

8. Мухопад В.И. Маркетинг интеллектуальной собственности / Мухопад В.И., Устинова Л.Н., Суслина И.В. – М. : ИНИЦ Роспатента, 2001. – 158 с.

9. Edvinsson L., Malone M. Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Roots – New York. – HarperCollins Publishers – 1997.

Надійшла 11.11.2009

УДК 657.222

С. В. КАЛАБУХОВА

ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

КОНЦЕПЦІЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ В АНАЛІТИЧНІЙ ОЦІНЦІ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ

Розглянуто методику визначення показника економічної доданої вартості (EVA) у зарубіжній практиці. Виявлено його переваги і недоліки для впровадження в практику аналітичної оцінки справедливої вартості вітчизняних акціонерних товариств. Запропоновано концепцію вартісного аналізу акціонерного капіталу на основі EVA.

The methods of determination of index of economic value added (EVA) are considered in foreign practice. His advantages and defects are educed for introduction in practice of analytical estimation of fair value of domestic joint-stock companies. Conception of cost analysis of equity is offered on the basis of EVA.

Ключові слова: економічна додана вартість, аналіз, акціонерний капітал.

Визначення справедливої вартості акціонерного капіталу при придбанні, продажу, реорганізації, реструктуризації, ліквідації, об'єднанні або злитті підприємств, а також з метою встановлення змін вартості активів у часі є найбільш складною задачею, з якою може стикнутися фінансовий аналітик підприємства. Розв'язання такої задачі потребує володіння навичками прогнозування прибутку та грошових потоків, оцінки ступеню ризику і інтерпретації впливу комбінації методів управління, аналізу інформації, що міститься у примітках до фінансових звітів підприємства.

Аналіз праць зарубіжних науковців Дж.Хікса, Е.Френка, Ф.Еванса, Д.Бішопа, Т.Коупленда, Дж.Мурина, К.Друрі дозволяє стверджувати, що теорія управління вартістю компаній ґрунтується на фундаментальній концепції остаточного доходу EVA (Economic Value Added) – концепції економічної доданої вартості. Можливості адаптації цього підходу в практику господарювання в умовах перехідної економіки розглядалися у роботах А.Гриценко, О.Г.Мендрула, П.Й.Атамаса, В.Зозулі, Е.Леденьова та інших. Огляд праць показав, що значна їх частина присвячена питанням розрахунку економічної доданої вартості і практично немає робіт, в яких розглядаються методичні підходи до вартісного аналізу акціонерного капіталу.

Мета статті полягає у розкритті концепції вартісного аналізу акціонерного капіталу вітчизняних підприємств.

Діючий у вітчизняній практиці підхід до аналізу власного капіталу підприємства забезпечується якістю і повнотою вхідної інформації, яка береться в основному із системи бухгалтерського обліку. Проте дуже часто на дату оцінки балансу спостерігається розбіжність між інформацією, представленою у фінансовій звітності, складеної із застосуванням МСФЗ або ПСБО та інформацією, отриманої у ході проведення маркетингових досліджень і аналізу ринку.

В зарубіжній практиці з метою усунення розбіжностей між бухгалтерською і ринковою інформацією та з метою бажання допомогти менеджерам в процесі прийняття рішень в області фінансів було розроблено показник EVA – новий загальний фінансовий показник, розрахунок якого базується на 2 основних принципах:

1. Головне фінансове завдання будь-якої компанії полягає в максимізації добробуту своїх акціонерів.

2. Цінність компанії залежить від ступеня, у якій, як очікують акціонери, майбутні доходи підприємства будуть відрізнятись від ринкової вартості внесеного капіталу. По визначенню, стійкий ріст EVA призведе до росту ринкової вартості компанії. Рівень EVA не має реального значення. Поточні результати відображаються в курсі акцій [1].

На відміну від традиційних методів виміру вартості акціонерного капіталу, EVA є процесом і може бути використана для оцінки продуктивності капіталу протягом певного періоду часу. На відміну від бухгалтерського прибутку, EVA є економічним показником, який заснований на тій ідеї, що компанія повинна покривати її операційні витрати, й витрати, пов'язані з володінням капіталом акціонерів.

Підхід EVA базується на одночасному дисконтуванні й використанні фактичних показників зростання продажів, операційної маржі, податкового навантаження, інвестицій в оборотний капітал, інвестицій у необоротний капітал і періоду утримання конкурентних переваг. Позитивна EVA означає, що компанія створила додану вартість за аналізований період, негативна - характеризує зниження вартості компанії.

