

О.В. Мілінчук, к.е.н., доц.
Житомирський державний технологічний університет

ЕФЕКТИВНІСТЬ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ: КЛЮЧОВІ ПОКАЗНИКИ

Формування вартісно-орієнтованого управління підприємством у сучасних умовах найповніше гармонізує економічні інтереси суб'єктів господарювання, пов'язаних з його діяльністю. Крім збільшення доходів і зменшення витрат, зростання вартості підприємства забезпечується покращанням іміджу, організаційною культурою, знаннями персоналу, впровадженням інновацій тощо. Якщо збільшення прибутку може здійснюватися для конкретного підприємства до певної межі, то зростання його вартості такої межі не має. Стаття присвячена методичним аспектам розрахунку основних показників, що використовуються для оцінки ефективності вартісно-орієнтованого управління. Досліджено зміст ключових показників для оцінки ринкової вартості підприємства. Зазначено формули для їх визначення та розроблено алгоритм розрахунку з використанням обов'язкових форм фінансової звітності підприємства. Визначено особливості застосування показників у фінансовій роботі підприємства. Узагальнено доцільність використання набору VBM-показників для оцінки ефективності вартісно-орієнтованого управління.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління (VBM); залишковий прибуток (RI); додана ринкова вартість (MVA); додана економічна вартість (EVA); вільний грошовий потік до залучення фінансових ресурсів (FCF); чистий економічний дохід (NEI); додана акціонерна вартість (SVA); додана грошова вартість (CVA).

Постановка проблеми. В середині 1980-х рр. у США сформувався новий підхід до управління, що отримав назву менеджменту, що ґрунтується на вартості (Value Based Management, VBM). Звернення науковців та практиків бізнесу до вартісної концепції управління було обумовлено широким залученням фінансових ресурсів через фондові біржі або інвестиційні фонди шляхом первинного публічного розміщення акцій на них (Initial Public Offering, IPO). У такий спосіб підприємства виводять всю або частину своєї власності у вільний продаж. З цього моменту інтегрований фінансовий показник – вартість підприємства – стає ключовим стратегічним орієнтиром діяльності.

Ефективне впровадження даного підходу в управління значної кількості як великих транснаціональних, так і національних компаній є результатом роботи відомих консалтингових фірм. Вперше термін «Value Based Management» був використаний у 1994 р. в книзі «Імператив вартості», що написана Дж.Мактаггартом (1994 р.), одним із засновників компанії Maragon Associate, що спеціалізується на наданні послуг у сфері стратегічного і управлінського консалтингу. Розробкою показників вартісно-орієнтованого управління займалися також консультаційна група LEC/Alcar (А.Раппапорт), McKinsey & Company (Т.Коупленд, Т.Коллер, Дж.Муррін), Stern Stewart & Co (Дж.М. Стерн, Дж.Б. Стюарт), Boston Consulting Group (Т.Г. Левіс) [4–19] та ін. Отже, управління з урахуванням вартісного аспекту є перевіреним ефективним продуктом управлінського консалтингу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У вітчизняній науковій та практичній діяльності відсутні ґрунтовні напрацювання у сфері вартісного підходу до управління. Окремі питання управління вартістю національних підприємств розглядаються вітчизняними науковцями в межах досліджень проблематики корпоративного управління, формування фондового ринку, інвестиційного розвитку, конкурентоспроможності та ін. При цьому ключовим завданням при застосуванні вартісно-орієнтованого управління є визначення набору вартісних показників, що дещо складно зробити фінансовим службам українських підприємств в умовах наявності відмінностей між міжнародними та національними формами фінансової звітності. Таким чином, однією із особливостей впровадження даного підходу до управління на вітчизняних підприємствах є побудова управлінського обліку результатів та системи фінансового аналізу компанією так, аби мати можливість постійно контролювати приріст і втрату її вартості.

Метою дослідження є узагальнення системи вартісних показників, що існує в міжнародній практиці, та визначення методичних аспектів їх розрахунку з врахуванням особливостей вітчизняної фінансової звітності.

Викладення основного матеріалу дослідження. В межах вартісно-орієнтованого управління зупинимося на вартісних показниках, що є характерними для певного рівня бачення довгострокових перспектив та рівня капіталоемності бізнесу, при цьому опустимо традиційні економічні показники, такі як рентабельність активів (Return on Assets, ROA), рентабельність капіталу (Return on Equity, ROE), частка чистого прибутку на акцію (Earnings per Share, EPS) тощо. Визнаючи важливість бухгалтерських показників прибутку, варто зазначити, що його отримання та зростання є необхідною, але недостатньою умовою зростання цінності для акціонерів. Варто наголосити, що головна відмінність вартісних від традиційних бухгалтерських абсолютних та відносних показників у тому, що їхньою метою є необхідність сигналізувати про зміну вартості капіталу для його постачальників (власників, акціонерів). Залежно від бази розрахунку, виокремлюють дві основні групи показників, що визначають динаміку зміни ринкової вартості підприємства, а саме, показники результатів діяльності на основі бухгалтерських даних та на основі грошових потоків. Для розрахунку таких показників, як додана економічна вартість у зареєстрованій версії Stern Stewart & Co (Economic Value Added, EVA^R) та чистий економічний дохід (Net Economic Income, NEI) використовується змішана база оцінки (поєднання даних бухгалтерського обліку та прогнозних даних щодо грошових потоків).

