегічного означає необхідність перегляду інструментарію оцінки ефективності використання обмежених ресурсів, що знаходяться в розпорядженні менеджменту підприємства.

Висновки. Вартісно-орієнтований підхід є універсальним і може бути застосований як до виробничих підприємств, так і до торговельних, фінансових уста-

нов, що дає можливість використання даного підходу на будь-якому об'єкті управління. Як показало проведене дослідження еволюції формування показників для потреб вартісно-орієнтованого управління підприємством, на сьогодні існують різні методики розрахунку вартісних показників – залишковий чистий прибуток (RE), залишковий операційний прибуток (ReOI), додана економічна вартість (EVA), додана акціонерна вартість (SVA), додана грошова вартість (CVA), тощо. Це дозволяє підприємствам обирати ті цільові критерії вартості, які найбільш повно узгоджуються з галузевими особливостями господарської діяльності.

Використання вартісно-орієнтованого управління та використання вартісно-орієнтованих показників як стратегічних на сьогодні набуває більшого поширення в практиці підприємств та дозволяє досягти ряду переваг, у тому числі стосовно забезпечення відповідності інтересам власників та можливостями залучення додаткових інвестиційних ресурсів; підвищення якості та ефективності управлінських рішень; зручності у використанні для оцінювання ефективності менеджменту підприємства.

Список використаних джерел:

1. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью предприятия. *Российский журнал менеджмента*. 2005. Т. 3. № 2. С. 3–42.
2. Мілінчук О.В. Ефективність вартісно-орієнтованого управління: ключові показники. *Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки*. 2016. № 1. С. 86–96.
3. Мілінчук О.В. Вартісно-орієнтоване бюджетування як підхід до управління підприємствами харчової промисловості : дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04. Київ, 2011. 220 с.
4. Arnold G. Value Based Management: Context and Application. UK: John Wiley and Sons, 2000. 388 p.
5. Grant J. Foundations of Economic Value Added. New Hope, PA: Frank J. Fabozzi Associates, 1997. 324 p.
6. Penman S. Financial Statement Analysis and Security Valuation. N.Y. : McGraw-Hill, 2001. 740 p.
7. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. N.Y. : Free Press, 1986. 270 p.
8. Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. N.Y. : Harper Business, 1999. 800 p.

References:

1. Volkov D.L. (2005) Pokazately rezultatov deyatelnosti: yspolzovanye v upravlenyy stoymostyu predpnyatyaya [Performance Indicators: Use in Enterprise Value Management]. *Russian Management Journal*, vol. 3, no. 2, pp. 3–42.
2. Milinchuk O.V. (2016) Efektyvnist vartisno-oriyentovanogo upravlinnya: klyuchovi pokaznyky [The Efficiency of the Value-based Management: Key Indicators]. *Herald of Zhytomyr State Technological University. Economics Studies*, no. 1, pp. 86–96.
3. Milinchuk O.V. (2011) Vartisno-oriyentovane byudzhetyvannya yak pidxid do upravlinnya pidpny`yemstvamy` xarchovoyi promy`slovosti [Value-based Budgeting as an Approach to Food Enterprises Management]: PhD Thesis: 08.00.04. Kyiv: National University of Food Technologies. 220 p.
4. Arnold G. (2000) Value Based Management: Context and Application. UK: John Wiley and Sons, 388 p.
5. Grant J. (1997) Foundations of Economic Value Added. New Hope, PA: Frank J. Fabozzi Assosiyates, 324 p.
6. Penman S. (2001) Financial Statement Analysis and Security Valuation. N.Y.: McGraw-Hill, 740 p.
7. Rappaport A. (1986) Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. N.Y.: Free Press, 270 p.
8. Stewart B. (1999) The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. N.Y.: Harper Business, 800 p.

E-mail: olgamilinchuk@gmail.com