

25. Редченко К.І. Стратегічний аналіз у бізнесі: Навчальний посібник. Видання 2-е вид, доп. – Львів: «Новий світ-2000», 2003. – 272 с.

Надійшла 14.05.2009

УДК 658.012

Ю. С. ПОГОРЕЛОВ, Е. А. ДЕЕВА

Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля

## ИНТЕРВАЛЬНАЯ ОЦЕНКА РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ПОКАЗАТЕЛЯ EVA

*Предложена модель интервальной оценки развития предприятия, базирующаяся на использовании показателя EVA и оценке производственного потенциала предприятия. Рассмотрена сущность показателя EVA и корректировки для его расчета.*

*The model of interval estimation of development of enterprise was offered, it is based on the use of index of EVA and estimation of production potential of enterprise. The essence of index of EVA and adjustments for its calculation were considered.*

**Актуальность темы.** Одним из условий сохранения позиций на рынке в условиях дальнейшей глобализации экономики и обострения конкурентной борьбы выступает развитие предприятия. Традиционные инструменты, применяемые для оценки деятельности предприятия, такие как доход, рентабельность, фондоемкость, капиталотдача и др. не характеризуют развитие предприятия в целом, а только лишь дают характеристику результатам деятельности предприятия за период. В этой связи правомерным представляется поставить вопрос оценки развития предприятия – достоверной и обоснованной и одновременно достаточно простой для ее интерпретации результатов и их использования в управлении предприятием.

**Анализ источников и публикаций.** Анализ публикаций позволяет выделить несколько подходов к оценке развития предприятия, наиболее традиционным из которых можно считать подход, базирующийся на теории жизненного цикла [1, 3, 8, 12, 14]. В рамках этого подхода можно использовать для оценки развития предприятия выделение и идентификацию (на основе интервальных значений ключевых показателей, интерпретации функций принадлежности и привлечения аппарата нечеткой логики, использования средств распознавания образов и средств экспертной оценки на основе нечеткой логики и нейронных сетей) отдельных этапов жизненного цикла предприятия. Несмотря на простоту и определенную привлекательность этого подхода, у него есть серьезные недостатки, среди которых следует обратить внимание на вынужденную дискретность этапов жизненного цикла, нейтрализуемую, как правило, идентификацией значительного количества этапов, априори признаваемую сбалансированность перехода предприятия на следующий этап, чрезмерную синтетичность оценки, принципиально качественный характер оценки и т.д.

Альтернативным подходом к оценке развития можно считать математический инструментальный аналитических функций, предлагаемый, например, в [4,12]. Несмотря на значительные преимущества этого подхода – обоснованность оценки, возможность ее верификации на каждом этапе – его существенным недостатком является сложность, препятствующая его использованию в практике деятельности предприятий, так как управленцы достаточно нечасто хорошо владеют серьезным математическим инструментарием.

В определенной мере для оценки развития предприятия может быть использован аппарат дифференциальных уравнений, который успешно использован в [9] для отслеживания траекторий изменения состояний предприятия в период кризиса. Однако, несмотря на широкие возможности аппарата дифференциальных уравнений и интерес к получаемым с его помощью результатам для управления – прогностичность результатов, возможность учета неявных и нелинейных зависимостей, чувствительность модели к малым изменениям и т.д. – при его использовании есть серьезные ограничения: необходимость доказательства принципиальной возможности дифференцирования функций, исследование граничных условий, обоснование или аксиоматизация начальных условий модели и т.д. Такие ограничения иногда делают использование аппарата дифференциальных уравнений не вполне оправданным с управленческой точки зрения.

Определенным образом позволяет избежать чрезмерной сложности использования математического аппарата модель оценки, которую предложил Р.Н. Лепа [5,6]. Первоначально модель предназначена для идентификации проблемных ситуаций на предприятии, однако, может быть адаптирована и для оценки развития предприятия на основе распознавания определенных образов или паттернов развития.

