

УДК – 336.6

*Н. І. Обушина,
канд. екон. наук, доц., докторант кафедри державного менеджменту
Національної академії державного управління при Президентові України (НАДУ),
Я. А. Ровний,
аспірант, КНЕУ ім. В. Гетьмана*

МЕТОДИКА ІДЕНТИФІКАЦІЇ ФАКТОРІВ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА НА ОСНОВІ МОДЕЛІ ЕКОНОМІЧНОЇ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ

*N. I. Obushna,
Candidate of Economics, Associate Professor, doctoral candidate at the chair of public management at
the National academy of public administration under the President of Ukraine (NAPA),
Ya.A. Rovnyi,
postgraduate at Kyiv National economic university n. a. W. Hetman (KNEU)*

METHODOLOGY FOR IDENTIFICATION OF ENTERPRISE VALUE FACTORS BASED ON ECONOMIC VALUE ADDED MODEL

Розроблено алгоритм визначення факторів вартості підприємства. На його підставі обґрунтовано методіку ідентифікації факторів вартості підприємства з використанням вартісно-орієнтованої ієрархії ключових показників діяльності хлібопекарського підприємства, на вершині якої зафіксовано показник EVA.

The algorithm for determination of enterprise value factors was developed. Based upon it a methodology for identification of enterprise value factors is validated using a value-oriented hierarchy of key performance indicators of a bread-baking enterprise, on top of which EVA indicator is fixed.

Разработан алгоритм определения факторов стоимости предприятия. На его основании обоснована методика идентификации факторов стоимости предприятия с использованием стоимостные-ориентированной иерархии ключевых показателей деятельности хлебопекарного предприятия, на вершине которой зафиксирован показатель EVA.

Ключові слова: *вартість підприємства, фактори вартості підприємства, економічна додана вартість, “цільова воронка”, “дерево” драйверів вартості.*

Keywords: *enterprise value, enterprise value factors, economic value added, "targeted funnel", "tree" of value drivers.*

Ключевые слова: *стоимость предприятия, факторы стоимости предприятия, экономическая добавленная стоимость, "целевая воронка", "дерево" драйверов стоимости.*

Постановка проблеми та її зв'язок із важливими науковими і практичними завданнями. Практика доводить, що формування стратегії вартісно-орієнтованого управління підприємством представляє собою інтегруючий процес, який націлений на якісне покращення стратегічних і тактичних рішень на всіх рівнях управління за рахунок концентрації зусиль насамперед на ключових факторах вартості підприємства. Фактори вартості – це складові, які визначають масштаби збільшення (зменшення) вартості підприємства, що призводить до покращення (погіршення) добробуту власників та акціонерів підприємства.

Як відзначає О. Брезіцька [1], знати фактори вартості важливо з двох причин. По-перше, підприємство не може працювати безпосередньо з вартістю. По-друге, власне ці фактори вартості допомагають менеджерам вищого

ешелону зрозуміти, що відбувається на всіх інших рівнях підприємства, і донести до них свої плани та наміри. У зв'язку з цим вважаємо, що пріоритетним рішенням при побудові ефективної системи управління вартістю підприємства є рішення про вибір ключових факторів вартості та ключових критеріїв результативності, тобто тих елементів повсякденних операцій і стратегічних рішень, які найбільше впливають на вартість компанії.

Аналіз останніх досліджень та публікацій, в яких започатковано вирішення даної проблеми. У контексті сучасних досліджень представлена значна кількість розвідок, присвячених безпосередньо проблематиці ідентифікації факторів, що впливають на вартість підприємства. Зокрема у зарубіжній науково-практичній літературі щодо оцінки та управління вартістю компанії означене питання розглядається у фундаментальних працях таких науковців, як: Г. Арнольда, С. Валдайцева, А. Домодарана, І. Івашковської, Т. Коупленда, М. Міллера, Р. Моріна, Дж. Мурріна, К. Уолша та ін.

У вітчизняній теорії та практиці динамічне дослідження цієї проблеми розпочалося з поч. 90-х років ХХ ст. та продовжується до цього часу. Серед вітчизняних учених на особливу увагу заслуговують розробки таких вчених як О. Брезіцької, О. Мендрула, Г. Островської, О. Терещенка, І. Яремка та ін.