Модель, на якій базується система показників за даними бухгалтерського обліку, називається моделлю залишкового доходу (Residual Income Model, RIM). Змістовною основою даної моделі є твердження, що вартість власного капіталу підприємства складається з двох основних елементів – балансової вартості власного капіталу на момент оцінки та дисконтованого потоку залишкового прибутку, що забезпечує приріст фундаментальної вартості над балансовою вартістю власного капіталу. Остання складова називається додана ринкова вартість (Market Value Added, MVA). Отже, центральним VBM-показником, відповідно до бухгалтерської (балансової) бази оцінки, є поняття залишкового прибутку (Residual Income, RI). Залишковий прибуток також називають економічним (Economic Profit, EP) [11].

У загальному вигляді величину залишкового прибутку можна визначити:

$$RI_j = NOPAT_j - k \times IC_{j-1}, \quad (1)$$

де RI_j – залишковий прибуток звітного j -го періоду; $NOPAT_j$ – прибуток звітного періоду після сплати податків та до сплати відсотків; k – необхідна дохідність інвестованого капіталу; IC_{j-1} – сума інвестованого капіталу.

З метою аналітичного використання показника RI (англ. «Residual Income», перекл. «Залишковий прибуток») спеціалістами фінансових служб вітчизняних підприємств розглянемо алгоритм розрахунку ключових факторів, що на нього впливають, на основі даних форм фінансової звітності відповідно до НП(С)БО 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» (табл. 1).

Таблиця 1

Порядок розрахунку показника NOPAT (англ. «Net Operating Profit After Tax», перекл. «Прибуток від звичайної діяльності до сплати відсотків та після оподаткування») та IC (англ. «Investment Capital», перекл. «Інвестований капітал»)

Показник	Порядок розрахунку	Джерело інформації
1	2	3
Розрахунок прибутку від звичайної діяльності до сплати відсотків та після оподаткування (NOPAT)		
1. Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування		Ф. 2, pp. 2290–2295
2. Фінансові витрати	–	Ф. 2, р. 2250
3. Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування та сплати відсотків (англ. Earning Before Interest and Tax, EBIT)	=	

Закінчення табл. 1

1	2	3
4. Податок на прибуток від звичайної діяльності	–	Ф. 2, р. 2300
5. Прибуток від звичайної діяльності до сплати відсотків та після оподаткування (англ. Net Operating Profit After Tax, NOPAT)	=	
Розрахунок суми інвестованого капіталу (IC)		
1. Сума активів підприємства на кінець періоду		Ф. 1, р. 1095
2. Забезпечення наступних виплат і платежів на кінець періоду	–	Ф. 1, р. 1500, рр. 1515–1525
3. Поточна кредиторська заборгованість на кінець періоду	–	Ф. 1, рр. 1610–1630
4. Інші зобов'язання, на які не нараховуються відсотки за їх використання на кінець періоду	–	Ф. 1, рр. 1660, 1690
5. Сума інвестованого капіталу (IC)	=	

Джерело: узагальнено автором

Якщо доходність інвестованого капіталу розраховуватиметься як середньозважена вартість залученого капіталу, то алгоритм розрахунку показника RI (англ. «Residual Income», перекл. «Залишковий прибуток») матиме такий вигляд (табл. 2).

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу в запропонованому алгоритмі передбачає визначення ціни позикового капіталу (як правило, кредитів) та ціни власного капіталу (дохід, від якого відмовляється інвестор, ризикуючи та вкладаючи грошові кошти в проект у конкретній галузі, а не в банк) (табл. 2).

Таблиця 2

Порядок розрахунку показника RI
(англ. «Residual Income», перекл. «Залишковий прибуток»)

Показник	Порядок розрахунку	Джерело інформації
1	2	3
1. Частка власного капіталу на кінець періоду в загальній сумі джерел формування активів (W_E)	$[\text{Ф. 1, р. 1495}] / ([\text{Ф. 1, р. 1495}] + [\text{Ф. 1, р. 1510}] + [\text{Ф. 1, р. 1600}])$	Ф. 1, р. 1495
2. Частка залучених коштів на кінець періоду в загальній сумі джерел формування активів (W_D)	$([\text{Ф. 1, р. 1510}] + [\text{Ф. 1, р. 1600}]) / ([\text{Ф. 1, р. 1495}] + [\text{Ф. 1, р. 1510}] + [\text{Ф. 1, р. 1600}])$	Ф. 1, р. 1510 Ф. 1, р. 1600
3. Ціна залучення власного капіталу ¹ (Cost of Equity, k_E)	Середньоринкова ставка доходності за депозитними вкладеннями (в національній валюті) – 11,9 %; надбавка за ризик вкладень у підприємство – 4 %; надбавка за галузевий ризик – 1 %; Всього – 16,9 %	За даними НБУ
4. Ціна залучених коштів (Cost of Debt, k_D)	Процентна ставка за довгостроковими позиками в національній валюті – 17,1 %	За даними НБУ
5. Податковий мультиплікатор (s)	Ставка податку на прибуток – 18 %	
6. Середньозважена вартість капіталу (k_W , WACC)	$k_D \times W_D + k_E \times W_e$	

