

О. О. Терещенко, Т. Ю. Макаренко**КОНЦЕПТУАЛЬНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ ЗАЛИШКОВОГО ПРИБУТКУ ПІДПРИЄМСТВА**

Стаття присвячена дослідженню модифікацій показника залишкового прибутку та визначенню найадекватнішої з них для цілей контролінгу поведінки й підвищення ефективності фінансово-інвестиційних рішень. Обґрунтовано класифікацію показників залишкового прибутку відповідно до бухгалтерської, економічної та комбінованої моделей розрахунку. Визначено сутність і порядок обчислення найпоширеніших модифікацій залишкового прибутку: економічної доданої вартості (EVA), залишкового економічного прибутку (REI) та вдосконаленої економічної доданої вартості (REVA). Проаналізовано переваги й недоліки використання окремих показників для оцінки результативності інвестиційного проекту та контролінгу поведінки, зроблено висновок про слабку форму відповідності показника економічної доданої вартості критерію конгруентності цілей. Як наслідок, у разі орієнтації менеджменту на короткостроковий період, може бути відхилено проекти, котрі в довгостроковому періоді генерують додатне значення чистої приведенної вартості. Доведено, що бухгалтерська модель розрахунку залишкового прибутку (на прикладі показника економічної доданої вартості), незважаючи на притаманні їй недоліки, є найбільш прийнятною для застосування як інструмент контролінгу поведінки. З метою мінімізації проблем, пов'язаних із недоінвестуванням у проекти з додатним значенням чистої теперішньої вартості, а також недалекоглядністю (нетерплячістю) менеджера та його орієнтацією на досягнення короткострокових результатів, обґрунтовано необхідність використання показника ΔEVA як ключового індикатора результативності.

Ключові слова: залишковий прибуток, економічна додана вартість, контролінг поведінки, інвестиційний проект, вартість підприємства.

Форм. 6. Рис. 1. Табл. 4. Літ. 7.

О. А. Терещенко, Т. Ю. Макаренко**КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ ОСТАТОЧНОЙ ПРИБЫЛИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

Статья посвящена исследованию модификаций показателя остаточной прибыли и определению наиболее адекватной из них для целей контроллинга поведения и повышения эффективности финансово-инвестиционных решений. Обоснована классификация показателей остаточной прибыли в соответствии с бухгалтерской, экономической и комбинированной моделями расчета. Определены сущность и порядок вычисления наиболее распространенных модификаций остаточной прибыли: экономической добавленной стоимости (EVA), остаточной экономической прибыли (REI) и усовершенствованной экономической добавленной стоимости (REVA). Проанализированы преимущества и недостатки использования отдельных показателей для оценки результативности инвестиционного проекта и контроллинга поведения, сделан вывод о слабой форме соответствия показателя экономической добавленной стоимости критерию конгруэнтности целей. Как следствие, в случае ориентации менеджмента на краткосрочный период могут быть отклонены проекты, которые в долгосрочном периоде генерируют положительное значение чистой приведенной стоимости. Доказано, что бухгалтерская модель расчета остаточной прибыли (на примере показателя экономической добавленной стоимости), несмотря на присущие ей недостатки, является наиболее приемлемой для применения в качестве инструмента контроллинга поведения. С целью минимизации проблем, связанных с недоинвестированием в проекты с положительным значением чистой приведенной стоимости, а также недальновидностью (нетерпеливостью) менеджера и его

© Терещенко О. О., Макаренко Т. Ю., 2015

ориентацией на достижение краткосрочных результатов, обоснована необходимость использования показателя ΔEVA как ключевого индикатора результативности.

Ключевые слова: остаточная прибыль, экономическая добавленная стоимость, контролинг поведения, инвестиционный проект, стоимость предприятия.