Невирішені частини проблеми. Незважаючи на численні публікації з даної проблематики та важливість отриманих результатів, враховуючи складність окреслених проблем, вони продовжують залишатися об'єктом наукових дискусій. Так, у вітчизняній економічній літературі до цього часу не вироблено одностороннього підходу стосовно вибору показників, що характеризують вартість компанії та системи взаємопов'язаних факторів, за якими безпосередньо відслідковується процес створення вартості підприємства. Все це відкриває перспективи для подальшого дослідження означеного питання.

Формулювання мети. Метою даної статті є виявлення факторів вартості компанії (на прикладі підприємств хлібопекарської галузі) та систематизація їх ієрархії, спрямованості дії та впливу на показник економічної доданої вартості (EVA) для прийняття управлінських рішень, орієнтованих на її підвищення.

Виклад основного матеріалу з обґрунтуванням отримання наукових результатів дослідження. Як засвідчує передова зарубіжна практика, критерій оцінки вартості підприємства має бути не лише узагальнюючим показником оцінки поточної діяльності підприємства за обмежений період часу, а, перш за все, цільовим критерієм вартості підприємства в довгостроковій перспективі. У відповідності до цього вартісно-орієнтований підхід до управління хлібопекарськими підприємствами на стратегічному рівні пропонуємо здійснювати із застосуванням такого інструменту, як показник економічної доданої вартості.

Дослідження ключових факторів EVA – складний процес, що має свої особливості: фактори вартості є динамічними, і їх періодично треба переглядати; фактори не можна розглядати ізольовано один від одного, оскільки вони тісно взаємопов'язані між собою; у процесі управління важливо знати як зі зміною одного фактора змінюватиметься EVA (аналіз чутливості). Вплив факторів вартості повинен оцінюватися у вигляді ключових показників діяльності (драйверів), які, у свою чергу вбудовані в збалансовану систему показників з метою досягнення оптимального балансу між чинниками вартості.

Система драйверів, послідовно пов'язаних між собою, та керуючих інтегральним результатом (у нашому випадку це EVA показник), формує так звану “цільову воронку” (Target funnel). Сам термін “цільова воронка” був розроблений керівництвом групи компаній “ІНТАЛСВ” (Росія) [2] та активно використовується в системі управління результативністю діяльності/бізнесу. Так, показники – драйвери вартості можуть бути використані в оперативному управлінні бізнес-процесами, в свою чергу інтегруючий показник вартості EVA виступає цільовим критерієм в стратегічному управлінні та плануванні.

Під драйверами вартості хлібопекарської компанії будемо розуміти критичні фактори, що здійснюють вплив на компоненти вартості та їх формування, безпосередньо визначаються і залежні від прийнятих управлінських рішень, а також сприяють аналізу та контролю процесу створення вартості. Традиційно фактори вартості визначаються розкладанням показників, використовуваних при розрахунку вартості компанії, на окремі складові. Подібний процес може бути відображений за допомогою “дерева” з різними рівнями деталізації. Тут дуже важливо встановити підпорядкованість показників, що впливають на вартість компанії.

У відповідності до цього розроблений алгоритм визначення факторів вартості підприємства представлений 6-ма етапами (рис. 1).