У значній кількості праць показник EVA рекомендується розраховувати як різницю між скоригованою величиною чистого прибутку (NOPAT) й ціною використаного для її одержання інвестованого капіталу компанії (власних і позикових коштів) (WACC) [2, 3]:

$$EVA = NOPAT(adj) - WACC \times CE(adj),$$

де NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) - чистий операційний прибуток після сплати податків, скоригований на величину змін еквівалентів власного капіталу, тис.грн;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – відсоткова ставка, яка є середньозваженим показником цін (відсоткових ставок) джерел майна в структурі пасивів балансу, %;

CE (Capital Employed) - сума власного оборотного капіталу, тобто різниця між оборотними активами і поточними зобов'язаннями (або це ідентично вільному грошовому потоку від фінансової діяльності (FCFE)), тис.грн.;

(adj) – Adjustments (Equity Equivalents) - виправлення, що враховують зміну еквівалентів власного капіталу

Зокрема, такими виправленнями можуть бути роздільний облік резервів по сумнівних боргах, облік відкладених податків, облік ризиків, пов'язаних із вкладенням у цінні папери, інвестиційні ризики, «соціальний» імідж компанії та інш. Це важливо, оскільки в ряді випадків дані активи можуть значно вплинути на ринкову оцінку бізнесу.

Інший варіант подання даного показника [4, 5]:

$$EVA = (ROCE - WACC) \times C,$$

де ROCE (Return on Capital Employed) - чистий операційний прибуток після сплати податків, скоригований на величину змін еквівалентів власного капіталу, тис.грн;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – відсоткова ставка, яка є середньозваженим показником цін (відсоткових ставок) джерел майна в структурі пасивів балансу, %;

C (Capital) - сума залученого капіталу (власного капіталу та зобов'язань), тис.грн.;

Розглянемо переваги й недоліки даного методу. Перевагами показника EVA є:

- 1) відносна простота розрахунку й використання;
- 2) застосування як сигнал про погіршення фінансового становища (при негативній EVA), тому що зменшення EVA з випередженням проорокує зменшення чистого прибутку;
- 3) використання показника як основи для системи корпоративного заохочення працівників, що беруть участь у процесі створення доданої вартості;
- 4) впровадження даного показника дозволяє краще обґрунтовувати необхідність (або відсутність такої) корпоративної реструктуризації, пов'язаної з поглинаннями й злиттями. Порівнюється прогнозна рентабельність нової корпоративної структури з вартістю використаного капіталу, і це служить обґрунтуванням прийнятого рішення;
- 5) EVA стимулює компанії переглядати свої запаси в складі використовованого капіталу. Зменшення невиправдано високих запасів у затрачуваному капіталі підвищує позитивне значення EVA;
- 6) EVA допомагає ухвалювати рішення щодо структури власного й позикового капіталу. Часто зростання власного капіталу обходиться фірмі дорожче, ніж залучення позикових коштів.

До недоліків даного показника можна віднести наступні:

- 1) EVA не може бути використана як єдиний критерій, тому що менеджери не звернуть уваги на оцінку довгострокового ризику, перспективу доходів від інших інвестиційних проектів;
- 2) прагнучи до поліпшення даного показника або збереження його значення, компанії можуть відмовлятися від капітального відновлення підприємства, тому що більші фінансові вкладення неминуче збільшують вартість капіталу. Тим самим ігнорується довгострокова вигода від розширення капітальних інвестицій. Розроблювачі EVA усвідомлюють цей недолік і пропонують перенести частину капітальних витрат, пов'язаних з великими інвестиційними проектами, за межі очікуваного строку окупності даних проектів. Те ж ставиться й до надприбутків у порівнянні із прогнозними розрахунками в певний період і надмірні витрати в інший період;
- 3) EVA - зовнішній (узагальнюючий) показник. Отже, він не може керувати організаційною поведінкою, тому що щирі двигуни довгострокової вартості лежать у щоденних вчинках працівників, вони повинні знати, як їхні дії відображаються на вартості. Однак поділ моделі на ключові фактори вартості деякою мірою елімінують даний недолік;
- 4) Незважаючи на удавану простоту концепції в дійсності доводиться виконувати досить велику систему корегувань первісних даних балансу, що використовується для розрахунку EVA для певного періоду, наприклад: для розрахунку NOPAT - амортизація, зміна відстрочених податків, амортизація репутації цього року, приріст чистих нематеріальних активів, непостійні доходи (втрати), приріст інших резервів; для розрахунку використаного капіталу - відстрочені податки, накопичена амортизація нематеріальних активів, чисті нематеріальні активи, накопичені непостійні доходи (втрати), інші резерви типу поруки і боргів з негарантованим поверненням. Розроблювачі показника застосовують понад півтори сотень виправлень. Дані виправлення ще не адаптовані до української фінансової звітності;
- 5) показник EVA розрахований на основі історичних даних діяльності фірми, тому неможливо вірогідно оцінити вплив поточної корпоративної політики на майбутню вартість компаній.