¹ Розраховано автором за даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=24338689&cat_id=12057279

Закінчення табл. 2

1	2	3
Порядок розрахунку показника RI (англ. «Residual Income», перекл. «Залишковий прибуток»)		
1. Прибуток (збиток) від звичайної діяльності (до сплати відсотків) (NOPAT)		Див. табл. 1
2. Інвестований капітал (IC)		Див. табл. 1
3. Залишковий прибуток (RI, Residual Income)	$RI_j = NOPAT_j - k_{ws} \times IC_{j-1}$	

Джерело: узагальнено автором

У вартісно-орієнтованій концепції управління виокремлюють два основні варіанти показника залишкового прибутку: залишковий операційний прибуток та залишковий чистий прибуток.

Залишковий операційний прибуток (Residual Operating Income, ReOI) – це операційний прибуток підприємства за мінусом витрат на інвестований капітал. Даний показник був обґрунтований С.Пінменом [15, с. 424] і є аналогічним до показника економічного прибутку (EP) в версії консалтингової компанії McKinsey & Co. Варто зазначити, що даний підхід був розвинений у роботі Б.Стюарта, в результаті чого був обґрунтований новий показник доданої економічної вартості (Economic Value Added, EVA).

В інтерпретації ReOI під інвестиціями розуміють балансову вартість чистих активів (Net Assets, NA), що визначається як різниця між загальною вартістю активів та поточними зобов'язаннями (в літературі даний показник називають total capital, capital employed, invested capital). Варто підкреслити, що чисті активи в даному визначенні є активами підприємства, що фінансуються за рахунок платних джерел (власного та залученого капіталу), а отже, показником прибутку в даній ситуації є прибуток до виплати процентів, але після оподаткування – EBI² (Earnings before Interest):

$$EBI = NI + i(1 - t), \quad (2)$$

де NI (Net Income) – чистий прибуток; i (Interest Expense) – процентні витрати; t (Tax Rate) – ставка податку на прибуток.

Відповідно необхідна норма доходності визначається як середньозважена вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital, WACC) – k_w (див. табл. 2).

Отже, розрахунок залишкового операційного прибутку має вигляд:

$$ReOI_j = EBI_j - k_w \times NA_{j-1}. \quad (3)$$

Залишковий прибуток, який розраховується відповідно до операційного підходу, можна пов'язати з показником рентабельності активів (ROA), що визначається:

$$ROA = \frac{EBI_j}{NA_{j-1}}. \quad (4)$$

Вивівши EBI із (4) та підставивши у (3), отримаємо:

$$ReOI_j = NA_{j-1}(ROA - k_w). \quad (5)$$

У (5) доводиться, що величина залишкового операційного прибутку визначається величиною чистих активів підприємства на початок періоду і здатністю підприємства забезпечувати фактичну віддачу на ці активи, що визначається показником рентабельності вищим за необхідний.

Залишковий чистий прибуток (Residual Earnings, RE) є чистим прибутком за мінусом витрат на власний капітал. Даний варіант показника залишкового прибутку широко використовується в академічних колах, а також популяризується консалтинговою компанією Maragon Associates [13]. Становлення моделі залишкового чистого прибутку пов'язують з класичною роботою Е.Едвардса та П.Белла. Вагомим внеском у даний напрямок є праці Дж.Олсона (1990 р., 1991 р., 1995 р.), що дозволило назвати модель оцінки моделлю

² Показник EBI (чистий прибуток до процентних витрат) також називають NOPAT (Net Operating Profit after Taxes) та NOPLAT (Net Operating Profit less Adjusted Taxes)

Едвардса–Белла–Олсона (Edwards–Bell–Olson (EBO) valuation model) [10]. У подальшому аналіз моделі залишкового чистого прибутку був розвинений С.Пінменом [15].