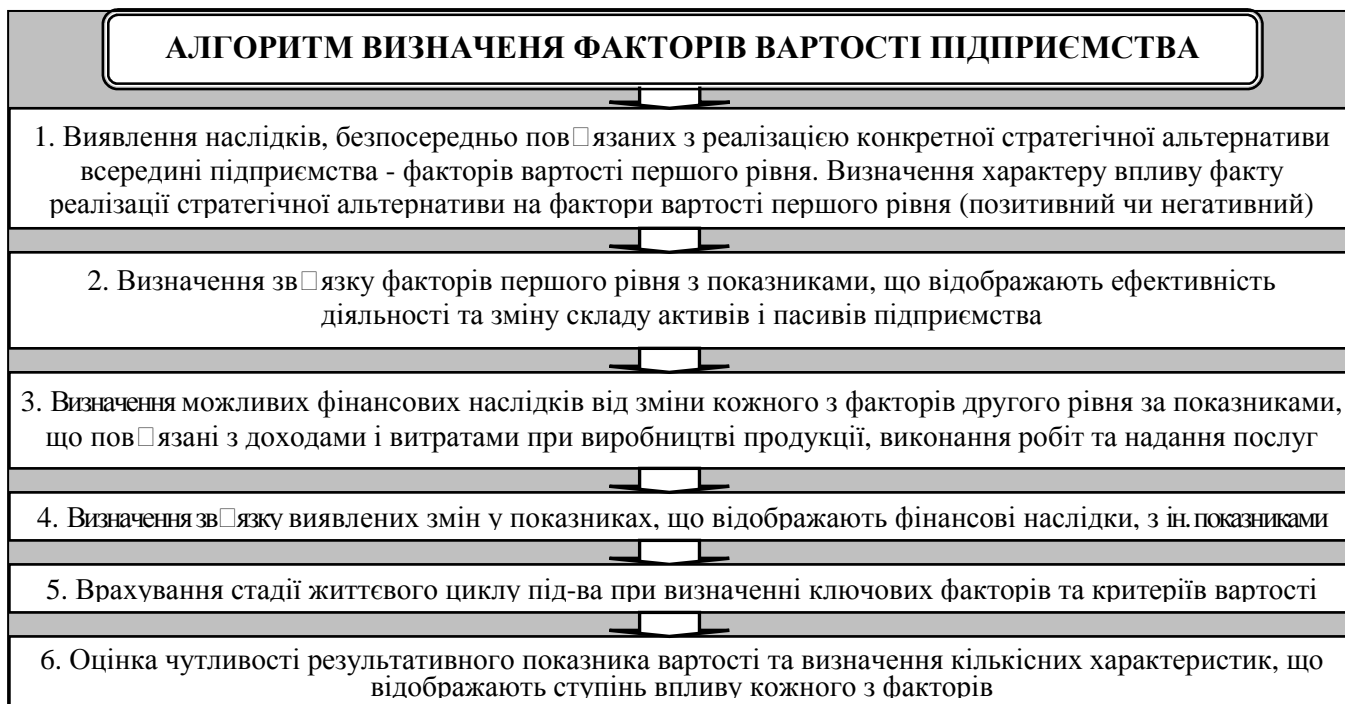


Рис. 1. Алгоритм визначення факторів вартості підприємства

Отже, з огляду на актуальні тренди в розвитку вартісно-орієнтованого управління, а також найкращу практику розроблення систем показників, на рис. 2 пропонуємо вартісно-орієнтовану ієрархію ключових показників діяльності хлібопекарського підприємства, на вершині якої зафіксовано показник EVA.

Для забезпечення ефективності управління компанією на основі концепції EVA необхідно проранжувати чинники за їх внеском у формування вартості і зосередити увагу на тих, що впливають на вартість хлібопекарських підприємств найбільшою мірою. Це можна зробити, подаючи модель вартості хлібопекарських АТ у вигляді сукупності чинників, що впливають на її величину (формула 1):

