

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки

**Ефективна ЕКОНОМІКА**

Дніпропетровський державний аграрно-економічний університет



№ 6, 2012 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 658.16:330.15

*Р. В. Корж,*  
*к.е.н., доцент кафедри економіки підприємств, ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана»*  
*Н. В. Шевчук,*  
*к.е.н., доцент кафедри економіки підприємств, ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана»*

## ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

*В статті висвітлена проблематика вимірювання формування вартості підприємства на основі застосування сучасного методичного інструментарію фінансового менеджменту.*

*In the article lighted up problematika of measuring of forming of value of enterprise is on the basis of application of modern methodical tool of financial management.*

**Ключові слова.** *вартість підприємства, моделі оцінювання вартості, показники результативності, економічна додана вартість.*

**Keywords:** *value of enterprise, model of evaluation of value, indexes of effectiveness, economic value added.*

**Актуальність.** Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту (VBM) є визнаною академічним та бізнес-товариством як ключова управлінська парадигма, і отримує все більше розповсюдження на практиці, у тому числі в Україні. З розвитком ринків капіталу та інших інститутів ринкової економіки у вітчизняних підприємств з'являється можливість прямого залучення акціонерного капіталу, а взаємовідносини з інвесторами набувають нового якісного зрізу. В арсеналі VBM з'являється економічна психологія, вартісний підхід до управління набуває ознак системності. В такому аспекті VBM вже розуміється як систему управління підприємством, яка націлена на максимізацію найбільш ймовірної цінності, яка має бути створена бізнесом, в якій оцінювання результатів діяльності і система винагород базується на показниках доданої вартості. На наш погляд, в цей час починається новий етап осмислення проблематики вартісно-орієнтованого менеджменту і основні дослідження спрямовуються на запобігання руйнівним силам фондового ринку.

**Аналіз публікацій та постановка проблеми.** Таким чином, базові постулати концепції VBM вже не підлягають сумніву, дана концепція посіла достойного місця в теорії та практиці управління. Джерелом базисних ідей, концепцій, методів і моделей вартісно-орієнтованого менеджменту є наукові праці Г. Александера, Д. Брейлі, М. Гордона, Дж. Вільямса, Е. Фами, Е. Шапіро, М. Міллера, Ф. Модільяні. Основні ідеї теорії оцінювання популяризовані в роботах Р. Брейлі, Ю. Брігхема, А. Дамодарана, О. Сарига, П. Фернадеса, С. Шмідта. В той же час в науковій літературі досліджується досить гостра полеміка щодо вибору управлінського інструментарію реалізації даної концепції. К числу таких дискусійних питань відносяться підходи до оцінювання ресурсних факторів формування вартості підприємств, які розкриваються в наукових працях Д. Волкова, І. Івашковської, Т. Крючківської, О. Мендрула, О. Олексюка, І. Репіної, Т. Теплової. Поглиблення та розвиток теорії формування вартості на основі імплементації сучасних фінансових концепцій та фундаментальних положень ресурсної теорії, на наш погляд, є актуальними як з наукової так і практичної точки зору.

**Вклад основного матеріалу.** Вивчення та систематизація літературних джерел в яких досліджуються особливості практичного використання концепції VBM [1-3, 5, 6, 9], дозволяє виокремити наступні процедури та рішення, які органічно поєднуються в системі вартісно-орієнтованого управління підприємством: вибір моделі та процедур визначення вартості підприємства; моніторинг зміни вартості; визначення драйверів (факторів) створення вартості; встановлення чіткого взаємозв'язку між вартістю та бізнес-стратегіями підприємства; розробка та обґрунтування ресурсного забезпечення створення вартості підприємства; визначення механізмів узгодження інтересів власників та менеджерів бізнесу; створення системи вимірювання результатів діяльності та матеріального стимулювання.

Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту є визнаною академічним та бізнес-товариством як ключова управлінська парадигма, і отримує все більше розповсюдження на практиці, у тому числі в Україні. З розвитком ринку капіталу та інших інститутів ринкової економіки в країні у вітчизняних підприємств з'являється можливість прямого залучення акціонерного капіталу, а взаємовідносини з інвесторами набувають нового якісного зрізу.