Показник залишкового чистого прибутку характеризує результат діяльності підприємства з позиції власників (акціонерів). Тому при розрахунку даного показника під інвестиціями розуміють балансову вартість власного капіталу (Equity, E). Як прибуток використовуємо показник чистого прибутку NI (Net Income), а необхідною нормою доходності є ставка витрат на власний капітал – k_E . Отже, розрахунок чистого прибутку має вигляд:

$$RE_j = NI_j - (k_E \times E_{j-1}). \quad (6)$$

Залишковий чистий прибуток можна пов'язати з показником рентабельності власного капіталу ROE, який визначається за:

$$ROE = \frac{NI_j}{E_{j-1}}. \quad (7)$$

Визначивши NI із (7) та підставивши отриманий результат у (6), отримуємо:

$$RE_j = E_{j-1} \times (ROE - k_E). \quad (8)$$

У (8) доводиться, що величина залишкового чистого прибутку визначається величиною власного капіталу підприємства на початок періоду і здатністю забезпечити фактичну віддачу на капітал вище за необхідну.

Додана економічна вартість (EVA) є модифікованим показником залишкового операційного прибутку. На відміну від попередньо описаних показників, показник доданої економічної вартості (EVA), розроблений компанією Stern Stewart & Co та описаний в працях Б.Стюарта [18] і Дж.Гранта [8], завоював справжню світову популярність. Велика кількість підприємств використовує даний показник з метою оцінки результатів діяльності, в тому числі The Bank of America, Coca-Cola, Hewlett-Packard, AT&T, IBM тощо.

Відмінністю EVA від залишкового операційного прибутку в класичній версії є використання капітальних еквівалентів (capital equivalents). Використання капітальних еквівалентів дозволяє скоригувати балансову вартість чистих активів з метою реальної оцінки. Відповідні коригування здійснюються і щодо значення прибутку (EBI, NOPAT).

Стюарт Б. пропонує проводити такі коригування [18, с. 112–117]:

1. Коригування на величину відстрочених податкових платежів на прибуток (deferred tax). При розрахунку капітальної бази показника EVA чисті відстрочені податкові активи (різниця між відстроченими податковими активами та відстроченими податковими зобов'язаннями) віднімаються як від капітальної бази, так і від операційного прибутку.

2. Коригування на резерв ЛІФО (LIFO allowance). Згідно з даним «capital equivalent», від бази розрахунку віднімається різниця між ФІФО та ЛІФО оцінками залишків активів, якщо останні оцінені відповідно до прийнятої облікової політики за методом ЛІФО.

3. Коригування на інші капітальні еквіваленти.

Стюарт Б. наголошує на необхідності коригування як балансової вартості, так і операційного прибутку, в тому числі на величину:

- амортизації ділової репутації (goodwill);
- невизнаної ділової репутації (unrecognized goodwill), що виникає при злитті інтересів у новому об'єднанні підприємств (pooling of interests method);
- капіталізації витрат на науково-дослідні роботи;
- створення оціночних резервів (резервів безнадійної заборгованості, на знецінення матеріальних цінностей, фінансових вкладень тощо).

Значна кількість коригувань показника EVA робить впровадження методики його розрахунку на вітчизняних підприємствах досить складним процесом.

Додана ринкова вартість (Market Value Added, MVA). У моделі дисконтування залишкового прибутку передбачається, що вартість власного капіталу (Equity Fundamental Value, V_E) визначається балансовою вартістю власного капіталу на момент оцінки (Equity Book Value, E^{BV}) та дисконтованих потоків залишкового прибутку (RI):

$$V_E = E_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RI_j}{(1+k)^j}. \quad (9)$$

Термін MVA був уведений Б.Стюартом, його зміст полягає у визначеній сумі дисконтованих потоків залишкового прибутку:

$$MVA_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RI_j}{(1+k)^j}. \quad (10)$$

Відповідно, залежно від того, як визначається залишковий прибуток, додана ринкова вартість може бути зазначена в трьох варіантах:

- додана ринкова вартість, що визначається згідно з показником залишкового чистого прибутку (див. (8)):

$$MVA_0^{RE} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RE_j}{(1+k_E)^j} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{NI_j - k_E \times E_{j-1}^{BV}}{(1+k_E)^j}; \quad (11)$$

- додана ринкова вартість, що базується на показниках залишкового чистого операційного прибутку (див. (5)):

$$MVA_0^{\text{ReOI}} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{\text{ReOI}_j}{(1+k_w)^j} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{EBI_j - k_w \times NA_{j-1}^{BV}}{(1+k_w)^j}; \quad (12)$$

- додана ринкова вартість, що базується на показниках доданої економічної вартості (EVA) (індексом adj – adjusted – позначимо скориговані показники на капітальні еквіваленти):

$$MVA_0^{EVA} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{EVA_j}{(1+k_w)^j} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{EBI^{adj}_j - k_w \times NA_{j-1}^{adj}}{(1+k_w)^j}. \quad (13)$$

Доведено, що величини доданої ринкової вартості, визначені на основі чистого та операційного прибутків, співпадають [1, с. 15]. Порівняння фактичного показника доданої ринкової вартості (MVA) з бюджетним значенням дозволяє зробити висновок, наскільки бізнес виправдовує очікування постачальників капіталу.

