

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ СФЕРИ АПК В СУЧАСНИХ УМОВАХ

Шевченко С.А., Нікітенко Ю.П.
пошукачі вчених ступенів
Центральноукраїнський національний технічний
університет, м. Кропивницький

З метою обґрунтування кількісної стратегії територіального менеджменту рядом іноземних та вітчизняних авторів обґрунтовано й деталізовано положення концепції нарощування економічної вартості – economic value added – регіональної сукупності підприємств реального сектору економіки як квазікорпоративного утворення [1-8].

Гіпотетично сформульована концепція управління квазікорпоративним об'єднанням відокремлених бізнесів різновиду економічної діяльності адміністративної території базується на визначенні вартості агропромислового комплексу регіону як сукупності використовуваних активів сільськогосподарських підприємств, що у результаті застосування заходів ефективного управління мають потенційну здатність створювати економічну вартість у майбутньому.

Універсальною концепцією, що набула загального визнання, яка орієнтується на актуалізацію майбутньої вартості (квазі)корпорації в процесі прийняття поточних операційних і стратегічних рішень, є ціннісно орієнтоване управління (VBM) нею [9]. З моменту визнання VBM у якості найбільш придатної для визначення мети стратегічної діяльності квазікорпорації моделі, апробовано декілька підходів і методів оцінки та управління вартістю інституційних одиниць.

Історично першим практичним підходом до максимізації вартості багатопрофільного об'єкту управління стала концепція оцінки ефективності інвестиційної та фінансової стратегії діяльності корпорацій на основі її здатності створювати додану акціонерну вартість – shareholder value added (SVA) [10]. SVA (яка, на практиці, не завжди явно формується та визначається у секторі агропромислової діяльності регіону) вимірюється різницею між величиною поточної вартості майбутніх грошових потоків і ринковою вартістю боргу компанії, між оцінкою вартості в разі впровадження прийнятої стратегії розвитку і базовою величиною вартості, яка враховувала поточну ринкову оцінку акцій корпорації. Згадана модель пропонує конкретний інструментарій оцінки вартості для аналітиків як усередині квазікорпорації, так і за її межами. Для внутрішнього аналізу SVA застосовується система взаємопов'язаних факторів нарощування вартості корпорації, що формуються у основних сферах її діяльності: операційній (ROS – Return Of Sales (рентабельність продажів), NOPAT – Net Operating Profits After Taxes (чистий оперативний прибуток за вирахуванням податків, але до сплати відсотків)), інвестиційній (RONA – Return Of Net Assets (рентабельність чистих активів)) та фінансовій (WACC – Weighted Average Cost of Capital (середня зважена вартість капіталу)). Суттєвим недоліком моделі визнаються значні складнощі прогнозування майбутніх грошових потоків квазікорпорації.

Пізніше, фінансовим аналітикам та менеджменту (квазі) корпорацій довелося вирішувати одну з проблем проведення оцінок вартості, яка полягала у необхідності трансформувати бухгалтерську звітність компаній з облікових у фінансові показники. Пристосована для цього модель, що оперує показником економічної доданої вартості – economic value added (EVA) стверджує – корпорація дійсно отримує економічний прибуток лише у тому випадку, коли її доходів вистачає для покриття операційних витрат і вартості капіталу [11]. Головна ідея моделі полягає в наступному: інвестор

повинен отримувати віддачу, яка б компенсувала прийнятий ним ризик, що знайшов своє відображення у вартості задіяного капіталу.

Якщо враховувати ту обставину, що є величиною, що ідентична до величини остаточного доходу (Residual Income, RI), для її практичного розрахунку необхідно внести значну кількість поправок до бухгалтерської звітності корпорації.

У результаті, концепція EVA забезпечує можливість прийняття більш якісних інвестиційних рішень у порівнянні з тими, основу яких становлять критерії окупності інвестицій (return on investment – ROI, rate of return – ROR), доходу на акцію (earning per share – EPS) тощо. EVA підкреслює, що для оцінки інвестицій в довгостроковому періоді корпорації повинні отримати принаймні таку віддачу, яка б покрила вартість капіталу. В іншому випадку інвесторам б слід було знайти іншу альтернативу вкладення грошей. Цей підхід також має на увазі, що корпорація не повинна всіма силами прагнути нарощувати капітал понад необхідні розміри, але повинна розуміти, що кінцева мета її діяльності – створення вартості шляхом збільшення позитивного спреду, помноженого на інвестований капітал. Даний підхід акцентує увагу на мінімізації величини капіталу, що задіяний в операційному процесі. При цьому актуальність саме такого підходу обґрунтовується тим, що корпорації, які чітко усвідомили необхідність зниження витрат, до сих пір приділяють мало уваги зменшенню надлишків капіталу.

Повертаючись безпосередньо до концепції EVA, відзначимо, що вона базується на ідеї створення ефективної системи фінансового менеджменту, головною метою якого – максимізація добробуту акціонерів. Важливим кроком на шляху до розуміння логіки EVA є тлумачення концепції ринкової доданої вартості – market value added (MVA). MVA являє собою різницю між загальною вартістю корпорації і загальною сумою задіяного капіталу (включаючи власний капітал і борг).