$$EVA = f(F_1, F_2, \dots, F_n), \quad (1)$$

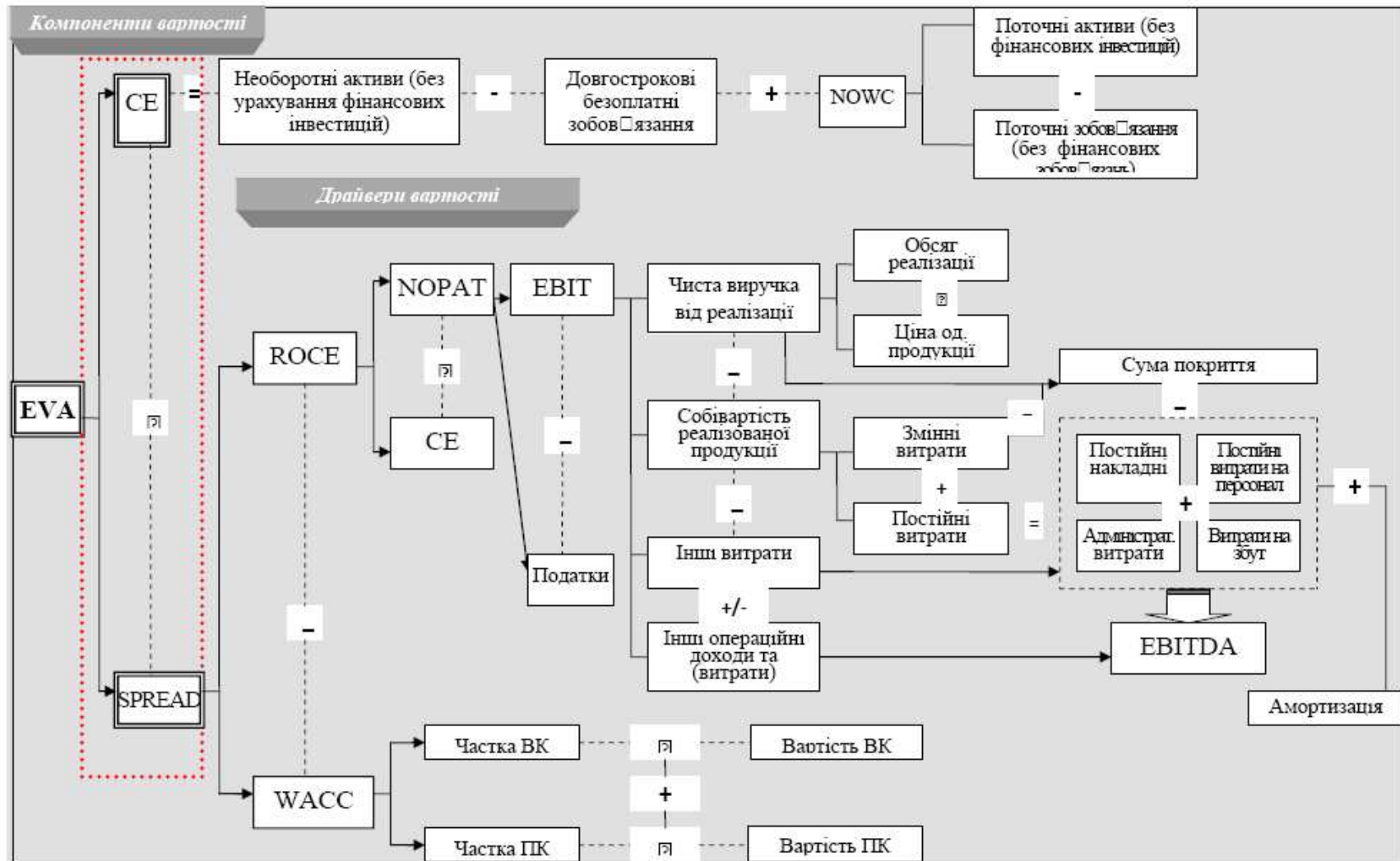
де EVA – економічна додана вартість;

F – чинники, що впливають на вартість підприємства.

Таким чином вартість хлібопекарського підприємства є функцією двох основних факторів, які розміщуються в основі “дерева” розрахунку економічної доданої вартості, – вкладених інвестицій (CE) та спреда прибутковості (SPREAD, у рамках яких чітко відмежовуються ROCE та WACC.

Механізм визначення вартості ґрунтується на подальшому виокремленні показників NOPAT та розщепленні ЕВІТ на окремі фактори впливу, що дає змогу проводити їх ефективний моніторинг і аналіз відхилень. Робота зі збільшення NOPAT та ЕВІТ досліджуваних АТ полягає в зростанні їх виручки від реалізації продукції, зниженні витрат – як прямих, так і непрямих, а також – в підвищенні оборотності активів. Для мінімізації задіяних активів хлібопекарських підприємств варто співпрацювати з найбільш надійними контрагентами, управляти дебіторською заборгованістю й перерозподіляти капітал між напрямками бізнесу. Зауважимо, що при цьому необхідно стримувати зростання бізнесу, що вимагає більших вкладень капіталу, і інвестувати в напрямки, які вимагають менших коштів.

У розробленій системі зафіксовано ще один важливий індикатор, котрий характеризує як результативність підприємства, так і його здатність генерувати грошові потоки за результатами операційної діяльності – показник ЕВІТДА.



Умовні позначення до моделі: SPREAD – серед прибутковості; CE – виробничий капітал; ROCE – рентабельність виробничого капіталу; WACC – середньозважена вартість капіталу; NOPAT – чистий операційний прибуток після сплати податків; ЕВІТ – операційний прибуток до сплати процентів і податків; ЕВІТДА – аналітичний показник, що дорівнює обсягу прибутку до вирахування витрат за відсотками, сплати податків та амортизаційних відрахувань; NOWC – чистий робочий операційний капітал.