Варто акцентувати увагу на іншому підході щодо визначення «залишкового прибутку», який обґрунтований Г.Арнольдом. На відміну від класичних версій, що базуються на балансових вартостях, Г.Арнольд вносить низку суттєвих змін: по-перше, при розрахунку як економічних ефектів, так і витрат на капітал використовуються не балансові (бухгалтерські), а ринкові (фундаментальні) вартості; по-друге, базовою моделлю для розрахунку показників ринкової (фундаментальної) вартості є модель дисконтованих вільних грошових потоків (Free Cash Flows, FCF) [5].

Показник рентабельності інвестицій за грошовими потоками (Cash Flow Return on Investment, CFROI) належить до другої групи вартісних показників, що базуються на оцінці грошових потоків. Даний показник пропагується такими консалтинговими компаніями, як Boston Consulting Group і HOLT Value Associates. Найбільш повний і розгорнутий опис даного показника та практика його використання в управлінні підприємством наведена в монографії Б.Маддена [12].

Фактично CFROI є модифікацією відомого показника, що застосовується для оцінки інвестиційних проектів – внутрішньої норми доходності (Internal Rate of Return, IRR). IRR визначається як ставка дисконтування, при якій чиста приведена вартість (Net Present Value, NPV) очікуваних грошових потоків по інвестиційному проекту дорівнює нулю. IRR є одним із основних критеріїв при прийнятті інвестиційних проектів: якщо вона перевищує ставку витрат на залучення капіталу (Cost of Capital, COC), то інвестиційний проект приймається, в іншому випадку – відхиляється. Рентабельність інвестицій за грошовими потоками (CFROI) є результатом діяльності щодо створення нової цінності для акціонерів: якщо CFROI перевищує в звітному періоді ставку середньозважених витрат на капітал (WACC), то компанія – фінансово ефективна, тобто бізнес створює нову вартість для акціонерів. У загальному вигляді CFROI може бути зображений:

$$CFROI = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{CF^{adj}}{CI^{adj}}, \quad (14)$$

де CF^{adj} – скориговані на інфляцію грошові притоки (inflation adjusted cash inflows); CI^{adj} – скориговані на інфляцію інвестиції (inflation adjusted cash investments).

Розглянемо порядок розрахунку показника вільний грошовий потік до залучення зовнішніх фінансових ресурсів (FCF, Free Cash-Flow) з використанням даних обов'язкової форми фінансової звітності підприємства «Звіт про рух грошових коштів (за непрямим методом)» (табл. 3).

Таблиця 3

Порядок розрахунку показника FCF (англ. «Free Cash Flow»,
перекл. «Вільний грошовий потік»)

Показник	Порядок розрахунку	Джерело інформації
1. Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до сплати відсотків (NOPAT)		Див. табл. 1
2. Амортизація	+	Ф. 3-н, р. 3505
3. Збільшення (зменшення) забезпечень наступних виплат і платежів	+ (-)	Ф. 3-н, р. 3510
4. Збиток (прибуток) від нереалізованих курсових різниць	+ (-)	Ф. 3-н, р. 3515
5. Збиток (прибуток) від неопераційної діяльності	+ (-)	Ф. 3-н, р. 3520
6. Прибуток (збиток) від операційної діяльності після оподаткування та до змін у чистих оборотних активах (Gross Cash Flow)	=	
7. Зменшення (збільшення) оборотних активів	+ (-)	Ф. 3-н, р. 3550
8. Збільшення (зменшення) поточних зобов'язань	+ (-)	Ф. 3-н, р. 3560
9. Погашення позик	-	Ф. 3-н, р. 3350
10. Чистий рух коштів від операційної діяльності (Operating Cash Flow)	=	
11. Надходження грошових коштів від реалізації фінансових інвестицій та необоротних активів	+	Ф. 3-н, рр. 3200–3205
12. Витрачання грошових коштів на придбання фінансових інвестицій та необоротних активів	-	Ф. 3-н, рр. 3255–3260
13. Інші надходження (витрачання) від інвестиційної діяльності	+ (-)	Ф. 3-н, [рр. 3225–3250] – [рр. 3270–3290]
14. Вільний грошовий потік до залучення зовнішніх фінансових ресурсів (FCF, Free Cash-Flow)	=	

Джерело: узагальнено автором

Залишковий прибуток, визначений на ринкових (фундаментальних) вартостях (Residual Income Based on Market Values, RI^{MV}) у версії Г.Арнольда – це економічний доход підприємства за мінусом витрат на капітал відповідно в ринковому вимірі:

$$RI_j^{MV} = EI_j^{MV} - k_w \times NA_{j-1}^{MV}, \quad (15)$$

де EI_j^{MV} – економічний доход, оснований на ринковій вартості; NA_{j-1}^{MV} – ринкова (фундаментальна) вартість чистих активів; k_w – ставка середньозважених витрат на капітал (WACC); j – звітний період.