Таким чином, якщо поєднати досвід концепцій управління, можна констатувати, що вартісний підхід відображає якісний стрибок в ідеології оцінювання і прийняття управлінських рішень. Від традиційного аналізу фінансових результатів за період їх співставлення з аналогічними показниками в минулому менеджмент переходить до довгострокового прогнозу грошових потоків і безперервному моніторингу випереджувальних не фінансових індикаторів. Найважливішою метою стає максимізація вартості підприємства, а основною відмінною рисою управління – націленість на майбутнє. Здатність підприємства як єдиного цілого знаходити та ефективно використовувати можливості для руху шляхом нарощення вартості формує принципово нову сферу ключової компетентності. Вміння створювати вартість перетворюється на джерело конкурентної переваги, яке неможливо купити та важко копіювати.

Базові постулати концепції вартісно-орієнтованого управління вже не визивають жодних сумнівів, і дана концепція посіла певного місця як в теорії, так і практиці стратегічного менеджменту. В той же час в теорії досить гострого характеру набувають питання вибору управлінського інструментарію щодо реалізації даної концепції на практиці. Фундаментальним елементом концепції вартісно-орієнтованого менеджменту, який визначає архітектуру системи управління підприємством та забезпечує менеджмент практичним інструментарієм для прийняття рішень є фінансова модель вимірювання вартості на основі ресурсних факторів.

Вартісна природа ресурсів (економічний аспект), які є у розпорядженні підприємства, дозволяє досліджувати їх як рух капіталу, тобто процес його формування, відтворення та використання. В процесі формування в сучасній фінансово-економічній літературі виділяють наступні його види: власний та позиковий (платна його частина) капітал. Співвідношення між власним та позиковим капіталом характеризують його структуру, яка впливає на середньозважену ціну капіталу. Структура капіталу відіграє важливу роль у формуванні ринкової вартості підприємства. Такий зв'язок опосередкований показником середньозваженої вартості капіталу (характер такого взаємозв'язку наведений на рис 1).

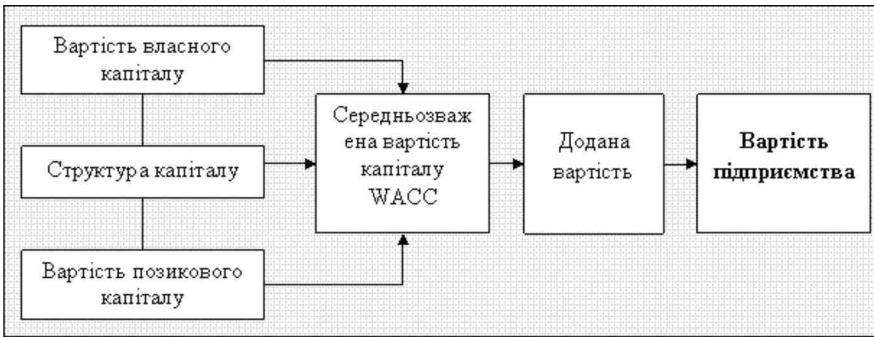


Рис. 1. Система взаємозв'язку показників структури, середньозваженої вартості капіталу і вартості підприємства

Вартісна модель аналізу результатів діяльності підприємства передбачає покриття витрат не тільки за осяжними елементами (праця, основний та оборотний капітал), але і витрати капіталу які за своєю сутністю є неявними, базуються на оцінці втрачених вигод. Поняття «плата за капітал» (вартість капіталу) є центральною у вартісній моделі аналізу результатів діяльності підприємства. Так як бізнес-діяльність підприємства розвивається за рахунок власного та позикового капіталу, то очікуваний рівень доходності за капіталом має відображати важелі різних джерел фінансування ресурсів, що залучає підприємство та ціну кожного з них, що знаходить своє відображення у розрахунку величини середньозваженої вартості капіталу (WACC).