Показник засвідчує, що абстрактне, взяте саме по собі, зростання обсягів корпоративної діяльності не здатне створювати вартість. Це відбувається лише тоді, коли стратегія зростання веде до перевищення темпу нарощування вартості над темпом нарощування інвестованого капіталу. Це також означає, що чиста поточна вартість діяльності повинна бути позитивною, інакше вартість корпорації буде зменшуватись.

Паралельно з описаною концепцією, частиною дослідників та практиків реалізується інший напрям менеджменту, що орієнтовано на вартість і формування вартісного мислення у всіх стейкхолдерів компанії. В основі підходу лежить ідея оцінки та контролю економічного прибутку, при цьому акцент зміщений у бік інтерпретації показника економічного прибутку, а не на його розрахунок. Відмінною рисою згаданої концепції є розширене уявлення про показник задіяного капіталу корпорації [12].

Подальший розвиток концепції управління вартістю корпорації пов'язується зі зниженням ступеня впливу вже здійснених інвестицій на майбутню ефективність стратегії розвитку, а також з необхідністю урахування при аналізі стратегій інтересів усіх стейкхолдерів компанії. Концепція доданої грошової вартості – cash value added (CVA) (residual cash flow, RCF) концентрується на твердженні, що від підвищення вартості корпорації повинні вигравати не лише акціонери, а також й інші стейкхолдери [13, 14].

При цьому, на відміну від EVA, CVA, як міра оцінки створення акціонерної вартості, більшою мірою орієнтується на грошові потоки, що генеруються операційною діяльністю корпорації, ніж на рентабельність минулих інвестицій ROI. Таким чином, CVA частково позбавлена недоліків, що пов'язані із застосуванням бухгалтерського обліку за методом нарахування EVA. Це пояснюється тим, що методологічною основою CVA є показник внутрішньої норми прибутковості інвестиції – cash flow return on investment (CFROI). З врахуванням особливостей розрахунку показника спрацьовує

правило: якщо величина CFROI перевищує необхідний інвесторам середній рівень, то корпорація створює вартість і навпаки.

Концепція, в основі якої покладено показники CVA і CFROI, відштовхувалася від твердження, що найкращим детермінантом майбутньої ціни акцій є здатність менеджерів корпорації забезпечувати високу грошову прибутковість. На думку авторів і користувачів CFROI, даний показник більш тісно пов'язаний з акціонерною нормою прибутковості, адже у центрі його уваги поміщено поточні та майбутні грошові потоки. Крім того, виходячи з представленого визначення CFROI, слід зазначити, що CVA концентрується на реальних величинах – грошові потоки, генеровані існуючими і майбутніми активами, а також початкові інвестиції виражаються в поточних цінах, враховуючи фактор інфляції. Логіка застосування показника CVA аналогічна логіці EVA: якщо грошові потоки на інвестиції перевершують необхідний інвесторами рівень прибутковості, що задається пороговим значенням ціни задіяного капіталу, то це означає, що корпорація створює вартість і підвищує добробут своїх акціонерів, а також переслідує інтереси інших стейкхолдерів [15].

Список використаної літератури:

1. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus. *Fundamentals of Corporate Finance*. Third edition. McGraw-Hill Companies. 2001. – 639pp.
2. Kunte A., Hamilton K., Dixon J., Clemen M. *Estimating National Wealth: Methodology and Results*. World Bank, 1998. Режим доступу: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1998/11/17/000009265_3981013134540/Rendered/PDF/multi_page.pdf.
3. У. Изард. *Методы регионального анализа: введение в науку о регионах*. М.: Прогресс, 1966.
4. Porter M.E. *Competitive Advantage*, Free Press, New York, 1988. Chapter 10.
5. Krugman P. R., Wells R. *Economics*. – Worth Publishers, 2005. – 1200 p. – ISBN 978-1-57259-150-9.
6. Гранберг А.Г. *Основы региональной экономики. Учебник (4-е издание)*. М., ГУ ВШЭ, 2004, 495 с.
7. А.Ворус. *Экономика отраслевых регионов*. М.: МГУ, ТЕИС, 2000.
8. *Конкурентоспособность регионов: теоретико-прикладные аспекты* / Под ред. Н.Я. Калюжной. М.: ТЕИС, 2003.
9. J. Martin, J. William Petty. *Value Based Management. The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Harvard Business School Press. 2000. – 249pp. – ISBN 978-0-87584-800-6.
10. Rappaport, Alfred. *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York: Free Press, 2000. ISBN 0029257204.
11. Ehrbar, Al. *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. New York: John Wiley & Sons, 1998.
12. Коупленд Т., Колер Т., Мулин Дж. *Стоимость компаний: оценка и управление: Пер. с англ.* М.: Олимп-Бизнес, 1999. – 576 с.
13. Ottoson, E., Weissenrieder, F. 1996. “Cash Value Added – a new method for measuring financial performance” in *Gothenburg Studies in Financial Economics*. 1996/1.
14. Madden B. J. 1999. *CFROI Valuation: A Total Systems Approach to Valuing the Firm*. Butterford-Heinemann: Oxford.
15. Прохорова В.В. *Субрегиональные ресурсы и инструменты интенсивного развития территориальных экономических систем современной России*. Москва: МГУ, 2010. – 224 с.