Oleh Tereshchenko, Tetiana Makarenko

CONCEPTUAL APPROACHES TO CORPORATE RESIDUAL INCOME DETERMINATION

The article is devoted to the investigation of residual income concepts and determination of the most appropriate one for the use as a tool of improvement of financial and investment decisions effectiveness and a behavior controlling instrument. Three models of residual income calculation are defined: accounting, economic and hybrid. The classification of residual income ratios according to the mentioned models is under consideration in the given article. Authors highlight the essence and the calculation peculiarities of the most common ratios such as: economic value added (EVA), residual economic income (REI) and refined economic value added (REVA). The article investigates advantages and disadvantages of each concept as a behavior controlling tool and investment project's performance measure. According to the conducted calculation it is concluded that economic value added is a weak goal congruent measure. Weak goal congruence does not ensure proper investment decision making in case of manager's impatient behavior. Taking into account all pros and cons of analyzed measures accounting model of residual income (represented by EVA ratio) is concerned to be the most appropriate one for the use as a behavior controlling tool. To minimize defined EVA's shortcomings (such as underinvestment problem or manager's impatient behavior) it is proposed the use of ΔEVA as a key performance indicator.

Keywords: residual income, economic value added, behavior controlling, investment project, corporate value.

JEL classification: D20, D24, G30, G32.

Одна з актуальних проблем, на розв'язання якої спрямовані наукові дослідження у сфері корпоративних фінансів і контролінгу, полягає в обґрунтуванні адекватних показників оцінювання доцільності й ефективності інвестиційних проектів, діяльності підприємств, центрів відповідальності чи окремих менеджерів. Вдало підібраний показник ефективності дає змогу не лише оцінити раціональність використання ресурсів, успішність діяльності відповідної структури, а й забезпечити грамотне управління поведінкою учасників фінансових відносин. Серед численних методів, моделей, індикаторів, що використовуються в сучасних корпоративних фінансах для оцінювання ефективності, окреме місце посідають показники залишкового прибутку. Ідеться про індикатори прибутковості компанії з урахуванням усіх експліцитних та імпліцитних витрат на капітал. На відміну від класичних показників чистого прибутку, вони враховують вимоги капіталодавців щодо прибутковості вкладень із урахуванням ризиків і альтернативної дохідності на відповідних ринках капіталів. Відповідно до концепції вартісно-орієнтованого управління, показники залишкового прибутку та їх модифікації загалом засвідчують факт генерування (або поглинання) вартості в результаті реалізації інвестиційного проекту, фінансово-господарської діяльності підприємства чи окремого центру відповідальності. Концепція економічного або залишкового прибутку крім витрат на капітал (як очікуваної дохідності капіталодавців) передбачає

розрахунок операційного прибутку та вкладеного в операційну діяльність капіталу.

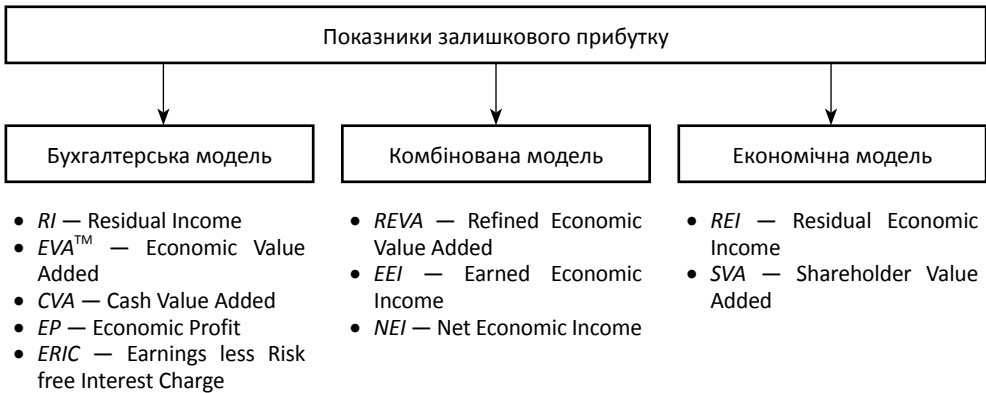
Останнім часом у західній науково-практичній літературі питанню вартісно-орієнтованого управління приділяється підвищена увага. Вітчизняні фінансисти також дедалі частіше вдаються до з'ясування засадничих питань оцінювання ефективності певної системи з урахуванням усіх витрат на ресурси, що нею поглинаються, зокрема витрат на капітал. Проблема, однак, полягає в наявності як у теорії, так і в практиці численних модифікацій показника залишкового прибутку. Тому практикам досить важко зорієнтуватись у перевагах і недоліках певної модифікації, у тому, як правильно обчислювати окремі параметри, необхідні для застосування конкретного показника, яку інформацію слід використовувати в процесі розрахунків (бухгалтерську чи ринкову). Метою пропонованої статті є дослідження найпоширеніших модифікацій показника залишкового прибутку та визначення найадекватнішої з них для цілей контролінгу поведінки, оцінювання й підвищення ефективності фінансово-інвестиційних рішень.