По итогам рассмотрения существующих подходов к оценке развития предприятия представляется возможным предложить модель оценки развития, которая, с одной стороны, позволяла бы получать достаточно просто идентифицируемую верифицируемую обоснованную количественную оценку развития предприятия (пусть и в синтетической форме), а, с другой стороны – не требуя сбора значительного

количества дополнительной информации, отсутствующей в системе предприятия, не была бы чрезмерно сложной и могла быть использована в том числе и в практике управления развития предприятия.

**Изложение основного материала.** Разные авторы предлагают различную трактовку термина «развитие», и монографический и содержательно-феноменологический анализ понятия развития следует признать отдельным направлением исследования. В рамках настоящей статьи развитие рассматривается как процесс перехода предприятия из одного в другое, качественное новое состояние, в котором у предприятия возникают новые возможности, способности к решению принципиально иных задач. Такой переход возможен в силу того, что предприятие обладает способностью к развитию – внутренним и внешним потенциалом и осуществляется путем внесения соответствующих изменений.

Оценка развития предприятия должна удовлетворять некоторым требованиям: простота; адекватность; однозначность; экономическое обоснование; управленческая ценность; использование доступной информации. Все названные требования можно обеспечить, используя метод оценки развития предприятия на основе экономической добавленной стоимости и потенциала предприятия, реализованный в виде предложенной модели. Значительным преимуществом модели интервальной оценки развития является многовариантность использования: предложенная модель может использоваться как для текущей оценки, так и для отслеживания динамики развития предприятия в долгосрочном периоде. Кроме того, оценка развития с помощью данной модели наглядно характеризует влияние различных факторов на динамику развития предприятия, что дает возможность управления развитием.

Модель интервальной оценки представлена на рис. 1. Она позволяет получить за определенный период однозначную количественную оценку изменения двух комплексных показателей состояния предприятия – экономической добавленной стоимости и его потенциала, что позволяет сформировать четыре возможных варианта, каждый из которых содержательно отличается от других. Применение предложенной модели может основываться как на интервальной, так и на ординальной шкале.

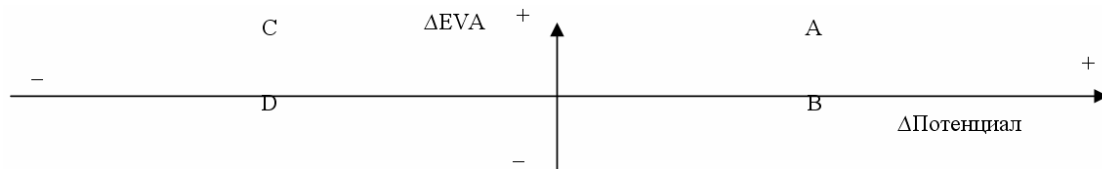


Рис. 1. Модель интервальной оценки развития предприятия

Квадрант А – (потенциал увеличился, значение EVA увеличилось) наиболее благополучный. Он свидетельствует о том, что предприятие грамотно использует активы и находится в состоянии абсолютного равновесия по всем составляющим (материальным, производственным и кадровым) в соответствии со всеми критериями оценки. Незначительное увеличение потенциала свидетельствует о возможности развития предприятия за счет увеличения одной из составляющих. Следует уделить внимание анализу использования производственных мощностей, кадрового потенциала и материальных ресурсов.

Квадрант В – (потенциал увеличился, EVA предприятия уменьшилась) свидетельствует об определенной неустойчивости в деятельности предприятия: прибыль от операционной деятельности не оправдывает затраченных на ее получение средств (к примеру, вследствие использования дорогих финансовых ресурсов). На этапе роста предприятия такой вариант возможен. Однако, следует обратить внимание на операционную прибыль и стоимость используемого капитала. Кроме того, попадание предприятия в сектор В возможно, если при расчете EVA не проводились корректировки на понесенные затраты на исследования и инновационную деятельность. Если у предприятия потенциал возрастает, а показатель EVA снижается, необходимо также обратить внимание на возможности повышения эффективности использования ресурсов. Впрочем, следует заметить, что попадание предприятия в квадрант В может быть обусловлено процессами накопления ресурсов и возможностей, которые за период оценки еще просто не успели принести адекватный финансовый результат. Ответ на вопрос, сможет ли происходящее накопление потенциала принести финансовый результат в будущем, в рамках модели получить нельзя, но квадрант В предполагает некоторую вариативность трактовки результата.