На стадії функціонування (відтворення та використання) капіталу реалізується його продуктивна функція, тобто доцільно розглядати капітал з точки зору здатності створювати певний результат (додану вартість). Реалізація даної функції відбувається шляхом ефективної комбінації основного, оборотного та інтелектуального капіталу в результаті якої створюється додана вартість. Логіка перетворення ресурсів у вартість підприємства представлена на рис.2. [9]

Фінансова модель ресурсних факторів вартості, передбачає розв'язання двох проблемних питань для власників підприємства: по-перше, вибір адекватної моделі оцінювання; по-друге, розробка на основі цієї моделі системи інструментів, які дозволяють на всіх рівнях підприємства приймати обґрунтовані управлінські рішення щодо ресурсного забезпечення з метою зростання його цінності для власників (фундаментальної вартості власного капіталу).

Ступінь достовірності моделі оцінювання визначається перш за все тим, наскільки є пов'язаними між собою фундаментальні оцінки власного капіталу, які будуть отримані при використанні відповідної моделі. В сучасній економічній літературі виокремлюють наступні класи моделей оцінювання [1]: моделі дисконтованих грошових потоків (Discounted Cash Flow Models – DCFM); моделі остаточного прибутку (Residual Income Models – RIM).

Моделі, які описані в сучасній економічній літературі математично є еквівалентними, однак це не означає, що моделі є рівнозначними з точки зору їх практичного використання. Як адекватний інструмент управління модель має відповідати певним критеріям, які визначає сучасна економічна література: критерій достовірності та критерій застосовуваності.

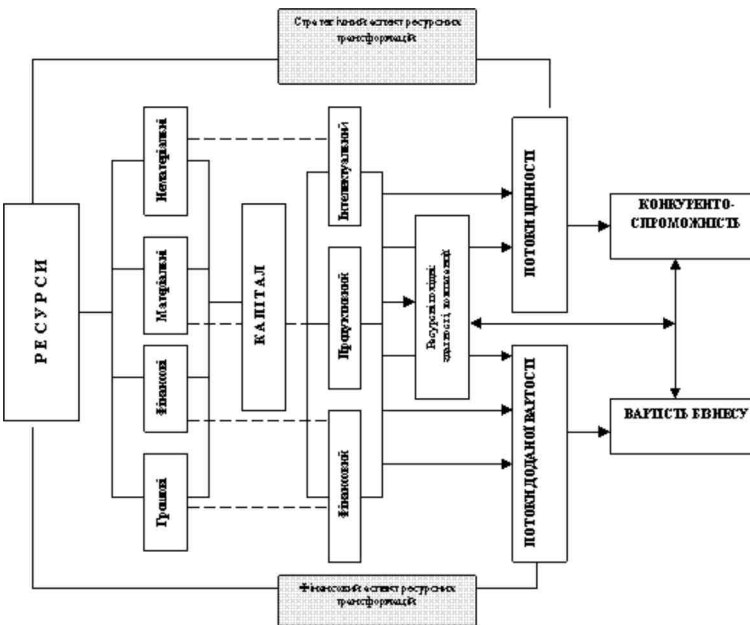


Рис. 2. Логіка трансформації ресурсів у вартість підприємства

З практичної точки зору застосування моделі дисконтованих дивідендів для оцінювання вартості бізнесу можна вважати обґрунтованим лише у випадку, якщо дивіденді виплати перманентно пов'язані із створенням цінності. Це можливо за умови, коли підприємство має зафіксований на безкінченному часовому інтервалі норму дивідендних виплат, під якою слід розуміти відношення величини дивідендів до чистого прибутку звітного періоду. Використання моделі дисконтованих вільних грошових потоків має сенс лише у випадках, коли інвестиційна модель підприємства генерує постійні вільні грошові потоки в кожному звітному періоді або вільні грошові потоки з постійним темпом приросту. Модель дисконтування остаточного прибутку є більш адекватною для оцінювання внутрішньої вартості бізнесу, а показник остаточного прибутку можна визнати як найбільш прийнятний для вимірювання новоствореної вартості, яка формується підприємством протягом звітного періоду.