Рис. 2. “Дерево” факторів EVA для підприємств хлібопекарської галузі

Так, через систему факторів впливу можна з'ясувати напрямок впливу зміни в різних типах витрат, ціноутворенні, обсягах реалізації на такі важливі індикатори як EBITDA та EVA. Окрім того, включення в дану схему NOWC, що характеризує чистий робочий операційний капітал, дозволяє проводити моніторинг ключових індикаторів ліквідності підприємства, яким є показник NOWC.

Розроблена вартісно-орієнтована піраміда показників містить також елементи структурного аналізу, що проявляються зокрема при визначенні показника середньозважених витрат на капітал, котрий є важливим індикатором в системі управління вартістю хлібопекарського підприємства. Управління вартістю капіталу (WACC) хлібопекарської компанії зводиться, як правило, до роботи з кредиторами по залученню більш дешевих позик і регулюванню структури капіталу.

Отже, простеживши порядок формування показника EVA, можемо відзначити, що збільшення вартості хлібопекарських підприємств базується на трьох основних “китах”: управлінні активами (або інвестованим капіталом), операційній ефективності, які визначають ROCE, та фінансовій політиці, що визначає структуру і вартість капіталу, тобто WACC. У свою чергу, зіставлення ROCE і WACC дозволяє оцінити динаміку вартості компанії.

Для хлібопекарської компанії наслідком розуміння і коригування впливу драйверів вартості може стати гармонізація цільових установок і проходження стратегії нарощування внутрішньої вартості (intrinsic value), формування якої не залежить від ринкових оцінок підприємства, рейтингу його цінних паперів і очікувань широкого кола зацікавлених сторін щодо подальших перспектив діяльності. Однак, необхідно звернути увагу на той факт, що на рис. 3 представлені драйвери EVA, які будуть однакові для різних хлібопекарських компаній. У цілому вони не відображають суті конкретного бізнесу, тому не допоможуть в управлінні діяльністю, орієнтованою на конкретний результат. Отже, для кожного бізнесу потрібно будувати індивідуальну схему взаємозв'язку драйверів.

Очевидно, що нюанси розпочинаються вже в операційній діяльності, тобто в розрахунку NOPAT, який значною мірою буде залежати, наприклад, від “Виручки ХП підприємства” (рис. 3).



Рис. 3. “Дерево” драйверів “Виручка хлібопекарського підприємства”
(побудовано з використанням [2])

А та, у свою чергу, формується з різних каналів продаж, серед яких слід виділити: мережева роздрібна торгівля (за винятком регіональних мереж); регіональні мережі; традиційна роздрібна торгівля; тендери тощо. У відповідності до цього потрібно з'ясувати, від чого залежить виручка по кожній з мереж реалізації хлібопекарської продукції.

Для прикладу проаналізуємо лише мережу традиційної роздрібної торгівлі хлібокомбінату. У процесі дослідження даної мережі з'ясовано, що на обсяг її реалізації впливають такі фактори як: кількість торговельних точок, через які йде реалізація продукції хлібокомбінатів на початок періоду; чистий приріст кількості торговельних точок; середня сума продаж хлібопродуктів в одній торговельній точці та ін. У свою чергу, збільшення кількості торговельних точок забезпечується роботою менеджерів з продажу та придбанням нових хлібокомбінатів (угоди M&A), оскільки разом з ними поповнюється активна клієнтська база. У той же час середня сума реалізації в одній торговій точці складається з наступних складових: середньої ціни продажу SKU (Stock Keeping Unit – товарної

позиції); середнього офтейка (середнього числа продажів кожної SKU в штуках за період); кількість SKU в товарній матриці в даному періоді.

Аналогічно потрібно деталізувати всі інші драйвери, які присутні в схемах і впливають на результат. Для ще одного прикладу розкладемо на драйвери “Виробничу собівартість” (рис. 4).