Квадрант С – (потенциал снизился, значение EVA увеличилось) свидетельствует о хороших перспективах предприятия, но в краткосрочном и среднесрочном периоде. Предприятие формирует экономический результат, однако, снижение потенциала говорит о том, что вскоре предприятие может потерять свои позиции на рынке. Отсутствие развития слишком опасно в условиях жесткой конкуренции. Предприятию в этой ситуации следует провести анализ потенциальных возможностей и определить те составляющие потенциала, которые сдерживают его развитие. Если руководству предприятия удастся повысить потенциал предприятия при сохранении эффективности использования имеющихся ресурсов, то предприятие сможет перейти в квадрант А.

Квадрант D – (потенциал снизился, как и значение EVA) может быть признан критическим, поскольку предприятие имеет слабые перспективы в долгосрочном периоде и не формирует финансового результата (несмотря на возможное, кстати, формирование и прибыли, которая в этом случае будет

свидетельствовать об эксплуатации ресурсов предприятия без их возобновления) в краткосрочном периоде. При этом инвестиционная привлекательность предприятия достаточно низкая, что ограничивает возможности экстенсивного и экспансивного развития. В такой ситуации следует срочно провести анализ потенциальных возможностей и определить те составляющие потенциала, которые сдерживают развитие предприятия. Обновление основных фондов, использование материалосберегающих технологий, реинжиниринг процессов, внедрение новой системы мотивации персонала в краткосрочном периоде позволят перейти в сектор В и в дальнейшем с определенной вероятностью после имплементации потенциала предприятия – в сектор А.

Для использования предложенной модели оценки развития предприятия необходимо остановиться на порядке расчета используемых показателей – потенциала предприятия и EVA. Действенность модели во многом зависит от качества показателей.

Оценка стоимости предприятия с помощью показателя EVA предложена американскими специалистами Б.Стюартом и Д.Стерном [13]. Согласно концепции EVA, компания рассматривается как некий проект с начальным капиталом, который имеет определенную стоимость. Разница между доходностью проекта (компании) и стоимостью капитала и есть экономическая добавленная стоимость (EVA). Таким образом, EVA является показателем, характеризующим экономическую прибыль компании: сколько компания заработает с учетом упущенной выгоды, которую она не получит из-за невозможности вложить капитал альтернативным способом [13].

Экономическая добавленная стоимость – достаточно универсальный показатель, который можно использовать для финансового анализа, управления и оценки стоимости предприятия. Это, в сущности, индикатор прибыльности, которому не присущи недостатки показателей, до сегодняшнего дня использовавшихся в этих целях. Отсюда вытекает двойственная природа показателя EVA: его можно использовать в качестве инструмента как финансового анализа, так и оценки предприятия [2]. Существует несколько интерпретаций расчета EVA, каждый из которых имеет определенные преимущества и недостатки (табл. 1).

Для модели оценки развития предприятия предлагается использовать следующую формулу определения экономической добавленной стоимости:  $EVA = NOPAT - NOA \times CC$ .

Для получения достоверного значения EVA используются специальные корректировки.

Для того, чтобы показатель EVA измерял именно то, что должен измерять, т.е. чистую экономическую прибыль, нельзя заменять NOPAT результатом производственной деятельности, а NOA – суммой активов из баланса. Для использования показателя EVA данные бухгалтерского учета рекомендуется переводить в экономические показатели. Список поправок данных бухгалтерского учета насчитывает до 164 статей. Полный список поправок является коммерческой тайной авторов модели EVA – Д. Стерна и Б. Стюарта. Но для получения относительно достоверных значений EVA достаточно сделать хотя бы те поправки, которые имеют наиболее существенное значение, в нашем случае – корректировкам, которые используются при расчете NOPAT и NOA (табл. 1) [2].