Найпоширеніші в теорії та практиці модифікації залишкового прибутку за критерієм бази для розрахунків можна виокремити в три групи: бухгалтерські, економічні й комбіновані (рисунок).

Модель, що ґрунтується на бухгалтерських показниках. Ця модель передбачає розрахунок таких параметрів залишкового прибутку, як операційний прибуток та інвестований капітал на основі бухгалтерських даних. На базі бухгалтерської звітності побудована найперша й найпростіша версія залишкового прибутку (RI), а також найвідоміший вартісно-орієнтований показник — економічна додана вартість (EVA), що є торговою маркою компанії "Stern Stewart & Co". Різниця між цими версіями полягає в здійсненні певних коригувань показників звітності при розрахунку EVA — для уникнення викривлень, пов'язаних із обліковою політикою підприємства. До цієї групи показників також належать додана вартість грошового потоку (CVA), економічний прибуток (EP) і показник прибутку за вирахуванням безризикової ставки процента ($ERIC$), розроблений компанією KPMG.

Економічна модель розрахунку залишкового прибутку. На противагу бухгалтерській моделі, що націлена на показники звітності за минулі періоди, економічна модель орієнтована на потенційні індикатори генерування вартості. Розрахунки базуються на ринковій інформації. До цієї групи можна віднести показник залишкового економічного прибутку (REI), обґрунтований А. Баушем, Б. Вайсенбергер і М. Бломом [1], а також доданої акціонерної вартості (SVA), описаний у праці А. Раппапорта [2, с. 49].

Комбінована модель розрахунку залишкового прибутку. Ця група показників включає варіанти обчислення залишкового прибутку, котрі поєднують елементи бухгалтерської й економічної моделей: чистий економічний



Джерело: Cwynar A. Residual Income in Four Dimensions: Goal Congruity, Controllability, Understandability and Practicability / A. Cwynar // Timisoara Journal of Economics. — 2009. — Vol. 2, Issue 2 (6). — P. 63—76.

Рисунк. Класифікація показників залишкового прибутку

прибуток (*NEI*), скориговану економічну додану вартість (*REVA*) та реалізований економічний прибуток (*EEI*) [3].

Серед підходів до оцінки ефективності на основі залишкового прибутку концепція економічної доданої вартості набула найбільшого поширення в практиці. Загальний алгоритм розрахунку цього показника має такий вигляд:

$$EVA_t = NOPAT_t^{BV} - r \cdot I_{t-1}^{BV}, \tag{1}$$

де $NOPAT_t^{BV}$ — чистий операційний прибуток після оподаткування з урахуванням процентів за кредит у періоді t ;

I_{t-1}^{BV} — валова сума капіталовкладень на початок періоду t (активи компанії за мінусом зобов'язань, на які не нараховуються проценти).

Як чистий операційний прибуток, так і величина інвестованого капіталу обчислюються на основі бухгалтерських даних. Критики цієї концепції наголошують, що даний показник не є оптимальним індикатором результативності, аргументуючи це тим, що, орієнтований на бухгалтерські значення розрахунок економічної доданої вартості повністю не включає альтернативні витрати інвесторів, оскільки *EVA* не охоплює очікування інвесторів щодо їхніх доходів із урахуванням ринкової вартості компанії. Наприклад, якщо інвестори продадуть свою частку за ринковою ціною та вкладуть отримані кошти в активи, ідентичні за ризиком, вони можуть сподіватися на дохід, котрий дорівнює середньозваженій ставці витрат на капітал із урахуванням загальної ринкової вартості, а не лише бухгалтерської, зазначеної у звітності компанії. При цьому ставка витрат на капітал має враховувати всі альтернативні витрати інвесторів [1].

Для мінімізації описаного недоліку Дж. Бекідор та його співавтори запропонували показник так званої вдосконаленої економічної доданої вартості (*REVA*). Він визначається за формулою:

$$REVA_t = NOPAT_t^{BV} - r \cdot I_{t-1}^{MV}, \quad (2)$$

де I_{t-1}^{MV} — ринкова вартість інвестованого капіталу на початок звітного періоду.

