

ВАРТІСНІ ПОКАЗНИКИ ПРОВЕДЕННЯ КОНТРОЛІНГУ

УДК 338.2: 336.6

Леонова А.В., студентка 4 курсу
 фінансового факультету
 ХНЕУ ім. С. Кузнеця

В теперішніх умовах актуальною є тенденція переходу до концепції управління вартістю компанії, тобто капіталізації грошових потоків, що генеруються бізнесом. Для інформування власників щодо результатів підвищення вартості підприємства, служба контролінгу повинна розробити набір показників, оцінка яких дозволяє відповісти на це питання.

Управління вартістю є дуже важливим завданням, тому що воно дозволяє оцінити ефективність діяльності компанії як у короткостроковому, так і в довгостроковому періоді. Дослідженнями в даній сфері займалися такі науковці як Рапп Ш. [1], Дамодарана А. [2], Янг Є. [3], Бабяк Н. Д. [4], Терещенко О. О. [4], Момот Т. В. [5] та інші.

Метою роботи є обґрунтування теоретичних засад і вдосконалення методичного забезпечення організації процесу вартісно-орієнтованого контролінгу підприємства в компанії з управління активами.

Вартісно-орієнтованим контролінгом є концепція, за якою підприємство націлено на постійне збільшення його вартості. Тому дуже важливим стає вартісно-орієнтований підхід до управління (Value-Based Management або VBM). До числа найбільш відомих належать концепція Рапппорта [6]; Стерна-Стюарта [7] та ін.

Відповідно до VBM-підходу основним показником для оцінки результатів діяльності підприємства є його вартість. Цей показник має низку переваг у порівнянні з традиційними критеріями оцінки ефективності діяльності компанії, таким як «чистий прибуток», порівняння яких наведено у табл. 1.

Таблиця 1

Порівняння показників «чистий прибуток» та «вартість компанії»

Критерій	Чистий прибуток	Вартість компанії
1	2	3
1. Використання	для оцінки управлінських рішень на етапі поточного управління	для оцінки управлінських рішень як на етапі стратегічного, так і поточного управління

Закінчення табл. 1

1	2	3
2. Може бути штучно завищеним або заниженим	так	ні
3. Дозволяє оцінити рівень платоспроможності підприємства та інвестиційної активності	ні	так
4. Враховує витрати в розрахунках за користування всіма джерелами фінансування діяльності	ні, враховує лише витрати за користування позиковим капіталом	так
5. Враховує діловий і фінансовий ризики, характерні для діяльності підприємства	ні	так

Таким чином, показник вартості усуває недоліки, властиві показнику чистого прибутку, і, більше того, дозволяє врахувати більшу кількість чинників, що впливають на результат діяльності компанії. Систему вартісно-орієнтованих показників зображено на рис. 1.