Таблица 1

**Корректировки для расчета EVA**

| NOPAT                                                                                                                                                                                                                           | NOA                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Исходным документом для расчетов являются баланс, в котором производят следующие поправки:                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Результаты от обычной деятельности                                                                                                                                                                                              | Активы                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| – списание гудвилла;                                                                                                                                                                                                            | – активы, неиспользуемые в операционной деятельности;                                                                                                                                                                                                                                |
| – скрытые резервы, (например, непомерно высокое списание)                                                                                                                                                                       | – привлеченный капитал, проценты по которому не выплачены;                                                                                                                                                                                                                           |
| – чрезвычайные доходы и расходы;                                                                                                                                                                                                | – чрезвычайные доходы и расходы;                                                                                                                                                                                                                                                     |
| !!! Расходы на исследования и развитие следует заменить оценкой их списания. Авторы концепции рекомендуют использовать срок списания в 5 лет, если его нельзя установить более точно;                                           | + все активы, не отраженные в балансе, но используемые в производственной деятельности, которые отвечают определению активов согласно МСФО; (к примеру, арендованное оборудование)                                                                                                   |
| – доходы от активов, не используемых в производстве;                                                                                                                                                                            | В расчетах коэффициента, активы отражаются по реальной/рыночной стоимости;                                                                                                                                                                                                           |
| + выплаченные проценты, включая те, что содержатся в лизинговых платежах;                                                                                                                                                       | Материальные и нематериальные активы отражаются по воспроизводственной стоимости, сниженной на амортизацию;                                                                                                                                                                          |
| + первоначальные расходы инвестиционного характера;<br>+ первоначальные расходы на лизинг;<br>– прибыли, не являющиеся результатом операционной деятельности;<br>+ убытки, не являющиеся результатом операционной деятельности; | Корректируются расходы, имеющие долгосрочный эффект, например: расходы на обучение персонала, расходы, связанные с выходом на новые рынки и др. В NOA такие расходы отражаются как аренда нематериального актива, что в Пассивах уравновешивается увеличением собственного капитала. |
| Поправка налогов на уровень NOPAT (метод решения, который часто используется в этом случае, заключается в том, что NOPAT умножают на налоговую ставку)                                                                          | По возможности, ценные бумаги учитывают по рыночным ценам;                                                                                                                                                                                                                           |

Применение корректировок при расчете EVA позволяет по-новому увидеть активы и обязательства. Применение концепции управления, основанной на показателе EVA, предполагает инвестирование в НИОКР и развитие, а так же использование лизинга материальных и нематериальных активов. Расчет EVA

косвенно основан на результатах обычной деятельности и исключает возможность единоразового изменения показателя за счет чрезвычайных доходов или расходов. Кроме того, расчеты базируются на рыночных ценах используемых активов, что позволяет получить реальное значение стоимости предприятия.

Оценка величины показателя EVA очень проста: предприятие имеет ценность для владельца, если  $EVA > 0$ . То же самое имеет место в случае, если  $NOPAT/NOA > CC$ . Таким образом, показатель экономической добавленной стоимости является очень удобным для использования в модели интервальной оценки, поскольку не привязывается к конкретным значениям. Это позволяет унифицировать модель и применять ее для предприятий различных размеров, стоимость которых может значительно отличаться.

Что касается оценки потенциала предприятия, то анализ публикаций позволяет выделить достаточно удачный подход, предложенный Г.С. Мерзликиной и Л.С. Шаховской, согласно которому к предметным составляющим потенциала промышленного предприятия необходимо отнести: рыночный потенциал, производственный потенциал, финансовый потенциал: потенциальные финансовые показатели производства (прибыльности, ликвидности, платежеспособности), потенциальные инвестиционные возможности [7].