На відміну від *EVA*, всі параметри для розрахунку витрат на капітал визначаються на базі ринкової, а не (скоригованої) бухгалтерської вартості активів компанії I_{t-1}^{MV} . Модифікація передбачає зростання витрат на капітал у разі, якщо ринкова вартість перевищує скориговану бухгалтерську вартість активів, і навпаки [4].

Альтернативою зазначеним показникам є концепція економічної моделі розрахунку — залишковий економічний прибуток (*REI*). На відміну від двох попередніх показників, обчислення *REI* повністю базується на ринкових даних — як для прибутку, так і для витрат на капітал. Базою для розрахунку цього показника є економічний прибуток (*EI*), котрий визначається як сума зміни вартості компанії (обчислена методом дисконтування грошових потоків) за звітний період і чистих грошових потоків за цей самий період. Зменшивши економічний прибуток на витрати на капітал, отримуємо залишковий економічний прибуток (*REI*). Як і у випадку *REVA* до уваги беруться витрати на капітал, що відображають усі альтернативні витрати інвесторів (із урахуванням ринкової вартості інвестованого капіталу). З огляду на зазначене, формулу розрахунку показника можна подати таким чином:

$$REI_t = NOPAT_t^{MV} - r \cdot I_{t-1}^{MV}; \quad (3)$$

$$NOPAT_t^{MV} = V_t - V_{t-1} + CF_t; \quad (4)$$

$$I_{t-1}^{MV} = V_{t-1}, \quad (5)$$

де $NOPAT_t^{MV}$ — операційний прибуток у періоді t (розрахований за ринковим підходом);

V_t — сума дисконтованих вільних грошових потоків на кінець періоду t ;

CF_t — сума вільного грошового потоку на кінець періоду t .

Зважаючи на очікування щодо генерування вартості, *REI* може вважатись ідеальним показником ефективності, оскільки включає всі теперішні й майбутні грошові потоки, що є результатом діяльності та прийнятих менеджерами рішень за певний період часу [1]. Пропонуємо перевірити, чи є цей показник адекватним інструментом контролінгу поведінки, на прикладі конкретного інвестиційного проекту, порівнявши різні модифікації показника залишкового прибутку (*REI*, *EVA*, *REVA*). Це дасть можливість визначити придатність того чи іншого індикатора до прийняття ефективних інвестиційних рішень, орієнтованих на максимізацію вартості інвесторів.

Припустимо, що підприємство має намір придбати нове обладнання вартістю 700 тис. грн. Ставка дисконтування (ставка витрат на капітал) дорівнює 11 %. Термін користування обладнанням становить 7 років. При нарахуванні амортизації застосовується прямолінійний метод. Розрахунок значень показника *EVA* в розрізі окремих періодів та сумарна дисконтована вартість наведені в табл. 1.

Таблиця 1. Порівняння дисконтованих значень *EVA* та *NPV* інвестиційного проекту, тис. грн

Період (t)	CF		IC	Амортизаційні відрахування	NOPAT	EVA	
	Номінальна вартість	Дисконтована вартість				Номінальна вартість	Дисконтована вартість
0	-700	-700,0	700				
1	50	45,0	600	100	-50	-127	-114,4
2	70	56,8	500	100	-30	-96	-77,9
3	100	73,1	400	100	0	-55	-40,2
4	200	131,7	300	100	100	56	36,9
5	350	207,7	200	100	250	217	128,8
6	200	106,9	100	100	100	78	41,7
7	250	120,4	0	100	150	139	67,0
Сума		41,8		700			41,8

Джерело: складено авторами.

З наведених розрахунків можна зробити висновок про низький рівень дотримання показником *EVA* критерію конгруентності¹, оскільки сума дисконтованих значень *EVA* дорівнює чистій теперішній вартості проекту — 41,8 тис. грн. Незважаючи на додатне значення грошових потоків за періоди 1—3, значення *EVA* менше від нуля, що не вказує на створення доданої вартості за ці періоди, а навпаки, засвідчує її поглинання. Проект буде акцептований менеджером, якщо:

1) менеджер не є “нетерплячим” (англ. “impatient behavior”) та орієнтується на досягнення довгострокових цілей. У протилежному випадку менеджери, часовий горизонт планування котрих становить 1—3 роки (наприклад, якщо вони можуть передбачити певні організаційні зміни), не братимуть до уваги значення показника протягом наступних періодів, вважатимуть даний проект непривабливим для інвестування та можуть його відхилити, попри додатне значення *NPV*;

2) як менеджери, так і власники однаковою мірою схильні до ризику та застосовують єдину ставку дисконтування [5].