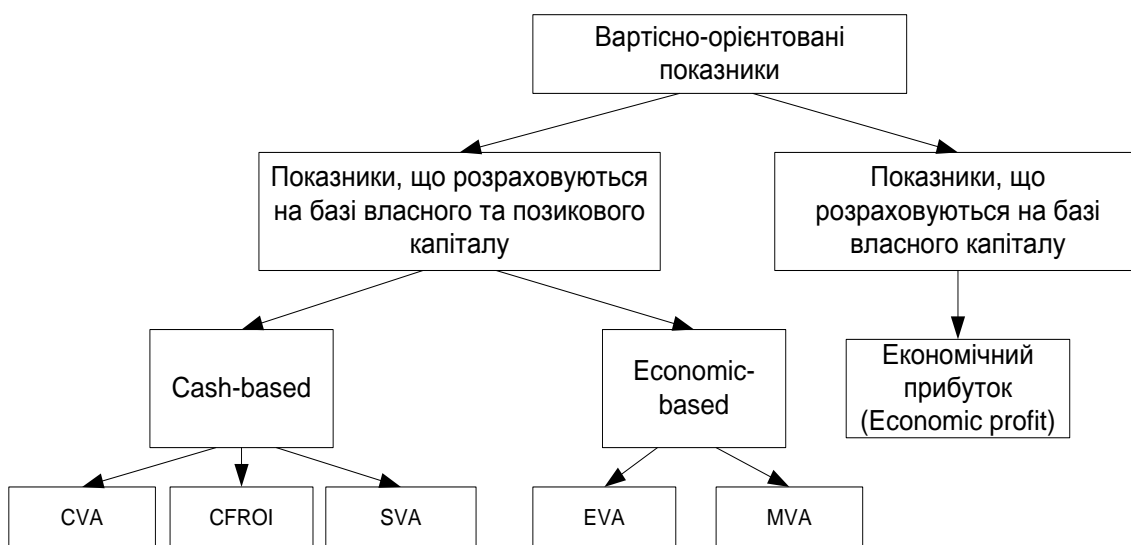


Рис. 1. Класифікація вартісних показників

Одним з найбільш поширених показників є фактична економічна додана вартість компанії – Economic Value Added (EVA), що розраховується за формулою:

$$EVA_t = NOPAT_t - IC_{t-1} \times WACC, \quad (1)$$

де $NOPAT_t$ — чистий операційний прибуток за вирахуванням податків, але до виплати відсотків за позиками;

IC_{t-1} - інвестований капітал попереднього періоду;

WACC – середньозважена вартість капіталу.

Таким чином, EVA показує, який дохід отримало підприємство понад очікування інвесторів. Якщо показник протягом тривалого часу позитивний, то компанія нарощує свою вартість, якщо негативний – втрачає [7].

Наступним вартісним показником є акціонерна додана вартість (SVA). Даний показник базується на ідеї, що створена вартість підприємства розраховується як зміна в акціонерній вартості капіталу за відповідний період. При цьому акціонерна вартість капіталу визначається як валова вартість підприємства за мінусом ринкової вартості боргових зобов'язань. Тоді загальна вартість підприємства розраховується як сума теперішньої вартості операційних грошових потоків та постпрогнозна вартість і готівка та її еквіваленти наявні в підприємства [6]. Тобто підхід до обрахунку загальної вартості підприємства є одним із трактувань дохідного методу оцінки підприємства, а саме дисконтування грошових потоків. Однак в даному випадку використовується операційний грошовий потік, а в DCF – вільний грошовий потік.

Іншим вартісним показником є рентабельність грошового потоку від інвестицій (CFROI), запропонований компанією Boston Consulting Group. Для оцінки створеної доданої вартості на підприємстві CFROI порівнюють з WACC, дане порівняння також дає відповідь на питання якості інвестиційного процесу на підприємстві. Для нарощення цієї вартості підприємству потрібно збільшити спред між даними двома показниками.

CFROI розраховується в чотири етапи згідно А. Дамодарана [2]. Перший показник, який слід розрахувати є валові інвестиції (Gross investment). Він розраховується як сума вартості необоротних активів (без матеріальних активів) і їх амортизації та безвідсоткових зобов'язань. Другим показником є валовий грошовий потік (Gross Cash Flow). Далі потрібно визначити очікуваний термін використання активів підприємства з дня початку аналізу. Очікувану вартість в кінці терміну використання виражає ліквідаційна вартість активу. Останнім показником є економічна амортизація (economic depreciation), яка розраховується за формулою:

$$\text{Economic depreciation} = \text{Gross investment} \times \frac{\text{WACC}}{(1 + \text{WACC})^n - 1} \quad (2)$$

Тоді CFROI визначається за формулою:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Gross cash flow} - \text{Economic depreciation}}{\text{Gross investment}} \quad (3)$$

Як видно з формули 3, показник рентабельності грошового потоку до інвестицій є схожим до рентабельності інвестованого капіталу, проте з врахуванням ризиків активів.

Слід зазначити, що на базі CFROI розроблено показник грошової доданої вартості (CVA). Даний показник розраховується як різниця CFROI та WACC помножена на розмір валових інвестицій:

$$\text{CVA}_t = (\text{CFROI} - \text{WACC}) \times \text{Gross investment}_{t-1} \quad (4)$$

Показник ринкової доданої вартості (MVA) розраховується як різниця ринкової та балансової вартості активів підприємства або як теперішня вартість майбутніх EVA підприємства. На практиці ці два показника показують найвищу кореляцію серед усіх вартісних показників, тому в разі позитивної EVA в ході розрахунків отримують додатну MVA [7].

Також розглянуто показник вільного грошового потоку та етапи його розрахунку. Калькуляція вільного грошового потоку складається з етапів, наведених на рис. 2. Дана методика розкриває сутність величини грошового потоку, на який можуть претендувати капіталодавці (акціонери і кредитори).