Важливим питанням при побудові ефективної системи вимірювання вартості є рішення про вибір основного показника (або комплексу показників) результатів діяльності підприємства. Це рішення проєцирує загальну філософію створення цінності для акціонерів у практичну площину і дозволяє оцінити фактично створену вартість протягом звітного періоду.

Традиційно вивчення результатів економічної діяльності та оцінки ефективності економічних процесів науковцями розглядалося як єдиний і цілісний процес. У науковій літературі досить часто вживаються у якості синонімів до поняття «результативність» певна сукупність термінів: «effectiveness» - дієвість, тобто досягнення заданих суб'єктом цілей діяльності соціально-економічної системи; «efficiency» - економічність, тобто забезпечення функціонування соціально-економічної системи з найменшими зусиллями та витратами; «performance» - результативність, або здійснення економічної діяльності у певний період часу і т.інш. [4, 8] На нашу думку, досить обґрунтованими з наукової точки зору та привабливими для практичного використання є результати дослідження російського вченого Д. Волкова [1], який порівняв показники результатів за: ступенем фактичного включення очікувань відносно майбутніх результатів; ступенем складності показника; можливістю формування на базі показника системи створення нової цінності. Однак, на нашу думку, включення очікувань надає дещо протирічний погляд на природу створення вартості: з одного боку вартість формується на основі очікувань майбутніх потоків вигод, з іншого, показник результатів має сигналізувати не про майбутні результати, а фактично отримані вигоди. Тому, чим в більшому ступені в показник результатів включені очікування майбутніх вигод, тим в більшому ступені даний

показник може вважатися коректним (з точки зору створення майбутньої вартості), але тим в меншому ступені він може бути придатним для визначення фактично досягнутих результатів (з точки зору визначення успішності тих чи інших видів діяльності (дивізіонів, підрозділів) і, відповідно, бази для виплати винагород менеджерам).

На думку авторів, в процесі оцінювання результатів роботи підприємства доцільно використовувати групу показників, які базуються на бухгалтерських оцінках (табл.1), тобто показники остаточного операційного та чистого прибутку, які піддаються факторному аналізу, з метою виявлення та управління етапами формування вартості.

**Таблиця 1.**  
**Технологія розрахунку результатів, які базуються на балансових оцінках**

ПОКАЗНИК	ФОРМУЛА ДЛЯ РОЗРАХУНКУ
1. Остаточний операційний прибуток (Residual Operating Income - ReOI) – це чистий операційний прибуток за мінусом витрат на капітал	$ReOI_j = EBI_j - NA_{j-1} * WACC$ <p><math>EBI_j</math> - прибуток до сплати відсотків за позиковий капітал, але після сплати податку на прибуток (чистий операційний прибуток);</p> <p><math>NA_{j-1}</math> - балансова вартість чистих активів (активи, які фінансуються за рахунок платних джерел фінансування);</p> <p>WACC - середньозважена вартість капіталу.</p>
2. Остаточний чистий прибуток (Residual Earnings – RE) – це чистий прибуток за мінусом витрат на власний капітал	$RE_j = NI_j - E_{j-1} * k_E$ <p><math>NI_j</math> - чистий прибуток;</p> <p><math>E_{j-1}</math> - власний капітал у періоді j-1;</p> <p><math>k_E</math> - вартість власного капіталу.</p>
3. Додана економічна вартість (Economic Value Added – EVA) – це модифікація показника остаточного операційного прибутку	$EVA_j = EBI_j - NA_{j-1} * WACC$ <p><math>EBI_j</math> - прибуток до сплати відсотків за позиковий капітал, але після сплати податку на прибуток (чистий операційний прибуток);</p> <p><math>NA_{j-1}</math> - балансова вартість чистих активів (активи, які фінансуються за рахунок платних джерел фінансування);</p> <p>WACC - середньозважена вартість капіталу.</p>
4. Додана ринкова вартість (Market Value Added – MVA) – це дисконтований потік остаточного прибутку	$MVA_o^{RE} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RE_j}{(1+k_E)^j}$ <p><math>MVA_o^{RE}</math> - додана ринкова вартість, яка базується на показнику остаточного чистого прибутку;</p> <p><math>k_E</math> - вартість власного капіталу підприємства.</p> $MVA_o^{ReOI} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{ReOI_j}{(1+WACC)^j}$ <p><math>MVA_o^{ReOI}</math> - додана ринкова вартість, яка базується на показнику остаточного операційного прибутку;</p> <p>WACC - середньозважена вартість капіталу.</p> $MVA_o^{EVA} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{EVA_j}{(1+WACC)^j}$ <p><math>MVA_o^{EVA}</math> - додана ринкова вартість, яка базується на показнику економічної доданої вартості.</p>