¹ Низький рівень конгруентності (або слабка форма відповідності критерію конгруентності цілей) означає, що сума дисконтованих значень показника залишкового прибутку за весь життєвий цикл інвестиційного проекту дорівнює чистій приведеній вартості проекту (див.: Сwynar A. Residual Income in Four Dimensions: Goal Congruity, Controllability, Understandability and Practicability / A. Swynar // Timisoara Journal of Economics. — 2009. — Vol. 2, Issue 2 (6). — P. 63—76).

Таким чином, слабка конгруентність і проблема орієнтації менеджменту на досягнення короткострокових цілей можуть призвести до непридатності використання даного показника в ролі ефективного інструменту контролінгу поведінки. Як альтернативу розглянемо результати застосування показників *REI* та *REVA* на прикладі того самого інвестиційного проекту (табл. 2).

Таблиця 2. Розрахунок показників *REI* та *REVA* для оцінки інвестиційного проекту, тис. грн

Показник	0	1	2	3	4	5	6	7
Інвестований капітал	-700							
I_{t-1}^{BV}	700	600	500	400	300	200	100	0
Амортизація		100	100	100	100	100	100	100
CF_t		50	70	100	200	350	200	250
$NOPAT_t^{BV}$		-50	-30	0	100	250	100	150
$r \cdot I_{t-1}^{BV}$		77	66	55	44	33	22	11
EVA_t		-127	-96	-55	56	217	78	139
MVA_t^*	41,8	173,4	288,4	375,2	360,4	183,1	125,2	0
$NOPAT_t^{MV**}$	41,8	81,6	85,1	86,7	85,3	72,6	42,1	24,8
$r \cdot I_{t-1}^{MV***}$	0	81,6	85,1	86,7	85,3	72,6	42,1	24,8
REI_t	41,8	0	0	0	0	0	0	0
$REVA_t$	41,8****	-131,6	-115,1	-86,7	14,7	177,4	57,9	125,2
Дисконтоване значення <i>REVA</i>	-69,2	54,8	175,9	282,0	298,3	153,8	112,8	0

* Сума дисконтованих значень *EVA*.

** Підставивши у формулу (4): $V_t = IC_t^{BV} + MVA_t$ та $CF_t = NOPAT_t^{BV} - \Delta IC_t^{BV}$, отримаємо: $NOPAT_t^{MV} = (IC_t^{BV} + MVA_t) - (IC_{t-1}^{BV} + MVA_{t-1}) + (NOPAT_t^{BV} - \Delta IC_t^{BV}) = NOPAT_t^{BV} + \Delta MVA_t$.
Отже, $NOPAT_1^{MV} = -50 + (173,4 - 41,8) = 81,6$ тис. грн.

*** Відповідно до формули (5), для періоду $t=1$ витрати на капітал можна розрахувати таким чином: $r \cdot I_0^{MV} = r \cdot (IC_0^{BV} + MVA_0) = 0,11(700 + 41,8) = 81,6$ тис. грн.

**** Значення *REVA* в періоді $t = 0$ — це сума всіх недисконтованих значень *REVA* з першого по останній період реалізації інвестиційного проекту.

Джерело: складено авторами.

Доцільність використання *REI* як критерію оцінки ефективності діяльності менеджера та бази для обчислення його бонусу є досить сумнівною. Хоча показник залишкового економічного прибутку дорівнює *NPV* аналізованого проекту, розрахунки демонструють нульові значення *REI* протягом усіх періодів реалізації проекту, що не дає інформації стосовно доцільності інвестицій у розрізі кожного окремого періоду. Отже, показник залишкового економічного прибутку не підходить для цілей стимулювання менеджменту в умовах інформаційної асиметрії. Ефект цього недоліку посилюється, якщо менеджер, чия результативність вимірюється на основі цього показника, може впливати на очікування щодо майбутніх грошових потоків шляхом подання на ринок капіталів сигналів про діяльність і результативність компанії, або в разі вповноваження на участь у оцінюванні грошових потоків [1].