Концепцію вартісного аналізу акціонерного капіталу (власного капіталу вітчизняного акціонерного товариства) на основі підходу EVA, пропонується розкривати за такими аспектами:

1. Аналіз й вагова оцінка вартісних параметрів (маржинального прибутку, середньозваженої вартості капіталу, інвестованого капіталу, тінювих активів). Саме вони визначають значення EVA. При цьому повинні враховуватися такі фактори, як: галузева специфіка, фаза життєвого циклу, структура інвестованого капіталу, ступінь капіталомісткості бізнесу, рівень технологічної оснащеності й наявність розвинутої ресурсної бази, політика ризик-менеджменту, наявність і ступінь впливу «тінювих» компетенцій.

2. Ранжування об'єктів управління (ціна і якість продукції, обсяг знижок, ступінь завантаженості використовуваних ресурсів, політика управління дебіторською й кредиторською заборгованістю, податкове навантаження й т.д.) за ступенем їхнього впливу на розрахунковий показник EVA. Для оцінки ступеня впливу того або іншого показника використовується ваговий аналіз - визначається, наскільки зміниться значення EVA при зміні на 1 відсоток одного з параметрів (при фіксованому значенні всіх інших). Далі кожному об'єкту управління привласнюють відповідні вагові коефіцієнти. Для одних напрямків бізнесу більш сильний вплив може здійснити збільшення темпів і обсягів продажу, для інших - більш ефективно управління активами й зниження поточних операційних витрат.

3. Експертна оцінка ступеню впливу кожної із груп менеджерів (топ-менеджменту, операційного менеджменту, функціонального менеджменту) на той або інший показник, що бере участь у розрахунку значення EVA. Кожній групі також призначаються відповідні вагові коефіцієнти.

Таким чином, одержуємо дві групи коефіцієнтів. У першу входять показники впливу об'єктів управління на розрахункове значення EVA. У другу - коефіцієнти впливу тієї або іншої групи менеджерів на дані показники. Виходячи із цього, можна розрахувати узагальнені вагові коефіцієнти, які будуть відображати ступінь впливу кожного менеджера на цільове значення EVA.

4. Розробка політики й механізмів мотивації персоналу. Природно, при цьому основна увага приділяється менеджерам, які впливають на фактори створення вартості. Активізація їхніх зусиль, спрямованих на створення позитивного тренда параметра EVA, у перспективі приведе до збільшення вартості бізнесу.

Реалізацію концепції вартісного аналізу акціонерного капіталу підприємства на основі EVA рекомендується здійснювати за таких умов:

- підприємством вироблено довгострокову стратегію на основі оцінок перспектив розвитку. Для цього варто проаналізувати альтернативні стратегії й вибрати найбільш оптимальну з них. Природно, обрана стратегія розвитку компанії повинна постійно аналізуватися на предмет її відповідності поточній ринковій ситуації;

- менеджери повинні прийти до усвідомлення ідеології EVA. Досить часто вони орієнтуються на короткострокові завдання, наприклад, на збільшення прибутку в поточному періоді. При цьому вони не відслідковують ефективність використання ресурсів, у яких вкладений основний капітал власників компанії. Необхідно, щоб менеджмент компанії чітко усвідомлював той факт, що в операційній роботі використовується акціонерний капітал, котрий має певну вартість. Потрібно прагнути до того, щоб у всіх циклах ділової активності рентабельність інвестованого капіталу (ROCE) була б не менше витрат на його залучення (WACC);

- розробляються розрахункові моделі й визначаються цільові індикатори (рентабельність інвестованого капіталу ROCE, коефіцієнти, що відображають структуру капіталу компанії, показники ліквідності балансу, величина оборотного капіталу):

- 1) розрахунок чистого прибутку з врахуванням всіх коригуючих показників (бази й коефіцієнтів розподілу накладних і загальновиробничих витрат);

- 2) розрахунок розміру авансованого капіталу з визначенням оптимальної структури пасиву балансу;

- 3) мінімальний рівень прибутковості по структурних підрозділах (проектах, продуктах, напрямках бізнесу);

- 4) система планування поточної діяльності й складання прогностичних бюджетів;

- 5) система мотивації й оцінки результатів роботи персоналу з метою їхньої орієнтації на підвищення значення EVA для всієї компанії в цілому;

- усвідомлення менеджментом необхідності використання вартісного підходу до управління бізнесом. Одночасно із цим впроваджуються відповідні управлінські технології. Наприклад, система збалансованих показників.