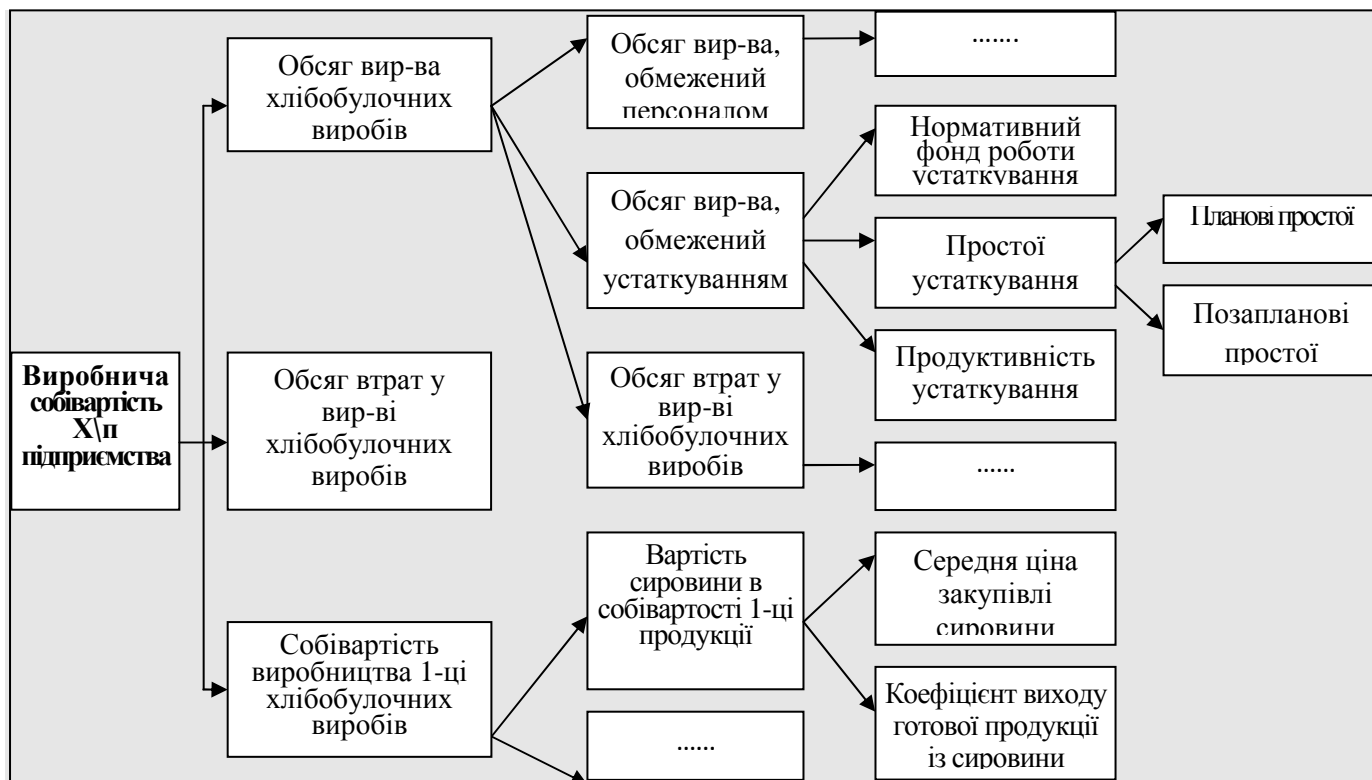


Рис. 4. “Дерево” драйверів “Виробничу собівартість хлібопекарського виробництва”
(побудовано з використанням [2])

Кожен показник побудованої нами “цільової воронки” має свою одиницю вимірювання і математичну формулу розрахунку. Відповідним чином, можна розкласти будь-який результат на драйвери аж до елементарних, які вже не діляться на складові і відображають конкретну функцію. Варто відзначити, що при побудові системи зберігаються всі характеристики бюджету, проте його структура змінюється. Фінансовий аспект відходить на другий план, а на першому – виявляються показники і процеси, що формують результат.

При цьому драйвери, що знаходяться на різних гілках “дерева”, пов’язані між собою. Наприклад, є очевидним, що продуктивність обладнання, планові та позапланові простої обмежують обсяги виробництва і, відповідно, реалізації.

Кількість промозаходів знайде своє відображення в рівні комерційних витрат, а збільшення активної клієнтської бази хлібопекарських підприємств – у витратах на оплату праці мотивованих на вирішення своїх завдань менеджерів. Таким чином, для кожного бізнес-процесу через драйвери виділяються показники результативності та економічності. У даному випадку під результативністю ми розуміємо здатність досягати поставлених цілей, а під економічністю – раціонально витратити ресурси, необхідні для отримання результату.