Економічний доход (Economic Income, EI_j^{MV}) підприємства як потік отриманих за звітний період економічних вигод відповідно до даного підходу є вільний грошовий потік (FCF) плюс економічна амортизація, що базується на зміні ринкової (фундаментальної) вартості (ED_j^{MV}):

$$EI_j^{MV} = FCF_j + ED_j^{MV}. \quad (16)$$

При цьому економічна амортизація визначається як приріст ринкової (фундаментальної) вартості чистих активів:

$$ED_j^{MV} = NA_j^{MV} - NA_{j-1}^{MV}. \quad (17)$$

Об'єднавши (16) та (17), отримаємо формулу залишкового прибутку за Г. Арнольдом:

$$RI_j^{MV} = FCF_j + (NA_j^{MV} - NA_{j-1}^{MV}) - k_w \times NA_{j-1}^{MV}. \quad (18)$$

На основі показника залишкового прибутку, що базується на ринковій вартості, Г. Арнольд [5, с. 265] визначає похідний показник результатів діяльності – чистий економічний дохід (Net Economic Income, NEI), який визначається як економічний дохід (EI^{MV}) за мінусом витрат на інвестований в підприємство капітал на початок періоду в балансовій оцінці (NA^{BV}):

$$NEI_j^{MV} = EI_j^{MV} - k_w \times NA_{j-1}^{BV}. \quad (19)$$

Показник доданої акціонерної вартості (Shareholder Value Added, SVA), запропонований А. Раппапортом і використовуваний консалтинговою компанією LEC/Alcar Consulting Group, фокусується безпосередньо на вимірі зміни вартості бізнесу для акціонерів [16]. При цьому зміна вартості власного капіталу пов'язується А. Раппапортом як з операційними результатами діяльності, так і з інвестиційними рішеннями, що відбуваються в період оцінки. Розрахунок показника SVA здійснюється з використанням двох параметрів: чистого грошового потоку і залишкової вартості бізнесу.

Чистий грошовий потік (Net Cash Flow, NCF) за період визначається як різниця між чистим операційним прибутком (EBI) та сумою приросту інвестицій (Incremental Investments, ΔI) в необоротні активи і робочий капітал підприємства:

$$NCF_n = EBI_n - \Delta I_n. \quad (20)$$

Залишкова вартість (Residual Value, RV) визначається як вартість, яка створюється активами підприємства з кінця звітного періоду до нескінченності. Раппапорт А. доводить, що майбутня вартість визначається поточними операційними результатами (EBI). Таким чином, RV визначається:

$$RV = \frac{EBI_n}{WACC}. \quad (21)$$

Відповідно акціонерна вартість (Shareholders Value, SV) є сумою дискontованих грошових потоків за певний період прогнозування і дискontованої грошової вартості, що створюється по закінченню періоду прогнозування:

$$SV_n = \sum_{i=1}^n \frac{NCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{RV_n}{(1+WACC)^n}. \quad (22)$$

Показник доданої грошової вартості (Cash Value Added, CVA) визначає результативні грошові потоки, часто даний показник називають залишковий грошовий потік (Residual Cash Flow, RCF). Відомо дві версії показника CVA: версія Boston Consulting Group [17] та версія компанії Frederik Weissenrieder Consulting [19]. Додана грошова вартість у версії BCG – це чисті грошові потоки за мінусом витрат на капітал:

$$CVA_j = CBI_j - NA_0 \times WACC, \quad (23)$$

де CBI – Cash Flow before Interest – чистий грошовий потік до відсоткових платежів; NA_0 – чисті активи (первісна вартість).

Показник чистого грошового потоку до процентних витрат (CBI) дорівнює операційному прибутку (EBI), але з врахуванням не бухгалтерської (+D_{ep}), а економічної амортизації (-ED_i). Економічна амортизація визначається як щорічний, однаковий за розміром потік відрахувань, що інвестується в альтернативні вклади за ставкою WACC, з метою повернення до кінця строку корисного використання активів їх первісної вартості (формула ануїтету).

Узагальнимо алгоритм розрахунку ключових показників, що характеризують динаміку зміни ринкової вартості підприємства на основі дослідження грошових потоків, у таблиці 4.

Наявність алгоритмів розрахунку VBM-показників, запропонованих у таблицях 2–4, дозволяють значно полегшити їх впровадження, апробацію та використання з метою оцінки ефективності управління спеціалістами фінансових служб вітчизняних підприємств.