Показник *REVA* поєднує в собі елементи як економічної, так і бухгалтерської моделей та репрезентує комбінований підхід до розрахунку залишкового прибутку. Утім, він не відповідає критерію конгруентності цілей, оскільки сума дисконтованих значень *REVA* (–69,2 тис. грн) не збігається з *NPV* (41,8 тис. грн). Сходиться лише сума недисконтованих значень *REVA* за всі періоди реалізації проекту (41,8 тис. грн) і *NPV*. Як наслідок, використання цього показника може призвести до відхилення проектів із додатним значенням чистої приведеної вартості, а отже, й тих, що генерують додану вартість, навіть у разі однакової схильності до ризику власника та менеджера й використання ними єдиної ставки дисконтування [1].

З огляду на окреслену аргументацію, на сьогодні показник *EVA* (бухгалтерський підхід) залишається найбільш прийнятним інструментом мотивації менеджерів. Поряд із цілою низкою переваг, він має певні недоліки, основним із яких є орієнтація на прийняття короткострокових рішень. У ідеальному випадку використання певного показника повинне свідчити про зміну створюваної доданої вартості внаслідок прийняття конкретного проекту. У разі застосування показника *EVA* для розрахунку бонусу винагорода виплачуватиметься лише в періоди із $EVA > 0$, що може перешкодити прийняттю проектів із додатним значенням чистої приведеної вартості проекту, якщо, як у нашому випадку, значення *EVA* в перші періоди є від'ємним. Саме тому Б. Стюарт у своїй праці “*EVA: Fact and Fantasy*” (1994) обґрунтовує й рекомендує використовувати як ключовий показник оцінки результативності та розрахунку винагороди менеджера зміну величини *EVA* порівняно зі значенням попереднього періоду (ΔEVA) [6]. Економічна сутність цього показника як інструменту контролінгу поведінки зводиться до того, що додатне значення має місце лише тоді, коли рішення й транзакції сприяють створенню доданої вартості у звітному періоді порівняно з попереднім.

Проте питання відповідності показника ΔEVA критерію конгруентності цілей залишається відкритим. Німецькі економісти Т. Балденіус, Г. Фурман і Ш. Райхельштайн, досліджуючи питання доцільності й ефективності використання показника ΔEVA , зауважують, що сума його дисконтованих значень, принаймні пропорційно, дорівнює чистій теперішній вартості проекту [5]. Для доведення цього автори вводять поняття коефіцієнта перерахунку: $(1 - \gamma)$, де $\gamma = 1/(1 + WACC)$.

Відповідно, теорема Люке — Прайнрайха (що доводить рівність дисконтованих значень залишкового прибутку чистій теперішній вартості проекту) в цьому випадку має такий вигляд [5]:

$$\sum_{t=1}^{T+1} \gamma^t \Delta EVA_t = (1 - \gamma) NPV. \quad (6)$$

Збіг суми дисконтованих значень ΔEVA та чистої теперішньої вартості (NPV), беручи до уваги перерахунковий коефіцієнт, можливий за таких припущень:

1) капіталізації інвестицій у 0-му періоді та їх повного списання протягом життєвого циклу проекту;

2) надходження всіх прогнозованих грошових потоків починаючи з першого року до T -го періоду.

Враховуючи ці припущення, $EVA_0 = EVA_{t+1} = 0$.

Конкретизація формули (6) має такий вигляд [5]:

$$\begin{aligned} \sum_{t=1}^{T+1} \gamma^t \Delta EVA_t &= \sum_{t=1}^{T+1} \gamma^t \cdot (EVA_t - EVA_{t-1}) = \\ &= \gamma^1 \cdot (EVA_1 - 0) + \gamma^2 \cdot (EVA_2 - EVA_1) + \dots + \gamma^n \cdot (EVA_n - EVA_{n-1}) + \dots + \gamma^{T+1} \cdot (0 - EVA_T) = \\ &= \gamma^1 \cdot 0 + (1 - \gamma) (\gamma \cdot EVA_1 + \gamma^2 \cdot EVA_2 + \dots + \gamma^T \cdot EVA_T) + \gamma^{T+1} \cdot 0 = \\ &= (1 - \gamma) \sum_{t=1}^T \gamma^t \cdot EVA_t = (1 - \gamma) NPV. \end{aligned}$$

Повернувшись до прикладу інвестиційного проекту, наведеного вище, перевіримо показник ΔEVA на предмет його відповідності критерію конгруентності цілей (табл. 3).