В рамках предлагаемой модели оценки развития предприятия, исходя из того, что EVA – показатель финансовый, во избежание мультиколлинеарности факторов в модели имеет смысл использовать производственный потенциал предприятия, хотя можно воспользоваться и показателем потенциала предприятия в целом. Если для применения предложенной модели оценки развития предприятия недостаточно данных для расчета значения потенциала предприятия и его изменения за период, то в такой ситуации рекомендуется использовать модель, предложенную в [11], по результатам которой, потенциал предприятия отнесен к одной из качественных категорий, что позволяет использовать предложенную модель с применением не интервальной, а ординальной шкалы для потенциала предприятия.

**Выводы и перспективы дальнейших исследований.** Предложенная модель оценки развития предприятия имеет как преимущества, так и недостатки. К преимуществам модели можно отнести наглядность, доступность, легкость в использовании. Модель позволяет практически оценивать развитие предприятия как с внешней точки зрения, например, инвесторов, так и с точки зрения внутренних пользователей. Модель позволяет качественно оценивать развитие предприятия как в долгосрочном, так и в краткосрочном периоде, является достаточно простой в использовании и ориентирована на имеющуюся на предприятии информацию, то есть не предусматривает дополнительных процедур по сбору информации.

К основным недостаткам данной модели можно отнести использование производственного потенциала в качестве критерия развития, что справедливо только для производственных предприятий; качественный характер получаемых результатов; слабое различие консеквентов модели и вариацию интерпретации одного из них.

Адаптация данной модели к оценке развития предприятий непромышленной сферы, возможность использования EVA в качестве критерия развития в условиях нестабильности валютных курсов, возможность использования внешнеэкономического потенциала предприятия в качестве критерия развития обуславливают направление дальнейших исследований в рамках оценки развития предприятия на основе предложенных показателей.

## Литература

1. Грейнер Л. Эволюция и революция в процессе роста организаций / Л. Грейнер // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. «Менеджмент». — 2002. — № 4. — С. 76-92.
2. Гусев А.А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании / А.А. Гусев // Финансовый менеджмент. — 2005. — № 1. — С. 13-18.
3. Забелин П.В. Основы корпоративного управления концернами: [учебное пособие] / Павел Викторович Забелин. — М.: ПРИОР, 1998. — 176 с.
4. Клебанова Т.С. Моделирование экономической динамики: [учебн. пособ.] / Т.С. Клебанова, Н.А. Дубовина, О.Ю. Полякова, Е.В. Раевнева, А.В. Милов, Е.А. Сергиенко. — Харьков: ИНЖЭК, 2004. — 244 с.
5. Лепа Р.Н. Механизм выявления проблемных ситуаций на промышленном предприятии / Р.Н. Лепа // Вісник Донбаської державної машинобудівної академії. — 2006. — № 2 (4). — С. 241-244.
6. Лепа Р.М. Моделі ситуаційного механізму прийняття управлінських рішень: автореф. дис...д-ра екон. наук: 08.00.11. — Донецьк: Донецький національний університет, 2007. — 36 с.
7. Мерзликина Г.С. Оценка экономической состоятельности предприятия: [монография] / Г.С. Мерзликина, Л.С. Шаховская. — Волгоград: ВолгГТУ, 1998. — 324 с.
8. Никулин В. Ицхак Адизес: Сущность концепции / В. Никулин // <http://www.management.com.ua/consulting/cons027.html>.
9. Пушкарь А.И. Антикризисное управление: модели, стратегии, механизмы: [научное издание] / А.И. Пушкарь, А.Н. Тридед, А.Л. Колос. — Харьков: ООО «Модель Вселенной», 2001. — 452 с.
10. Раевнева Е.В. Алгоритмическая модель формирования сценариев управления развитием предприятия / Е.В. Раевнева // Бизнесинформ. — 2007. — № 1-2. — С. 113-121.