Таблиця 4

Порядок розрахунку показника CFROI (англ. «Cash Flow Return on Investments», укр. відповід. «Рентабельність інвестицій за грошовими потоками») та CVA у версії Boston Consulting Group (англ. «Cash Value Added», укр. відповід. «Додана вартість чистого грошового потоку»)

Показник	Порядок розрахунку	Джерело інформації
1. Прибуток (збиток) від операційної діяльності після оподаткування та до змін у чистих оборотних активах (Gross Cash-Flow)		Див. табл. 3
2. Амортизація	–	Ф. 1, р. 2515
3. Розрахунок показника NA (англ. «Net Assets», перекл. «Чисті активи»)		
3.1. Чисті оборотні активи (робочий капітал)	Ф. 1, р. 1195 – Ф. 1, р. 1695	Ф. 1, р. 1195, Ф. 1, р. 1695
3.2. Необоротні активи за вирахуванням гудвілу	+	Ф. 1, р. 1095
3.3. Сума зносу основних засобів	+	Ф. 1, р. 1012
Чисті активи (NA)	=	
4. Рентабельність інвестицій за грошовим потоком (CFROI)	$\frac{Gross_Cash_Flow - D}{NA_0} \times 100$	
Розрахунок показника CVA у версії Boston Consulting Group (англ. «Cash Value Added», укр. відповід. «Додана вартість чистого грошового потоку»)		
1. Середньозважена вартість капіталу з урахуванням податкового мультиплікатора (WACC _s)		Див. табл. 2
2. Додана вартість чистого грошового потоку (Cash Value Added, CVA)	$(Gross\ Cash\ Flow - D) - NA \times WACC_s$	

Джерело: узагальнено автором

Висновки та перспективи подальших досліджень. Кожний із розглянутих показників має низку переваг і недоліків [2, с. 176], але орієнтація при прийнятті рішень на абсолютну величину одного дозволяє маніпулювати ним шляхом штучного завищення або заниження. Таким чином, при формуванні вартісного підходу доцільно використовувати набір показників. Більшість показників мають знаходитись у взаємозв'язку, а ефективність управлінських рішень рекомендовано оцінювати за впливом на зміну еталонного балансового стану набору показників [3, с. 371–372]. Вартісно-орієнтований підхід до управління та набір показників, на основі якого можливо оцінити його ефективність, створює довгострокову еталонну модель розвитку підприємства. В даному випадку горизонт бюджетного планування не має особливого значення, оскільки еталонної моделі необхідно дотримуватись протягом будь-якого проміжку часу. В межах такого підходу відсутня необхідність коригувань бюджетів залежно від зміни поточного ринкового середовища, які кардинально змінюють вектор розвитку підприємства, порівняно з первинним варіантом бюджету. Таким чином, менеджмент може як завгодно довго ініціювати коригування до бюджетних завдань і до ключових показників ефективності, але оцінка зміни вартості підприємства не буде залежати від активності керівництва. Система оцінки ефективності управління на основі вартісних критеріїв має давати відповіді власникам на питання достатності рівня рентабельності, зростання доходів тощо при затвердженні бюджету в будь-яких умовах.

Таким чином, вартісно-орієнтований підхід до системи управління спирається не на абсолютні значення планових показників бюджетів, а на напрямок їх змін з метою отримання можливості оцінити будь-які абсолютні значення бюджету і, змінюючи динаміку показників, управляти вартістю підприємства. Ключовим моментом підходу є підбір відповідних показників та взаємоузгодженість темпів їх зростання, відповідно, задаються певні межі при визначенні

конкретних бюджетних показників. Запропонований підхід дозволяє повністю реалізувати принципи концептуальності, комплексності при прийнятті управлінських рішень.

Отже, актуальним науковим завданням є розробка такого підходу та перегляд основної ролі найманих менеджерів у нових економічних умовах, що полягає, на думку автора, в створенні та у зростанні вартості підприємства в інтересах власників. Визнання даного положення як стратегічного означає необхідність перегляду інструментарію оцінки ефективності використання обмежених ресурсів, що знаходяться в розпорядженні менеджменту підприємства.

Список використаної літератури:

1. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью предприятия / Д.Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 2. – С. 3–42.
2. Мілінчук О.В. Врахування вартісного аспекту при застосуванні бюджетування на підприємстві / О.В. Мілінчук // Вісник ЖДТУ / Економічні науки. – 2012. – № 1 (59). – С. 172–177.
3. Мілінчук О.В. Оцінка вартісно-орієнтованих показників та моделювання на цій основі еталонних орієнтирів для потреб бюджетування підприємства / О.В. Мілінчук // Вісник ЖДТУ / Економічні науки. – 2013. – № 1 (63). – С. 367–373.
4. Holler A. New Metrics for Value Based Management / A.Holler. – Dissertation European Business School, Oestrich-Winkel, 2009. – 209 p.
5. Arnold G. Value Based Management: Context and Application / G.Arnold, M.Davies. – UK : John Wiley and Sons, 2000.
6. Planning, scheduling and budgeting value-added chains / M.Badell, J.Romero, R.Huertas, L.Puigjaner // Computers and Chemical Engineering. – 28 (2004). – P. 45–61.
7. Copland T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / T.Copland, T.Koller, J.Murrin. – N. Y. : John Wiley&Sons, 1995.
8. Grant J. Foundations of Economic Value Added / J.Grant. – New Hope, PA : Frank J. Fabozzi Assosiates, 1997.
9. Edwards E. The Theory and Measurement of Business Income / E.Edwards, P.Bell. – Berkley, CA : University of California Press, 1961.
10. Libby T. Beyond Budgeting or budgeting reconsidered? A survey of North-American Budgeting Practice / T.Libby, R.M. Lindsay // Management Accounting Research [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.elsevier.com/locate/mar.
11. Jacobs Jan F. Period Profit, Shareholder Value, Share Capital, EVA, CVA, NVA and Cash Flows – Different Notions, Each Having its Own Peculiarities / Jan Franciscus Jacobs // Social Science Research Network Electronic Paper Collection [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ssrn.com/abstract=394140>.
12. Madden B. CFROI Valuation: A total System Approach to Valuing the Firm / B.Madden. – Oxford, MA : Butterworth-Heinemann, 1999.
13. McTaggart J. The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns / J.McTaggart, P.Contes, M.Mankins. – N. Y. : The Free Press, 1994. – 367 p.
14. Ottoson E. CVA, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance / E.Ottoson, F.Weissenrieder // Gothenburg University Department of Economics. – 1996. – Study № 1996:1. – 10 p.
15. Penman S. Financial Statement Analysis and Security Valuation / S.Penman. – N. Y. : McGraw-Hill, 2001.
16. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance / A.Rappaport. – N. Y. : Free Press, 1986.
17. Shareholder Value Metrics. Shareholder Value Management. Booklet 1. – Boston Consulting Group, 1996.
18. Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers / B.Stewart. – N. Y. : Harper Business, 1999.
19. Weissenrieder F. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added / F.Weissenrieder // Gothenburg Studies in Financial Economics. – 1997. – Study № 1997:3. – 42 p.

References:

1. Volkov, D.L. (2005), „Pokazately rezul'tatov dejatel'nosti: yspol'zovanye v upravlenyy stoymost'ju predpryatyja”, *Rosyjskyj zhurnal menedzhmenta*, T. 3, № 2, pp. 3–42.
2. Milinchuk, O.V. (2012), „Vrahuvannja vartisnogo aspektu pry zastosuvanni bjudzhetuvannja na pidpryjemstvi”, *Visnyk ZhDTU : Ekonomichni nauky*, № 1 (59), pp. 172–177.
3. Milinchuk, O.V. (2013), „Ocinka vartisno-orijentovanyh pokaznykiv ta modeljuvannja na cij osnovi etalonnih orijentyriv dlja potreb bjudzhetuvannja pidpryjemstva”, *Visnyk ZhDTU / Ekonomichni nauky*, № 1 (63), pp. 367–373.
4. Holler, A. (2009), *New Metrics for Value Based Management*, Dissertation European Business School, Oestrich-Winkel, 209 p.
5. Arnold, G. and Davies, M. (2000), *Value Based Management: Context and Application*, John Wiley and Sons, UK .
6. Badell, M., Romero, J., Huertas, R. and Puigjaner, L. (2004), „Planning, scheduling and budgeting value-added chains”, *Computers and Chemical Engineering*, 28, pp. 45–61.
7. Copland, T., Koller, T. and Murrin, J. (1995), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley&Sons, N. Y.
8. Grant, J. (1997), *Foundations of Economic Value Added*, Frank J.Fabozzi Assosiayes, New Hope, PA.
9. Edwards, E. and Bell, P. (1961), *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press, Berkley, CA.
10. Libby, T. and Lindsay, R.M. „Beyond Budgeting or budgeting reconsidered? A survey of North-American Budgeting Practice”, *Management Accounting Research*, available at: www.elsevier.com/locate/mar
11. Jacobs, J.F. „Period Profit, Shareholder Value, Share Capital, EVA, CVA, NVA and Cash Flows – Different Notions, Each Having its Own Peculiarities”, *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, available at: <http://ssrn.com/abstract=394140>
12. Madden, B. (1999), *CFROI Valuation: A total System Approach to Valuing the Firm*, Butterworth- Heinemann, Oxford, MA.
13. McTaggart, J., Contes P. and Mankins, M. (1994), *The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, N. Y., 367 p.
14. Ottoson, E. and Weissenrieder, F. (1996), „CVA, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance”, *Gothenburg University Department of Economics*, Study № 1996:1, 10 p.
15. Penman, S. (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill, N. Y.
16. Rappaport, A. (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Free Press, N. Y.
17. *Shareholder Value Metrics. Shareholder Value Management. Booklet 1* (1996), Boston Consulting Group.
18. Stewart, B. (1999), *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*, Harper Business, N. Y.
19. Weissenrieder, F. (1997), „Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added”, *Gothenburg Studies in Financial Economics*, Study № 1997:3, 42 p.

МІЛІНЧУК Ольга Володимирівна — кандидат економічних наук, доцент кафедри менеджменту Житомирського державного технологічного університету.

Наукові інтереси:

- теоретико-практичні аспекти бюджетування підприємства;
- теорія вартісно-орієнтованого управління.

Тел.: (093) 063–14–78.

E-mail: olgamilinchuk@gmail.com.

Стаття надійшла до редакції 17.02.2016.