Таблиця 3. Оцінка інвестиційного проекту на основі показника ΔEVA , тис. грн

Показник	0	1	2	3	4	5	6	7	7+
EVA_t		-127	-96	-55	56	217	78	139	0
ΔEVA_t		-127	31	41	111	161	-139	61	-139
Дисконтовані значення ΔEVA_t	4,1	-114,4	25,2	30,0	73,1	95,5	-74,3	29,4	-60,3
$NPV(1 - \gamma)$	4,1								

Джерело: складено авторами.

Отже, сума дисконтованих значень ΔEVA за аналізований період становить 4,1 тис. дол. США, що дорівнює $41,8(1 - \gamma)$, де $\gamma = 1/(1 + 0,11)$. Тому можна стверджувати, що показник ΔEVA є сумісним із NPV проекту. Утім, конгруентність залишається низькою, оскільки знаки періодичних значень показника не відповідають аналогічним параметрам грошових потоків.

Проведений аналіз дає змогу систематизувати переваги й недоліки різних модифікацій залишкового прибутку (показників EVA , $REVA$ та REI). Їх узагальнена характеристика наведена в табл. 4.

Як випливає з табл. 4, бухгалтерська модель розрахунку, попри недоліки, має переваги над економічною й комбінованою моделями. Водночас можна виокремити низку проблем, пов'язаних із використанням бухгалтерської концепції EVA , а саме:

Таблиця 4. Порівняльна характеристика показників *EVA*, *REVA*, *REI* та ΔEVA

Критерій	<i>EVA</i>	<i>REVA</i>	<i>REI</i>	ΔEVA
Розрахунок чистого операційного прибутку	Бухгалтерське значення	Бухгалтерське значення	Ринкове значення	Бухгалтерське значення
Розрахунок інвестованого капіталу	Бухгалтерське значення	Ринкове значення	Ринкове значення	Бухгалтерське значення
Відповідність критерію конгруентності цілей	Слабка	Відсутня	Відсутня	Слабка
Оцінка результатів у розрізі окремих періодів реалізації проекту	Так	Так	Ні	Так
Проблема короткострокових рішень	Так	Так	Ні	Так
Проблема переінвестування/недоінвестування	Так	Так	Так	Так/ні

Джерело: складено авторами.

- Використання показника *EVA* за певний період може спровокувати недоінвестування — відхилення проектів із додатним значенням чистої теперішньої вартості в разі від'ємних або надто низьких значень періодичних величин *EVA*. Адже бонус, розрахований на основі таких значень, може або бути низьким, або взагалі відсутнім, навіть за умов, що не залежать від рішень чи дій менеджменту.

- Інвестування в проекти з від'ємним значенням чистої теперішньої вартості, але з додатними значеннями *EVA* за окремі періоди реалізації проекту. Альтернативою цьому є застосування модифікованого показника економічної доданої вартості — ΔEVA .

- Орієнтація менеджменту на короткостроковий період у разі використання як значення показника за окремий період, так і, меншою мірою, ΔEVA , наприклад при здійсненні інвестиційного проекту, що передбачає великі капіталовкладення, витрати на рекламу, дослідження й розвиток та ін. Реалізація стратегічних інвестицій призводить до зниження показника залишкового прибутку в перші роки реалізації проекту. Це спонукає менеджерів відхиляти стратегічні проекти за умови розрахунку винагороди на основі значення показника за конкретний період або аналізу його змін порівняно з попереднім періодом. У таких випадках необхідне коригування значень показника, приміром у зв'язку з витратами на дослідження й розвиток. Недалекоглядною поведінка менеджера є також тоді, коли його часовий горизонт прийняття рішень коротший за період виконання інвестиційного проекту. У такому випадку додатковим інструментом пом'якшення проблеми є використання бонус-банку.

Основна ідея бонус-банку полягає в тому, що менеджер отримує лише частину заробленого бонусу за певний період, тоді як решта відкладається на майбутні роки та виплачується лише в разі отримання визначених результатів [7]. За допомогою цього механізму значна частина бонусу може бути не виплачена, якщо планове значення *EVA* досягається за рахунок майбутніх результатів діяльності. Цим самим бонус-банк дає змогу забезпечити орієнтацію менеджерів на

довгострокове постійне зростання *EVA*, тобто на максимізацію теперішньої вартості її майбутніх значень, а не на результат діяльності за поточний період.