Необхідно підкреслити, що нові зарубіжні показники, котрі орієнтуються на розкриття можливостей росту підприємства, не завжди пристосовані для потреб звичайного українського суб'єкта господарювання. Крім того, без попередньої підготовки й відпрацювання на більш простих моделях виконувати складні маніпуляції зі звітністю протипоказано. Але для середнього, а тим більше великого бізнесу, у надскладному бізнес-оточенні необхідні сучасні методи оцінки рентабельності внесеного капіталу.

Література

1. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях; Эванс Ф., Бишоп Д. [пер. с англ.] – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.
2. Хикс Дж. Стоимость и капитал; / Хикс Дж. [пер. с англ. / под ред. Р.М. Энтова]. – М. : Прогресс, 1993. – 487 с.
3. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / . Коупленд Т., Мурин Дж. [пер. с англ.] – М. : Олимп-Бизнес, 1999. – 576 с.
4. Друри К. Управленческий и производственный учет [учебник]. Друри К.; [пер. с англ.] – М. : Юнити-Дана, 2005. – 1071 с.
5. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств : [монографія]. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.
6. Леденев Е.Е. BSC и EVA – конкуренты или союзники? [Электронный ресурс]. / Леденев Е.Е. – Режим доступа : www.bizpress.ws
7. Хабаров М. Управление компанией с помощью EVA / М. Хабаров // Финансовый директор. – 2004. – № 2. – С. 25-31.

Надійшла 18.11.2009

УДК 336

М. Ю. ЛУКИЧЕВ

ГОУ ВПО Российская экономическая академия им. Г. В. Плеханова

ТРАНСАКЦИИ И ТРАНСАКЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ

В статье представлены различные подходы представителей неоклассической и институциональной экономической теории к определению сущности категорий трансакций и трансакционных издержек, их природы, характера, видов, а также проанализированы сферы их использования в современной экономике.

In the article the different going of representatives of neoclassical and institutional'noy economic theory is presented near determination of essence of categories of transactions and transakcionnykh costs, their nature, character, kinds, and also the spheres of their use are analysed in a modern economy.

Ключевые слова: трансакции, трансакционные издержки, трансакция сделки, трансакция управления, трансакция рационализации, издержки ex ante, издержки ex post.

Постановка проблемы. Под трансакционным подходом понимается подход, основанный на оценке бизнеса по критерию уровня трансакционных издержек фирмы. Данный метод наиболее подходит в современных условиях, так как «традиционная» классическая и неоклассическая экономическая теории основывается на допущении ограничений, которые практически не реализуемы на реальных рынках. Среди этих ограничений можно выделить следующие:

1) всегда существует равновесие на рынке, и оно совпадает с оптимумом по Парето. Теория игр ставит под сомнение это допущение, предполагая, что точек равновесия может не быть ни одной, а может быть несколько, и они могут не совпадать с оптимумом по Парето;

2) индивиды осуществляют выбор рационально, что предполагает полноту информации. Однако на реальных рынках невозможно собрать полную информацию о ценах, контрагентах и т.д. Кроме того, Г. Саймон в своей теории неполной рациональности вводит когнитивные ограничения, говоря о неспособности любого субъекта рынка правильно обработать собранную информацию;

3) в «традиционной» экономике рассматриваются только производственные издержки, а издержки трансакций равны нулю. Абсолютно ясно, что это допущение также неверно;

4) предпочтения индивидов стабильны и не зависят от внешних факторов. На реальных рынках характер предпочтений не является лишь эндогенным. Скорее они формируются на основе как внешних (различные институты), так и внутренних факторов.

Ясно, что реальные рынки не совершенны, и делают их таковыми именно трансакционные издержки. Поэтому применение базовых положений неоклассической модели для описания рыночных процессов в современных условиях не представляется адекватным. Более полезным здесь является использование институциональной парадигмы, в частности теории трансакционных издержек.

Анализ последних исследований. Проблемам развития категории трансакционных издержек уделяли особое внимание такие ученые как Дж.Коммонс, Р.Коуз, К.Эрроу, У.Николслн, О.Уильямсон, Д.Норт и др

Изложение основного материала. Понятие трансакции было впервые введено в научный оборот Дж. Коммонсом. Под трансакцией он понимал не просто обмен товарами, а отчуждение и присвоение прав собственности и свобод, созданных обществом. Категория трансакции понимается предельно широко и используется для обозначения обмена как товарами, так и юридическими обязательствами, сделок как краткосрочного, так и долговременного характера, как требующих детального документального оформления, так и предполагающих простое взаимопонимание сторон [1].