Із наведеного в таблиці переліку показників досить популярним є показник економічної доданої вартості, який активно обговорюється у вітчизняній науковій літературі і пропонується для практичного використання. Ключовим для розуміння різниці між остаточним операційним прибутком у класичній версії та EVA є розуміння поняття капітальних еквівалентів. Необхідні корегування на капітальні еквіваленти обумовлені міжнародними стандартами бухгалтерського обліку, які досить важко адаптувати під ті, що існують в Україні. Однак використання показника EVA у вітчизняній практиці для здійснення прогностичних розрахунків щодо вимірювання новоствореної вартості, на наш погляд, цілком виправдано. Застосування показника ринкової доданої вартості в модифікації розрахунку на основі остаточного операційного та чистого прибутків, на наш погляд, є таким, що дозволить не тільки розрахувати приріст вартості бізнесу, а і визначити саму величину цієї вартості.

**Висновок.** Фінансова модель вимірювання вартості підприємства включає наступні підсистеми: перша – моделі оцінювання новоствореної вартості; друга – група показників результативності, що формують величину фундаментальної вартості. В межах першої підсистеми ми не протиставляємо відомі моделі оцінювання вартості, а вважаємо, що кожна з них має свою сферу застосування. Так, модель дисконтованих дивідендів призначається для оцінки за умов, що підприємство перманентно створює цінність у стратегічній перспективі; для короткострокового періоду діяльності підприємства вона не дає достовірних результатів. Модель дисконтування вільних грошових потоків, на нашу думку, доцільно застосовувати коли інвестиції підприємства постійно генерують позитивні операційні грошові потоки; вона також як і модель дисконтування дивідендів призначена для прогнозування вартості у довгостроковій перспективі. Щодо моделі остаточного прибутку, то вона з огляду на побудову на основі доданої вартості краще характеризує створену цінність у короткостроковому періоді. Автори є прихильниками моделі остаточного прибутку. На наш погляд, до другої підсистеми слід включати такі основні показники результативності: остаточний операційний прибуток, остаточний чистий прибуток, додана економічна вартість, додана ринкова вартість. Ми не вважаємо за доцільне використовувати як результуючі показники ті, що базуються на очікуваннях.

**Література.**

1. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков // СПб.: Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та, 2006. – 345с.
2. Ивашковская И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий / И.В. Ивашковская // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – № 5. – С.150 – 163
3. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства /О. Г. Мендрул - К.: КНЕУ, 2011. – 538 с.
4. Олексюк О. І. Економіка результативності підприємства: монографія / О.І. Олексюк – К.: КНЕУ, 2008. – 262 с.
5. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. / Т. В. Теплова - М.: Вершина, 2006. – 272 с.
6. Хорн Дж.К.Ван. Основы управления финансами [пер.с англ.] / Дж. К. Ван Хорн. – М.:Финансы и статистика, 1996. – 670 с.
7. Швиданенко Г.О., Шевчук Н.В. Управління капіталом підприємства /Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук // К.: КНЕУ, 2007. – 440 с.
8. Шевчук Н. В. Ефективність ресурсного забезпечення діяльності підприємств: проблеми оцінювання /Н.В. Шевчук // Ефективна економіка. – 2010. – №8. – Режим доступу до журн.: <http://www.economy.nayka.com.ua>
9. Шевчук Н.В. Управлінські аспекти капіталізації підприємства / Н.В. Шевчук // Экономика Крыма. – 2012. - №2

*Стаття надійшла до редакції 05.06.2012 р.*



ТОВ "ДКС Центр"