Взагалі проведена факторизація (драйверизація) формули економічної доданої вартості передбачає виділення таких істотних елементів за типами: кількісні – обороти, масштаби, обсяги, суми грошових потоків, що генеруються підприємством як бізнесом (наприклад, ланцюжок формування результату господарської діяльності тощо); якісні – показники ефективності й надійності підприємства (рентабельність, оборотність, ліквідність, ризики та ін.); перспективні – динамічні та трендові показники кількісних і якісних факторів та ін.

Розроблену модель одночасно можна використовувати для побудови системи ключових показників ефективності та мотивації персоналу підприємств галузі. Ці показники у відповідності до процесної моделі розкладаються по відповідальним підрозділам і співробітникам (якщо з цим виникають труднощі, то скоріш за все організаційна структура не оптимальна і в ній є дублювання або “провисання” відповідальності). У результаті на виході отримуємо чітке розуміння внеску кожного процесу, підрозділу чи дивізіону корпоративної структури в підсумковий результат. Відповідно, змінюється й сама логіка планування.

Таким чином, діяльність всіх підрозділів і співробітників стає орієнтованою на кінцевий результат – EVA-показник. Якщо ж буде поставлена інша кінцева мета (наприклад, зростання частки ринку), то “цільова воронка” і драйвери управління результатом теж зміняться. При цьому операційна діяльність компанії та бізнес-процеси залишаться колишніми, однак, у них, будуть мати значення вже інші показники. Відповідно, співробітників потрібно буде мотивувати саме на них.

Узагальнюючи методичні підходи до формування системи факторів EVA, за допомогою рис. 5 представимо основні параметри моделі EVA (NOPAT, WACC та CE), а також чинники, що їх визначають, з точки зору можливості впливу на них керівництва і топ-менеджерів хлібопекарського підприємства.