11. Старовойтов М.К. Особенности оценки потенциала промышленных предприятий / М.К. Старовойтов, П.А.Фомин // [http://www.cfip.ru/management/manufact/manufact\\_potential.shtml](http://www.cfip.ru/management/manufact/manufact_potential.shtml)
12. Трифилова А.А. Оценка эффективности инновационного развития предприятия: [монография] / Алла Андреевна Трифилова. — М.: Финансы и статистика, 2005. — 304 с.
13. Хабаров М. Управление компанией с помощью EVA / М. Хабаров // Финансовый директор. 2004. — № 2. — С. 22-26.
14. Юданов А.Ю. Конкуренция: теория и практика: [монография] / Андрей Викторович Юданов. — М.: Акалис, 1996. — 272 с.

Надійшла 14.05.2009

УДК 336.6

В. М. ПОЛОЗОВА

Хмельницький національний університет

## ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ ПІДПРИЄМСТВА

*Розглянуто зміст процесу управління портфелем фінансових інвестицій, сучасний інструментарій оцінки ефективності використання портфеля цінних паперів, пропонується модель оцінки ефективності використання портфеля цінних паперів на основі матричного методу.*

*Maintenance of process of management of briefcase of financial investments, modern tool of estimation of efficiency of the use of brief-case of securities were considered, the model of estimation of efficiency of the use of brief-case of securities on the basis of matrix method was offered in the article.*

Основною формою фінансового інвестування, що здійснюється підприємством є вкладання капіталу в доходні види фондових інструментів. Ця форма фінансових інвестицій є найбільш перспективною і масштабною. Ефективне функціонування підприємств України неможливо без масштабних інвестицій, які являють собою найважливіший чинник економічного зростання. Відповідно до чинного законодавства України інвестиційна діяльність може здійснюватись у формі фінансових інвестицій. Фінансові інвестиції підприємства дозволяють йому реалізувати окремі стратегічні цілі розвитку більш швидким і дешевим шляхом.

Основною формою фінансового інвестування, що здійснюється підприємством є вкладання капіталу в доходні види фондових інструментів. Ця форма фінансових інвестицій є найбільш перспективною. Вона характеризується вкладанням капіталу в різні види цінних паперів, які вільно обертаються на фондовому ринку. Спеціально підібрана, відповідно до обраної інвестиційної стратегії сукупність об'єктів фінансового інвестування характеризується поняттям портфеля фінансових інвестицій. Портфель може бути сформований із цінних паперів одного типу (наприклад, акції) або різних фінансових інвестицій (акції, облигації тощо).

Процес формування портфеля цінних паперів здійснюється після того, як конкретизована мета формування інвестиційної стратегії, визначені пріоритети формування інвестиційного портфеля, оптимізовані пропорції залучених для його формування ресурсів. Основною метою створення портфеля фінансових інвестицій може бути забезпечення реалізації інвестиційної стратегії підприємства шляхом відбору найбільш ефективних і найменш ризикованих цінних паперів.

Відповідно до цієї мети завданнями формування інвестиційного портфеля є:

- 1) ефективне використання вільних грошових активів підприємства;
- 2) мінімізація рівня інвестиційних ризиків;
- 3) забезпечення високого рівня прибутковості інвестицій у поточному році;
- 4) забезпечення високих темпів приросту прибутку в довгостроковому періоді;
- 5) забезпечення необхідної ліквідності портфеля.

При формуванні портфеля цінних паперів важливе значення має тип портфеля, диверсифікація фондових інструментів, ліквідність портфеля, рівень оподаткування доходу за окремими фінансовими інструментами.

Управління інвестиційним портфелем – це діяльність щодо його формування і реструктуризації при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення фінансових інвестицій. Зміст процесу управління портфелем фінансових інвестицій зображено на рис. 1.

Сукупність застосовуваних до портфеля методів і технічних можливостей характеризує спосіб управління. Спосіб управління портфелем визначає кон'юнктура фондового ринку. Вибір практики управління залежить від типу портфеля і здатності інвестора вибирати цінні папери і прогнозувати стан ринку, його здатності формувати оптимальну структуру. Оптимальним вважається портфель, якщо він містить від 10 до 30 типів цінних паперів [1, с. 184].

Структура портфеля відображає визначене поєднання інтересів інвесторів, а також консолідує в тій