Окрім того, бонус-банк сприяє пом'якшенню проблеми, зазначеної вище: коли плановий часовий горизонт не збігається з терміном реалізації проекту¹, але в цьому разі бонус-банк повинен відповідати періоду реалізації інвестиційного проекту (в нашому випадку бонус-банк має бути розрахований на сім років із правилом виплати 1/7 заробленого бонусу).

Підсумовуючи викладене, слід зазначити таке. У результаті проведеного дослідження обґрунтовано доцільність класифікації показників залишкового прибутку відповідно до бухгалтерської, економічної й комбінованої моделей розрахунку. Доведено, що залишковий прибуток є узагальненою характеристикою цілого ряду вартісно-орієнтованих показників, котрі характеризують факт створення/поглинання вартості та використовуються як критерії оцінки інвестиційних проектів, аналізу ефективності діяльності підприємств, центрів відповідальності й окремих менеджерів у рамках контролінгу поведінки. На підставі порівняльного аналізу низки модифікацій залишкового прибутку (*EVA*, *REVA* та *REL*), що репрезентують окремі моделі їх обчислення, на прикладі оцінки інвестиційного проекту доведено, що бухгалтерська модель розрахунку залишкового прибутку (показник економічної доданої вартості), незважаючи на недоліки, є найбільш адекватною для прийняття інвестиційних рішень. Вона вдало вписується в систему мотивації, яка базується на формуванні бонус-банку. Проте з метою мінімізації проблеми недоінвестування в проекти з додатним значенням чистої теперішньої вартості, а також пом'якшення проблеми недалекоглядності (нетерплячості) менеджера та його орієнтації на досягнення короткострокових результатів як ключовий індикатор результативності доцільно використовувати показник ΔEVA .

Отже, використання показників залишкового прибутку, зокрема ΔEVA , в практиці вітчизняних підприємств як інструменту контролінгу інвестиційних проектів та поведінки сприятиме:

- 1) підвищенню ефективності інвестиційних рішень, орієнтуючи менеджерів на прийняття тих інвестиційних проектів, рентабельність інвестованого капіталу котрих перевищує витрати, пов'язані із залученням цього капіталу;
- 2) узгодити цілі інвесторів і менеджерів, адже прив'язка винагороди менеджера до значень ΔEVA стимулюватиме його до прийняття стратегічних рішень, спрямованих на максимізацію вартості підприємства та задоволення інтересів капіталодавців.

¹ Дж. Мартін, Дж. Петті та С. Річ зазначають, що використання бонус-банку, період якого менший за строк реалізації інвестиційного проекту, не є ефективним інструментом мотивації та не ліквідує повністю проблему короткозорості менеджера (див.: Martin J. D. An Analysis of EVA[®] and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income / J. D. Martin, J. W. Petty, S. P. Rich. — 2003 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=412122).

Список використаних джерел

1. *Bausch A.* Is Market Value-Based Residual Income a Superior Performance Measure Compared to Book Value-Based Residual Income? / A. Bausch, B. E. Weissenberger, M. Blome // Working Paper. — 2003. — No 1. — P. 1—17.
2. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors / A. Rappaport. — N. Y. : The Free Press, 1998. — 224 p.
3. *Cwynar A.* Residual Income in Four Dimensions: Goal Congruity, Controllability, Understandability and Practicability / A. Cwynar // Timisoara Journal of Economics. — 2009. — Vol. 2, Issue 2 (6). — P. 63—76.
4. The Search for the Best Financial Performance Measure / J. M. Bacidore, J. A. Boquist, T. T. Milbourn, A. V. Thakor // Financial Analysts Journal. — 1997. — Vol. 53 (3). — P. 11—20.
5. Zurück zu EVA / T. Baldenius, G. Fuhrmann, S. Reichelstein // Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis. — 1999. — No 51. — S. 53—69.
6. *Stewart G. B.* EVA: Fact and Fantasy / G. B. Stewart // Journal of Applied Corporate Finance. — 1994. — Vol. 7. — P. 71—84.
7. *Schultze W.* Performance Measurement, Value-Creation and Managerial Compensation: The Missing Link, 2008 / W. Schultze, A. Weiler [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088702.