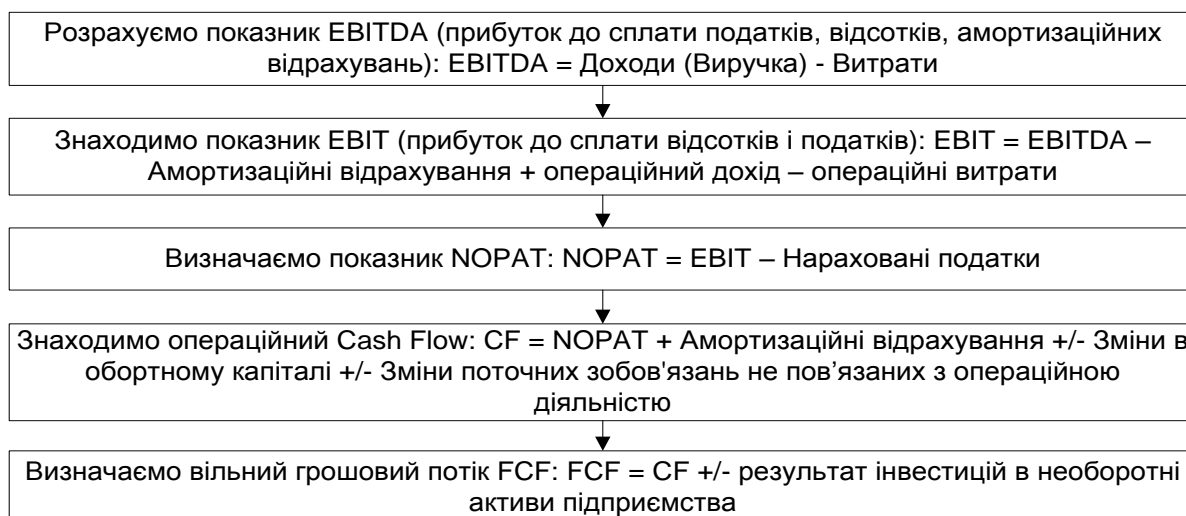


Рис 2. Розрахунок вільного грошового потоку (FCF)

Порівняння розглянутих вартісних показників узагальнено в табл. 2.

Таблиця 2

Порівняння вартісних показників

Вартісний показник	SVA	EVA	MVA	CFROI	CVA
1	2	3	4	5	6
Складність розрахунку	Висока	Середня	Середня	Висока	Середня
Вимірювання ефективності на рівні підрозділів	Можливе	Можливе	Неможливе	Неможливе	Можливе
Врахування очікувань	Враховані	Включені через структуру капіталу	Враховані	Враховані	Включені через механізм амортизації

Отже, вартісні показники краще відображають результативність підприємства, тому в оцінці ефективності менеджменту потрібно використовувати наведені вище показники. Однак концепція Value-Based Management не пошириться в Україні найближчим часом через складність розрахунку і впровадження.

Література

1. Rapp M. S. Information Asymmetries and the Value-Relevance of Cash Flow and Accounting / M. S. Rapp // CEFS Working Paper. – 2010. – № 4. – P. 34–44.
2. Damodaran A. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence / A. Damodaran // Foundations and Trends in Finance. – 2005. – № 8. – P. 23–30.
3. Young S. D. EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation / S. D. Young, S. F. O'Byrne // New York McGraw. – 2012. – № 16. – P. 67–78.
4. Терещенко О. О. Фінансовий контролінг : навч. посіб. / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. – К. : КНЕУ, 2013. – 407 с.
5. Момот Т. В. Вартісно-орієнтоване управління від теорії до практики впровадження: монографія / Т. В. Момот. – Х. : ХНАМГ, 2006. – 403 с.
6. Rappaport A. Creating Shareholder Value, The New Standart for Business Performance / A. Rappaport. – New York, 1986. – № 5. – 310 p.

7. Stewart S. EVA Momentum: The One Ratio That Tells the Whole Story / S. Stewart // Journal of Applied Corporate Finance. Spring. – 2009. – № 2. – P. 74-86.

Науковий керівник, д.е.н, проф.

Н. М. Внукова

Опубліковано в авторській редакції