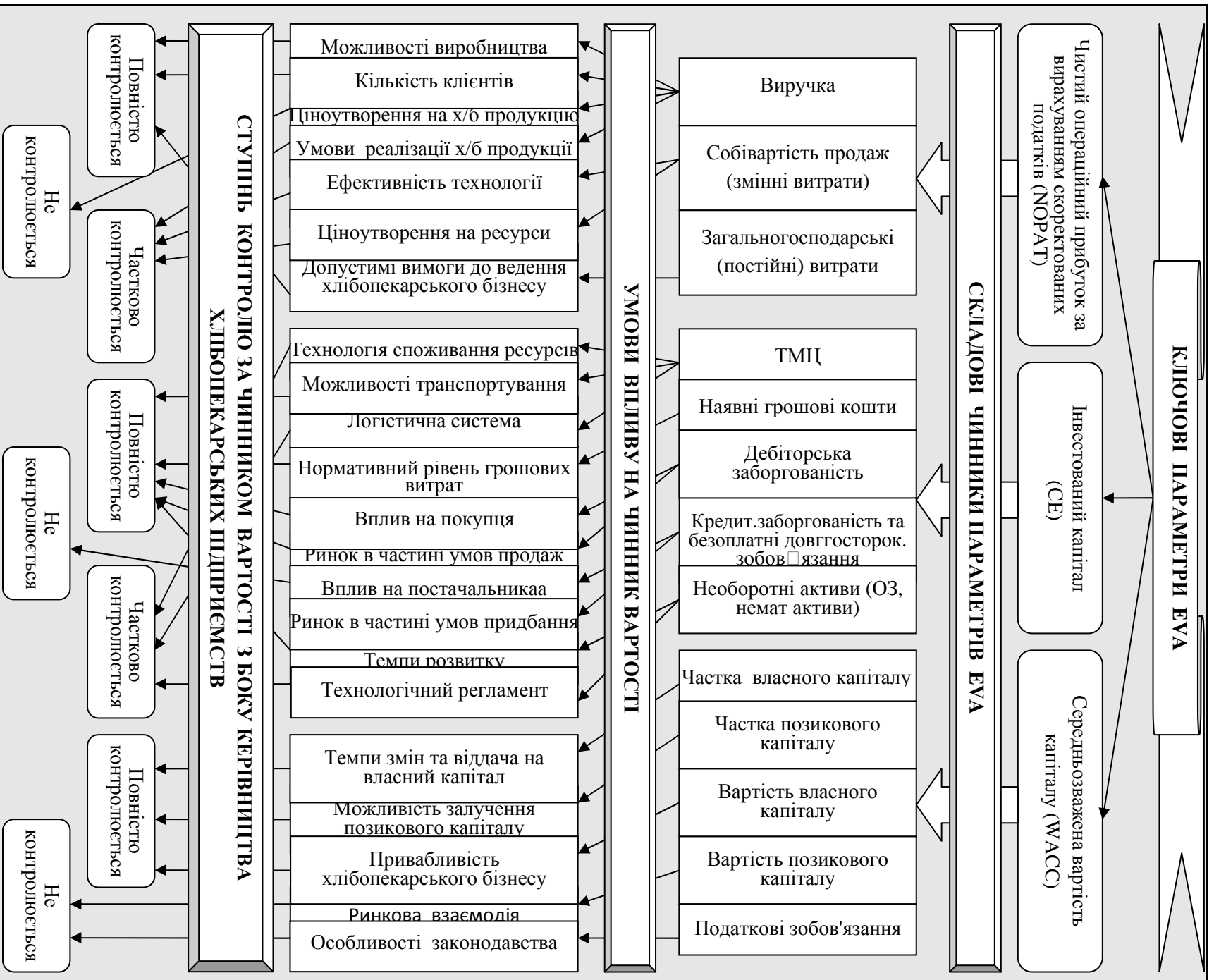


Рис. 5. Ключові параметри EVA та ступінь впливу керівництва хлібопекарського підприємства на чинники вартості

Як видно з рис. 5, лише декілька чинників не підлягають повному контролю з боку менеджменту хлібопекарських акціонерних товариств. У той же час, на розмір і динаміку більшості чинників менеджер може і повинен впливати з метою максимізації значення EVA. У разі, коли жоден з контрольованих чинників не може бути змінений, бізнес втрачає свою привабливість і ліквідується.

Висновки. Отже, підводячи підсумки, слід констатувати, що у результаті виділення та обґрунтування драйверів вартості хлібопекарських АТ запропоновано

перелік взаємопов'язаних випереджальних (орієнтованих на перспективу) індикаторів у вигляді вартісно-орієнтованої ієрархії показників, що може бути використана як складова концепції управління вартістю у вітчизняному бізнесі.

Переваги запропонованого алгоритму побудови системи факторів вартості полягають у тому, що він:

- ґрунтується на вартісно-орієнтованих показниках результативності;
- побудований на вивченні взаємозв'язків між різними показниками діяльності, що виникають у результаті прийняття певного стратегічного рішення;
- завдяки чіткій візуалізації та структурованості ключових індикаторів і факторів, котрі на них впливають, істотно полегшує процес прийняття рішень;
- визначає зв'язок факторів першого рівня з показниками, що відображають ефективність діяльності та зміну складу активів і пасивів підприємства;
- включає елементи, які дають змогу здійснювати моніторинг ліквідності й платоспроможності підприємств, а також – враховує ризики структури капіталу;
- забезпечує зведення в одне ціле різних фінансових параметрів підприємств;
- поєднує концепції життєвого циклу підприємства та вартісно-орієнтованого підходу до обґрунтування факторів вартості;
- враховує критерій чутливості результативного показника вартості (у нашому дослідженні – це EVA);
- є придатним до використання у процесі побудови системи ключових показників ефективності та мотивації персоналу підприємств хлібопекарської галузі.

Обґрунтована система показників може бути легко інтегрована в систему аналізу, планування й контролю на підприємствах хлібопекарської галузі (як складова стратегії управління вартістю), а також використовуватися зовнішніми інвесторами для аналітичного забезпечення прийняття фінансових рішень щодо інвестування даної галузі.

Література.

1. Брезіцька, О. В. Управління вартістю: фактори формування вартості підприємства / О. В. Брезіцька // Проблеми підвищення ефективності інфраструктури (економічні науки). – 2011. – № 31 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://jrn1.nau.edu.ua/index.php/PPEI/article/view/346>
2. Федосеев, А. Битва за эффективность [Текст] / А. Федосеев, Б. Карабанов. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 288 с.

References.

1. Brezitska, O.V. (2011), "Value management: factors of enterprise value formation", *Problemy pidvyshchennia efektyvnosti infrastruktury (ekonomichni nauky)*, [Online], vol . 31, available at: <http://jrn1.nau.edu.ua/index.php/PPEI/article/view/346>
2. Fedoseev, A. (2013), *Bitva za jeffektivnost'* [Battle for performance], Alpina publisher, Moscow, Russia.

Стаття надійшла до редакції 14.09.2015р.