

УДК 658.14

Анастасія Могилова

Anastasia Mohylova

## КОНЦЕПЦІЯ EVA ЯК ОСНОВА ОЦІНКИ ТА УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА

### EVA CONCEPT AS A BASIS OF ASSESSMENT AND COST MANAGEMENT OF AN ENTERPRISE

Виявлено залежність між вартістю підприємства та його цінністю для інвесторів. Розкрито особливості оцінки вартості бізнесу за бухгалтерською та вартісною моделями. Визначено недоліки показника EVA та переваги його використання серед інших аналітичних показників для оцінки ефективності господарської діяльності підприємства. Спрогнозовано тенденції зміни EVA за різних типів дивідендної політики. Обґрунтовано використання EBITDA при розрахунку EVA.

**Ключові слова:** вартість, підприємство, оцінка, бухгалтерський прибуток, економічний прибуток, економічна додана вартість EVA, EBITDA.

*The dependence between the value of the enterprise and its value to investors was determined. The features of valuation for accounting and cost models were explained. Deficiencies indicator EVA and benefits of its use among other analytical indicators to evaluate the effectiveness of enterprise business were detected. Trends in EVA for different types of dividend policy were anticipated. The use of EBITDA in calculating EVA was justified.*

**Keywords:** cost, enterprise, valuation, accounting profit, economic profit, economic value added EVA, EBITDA.

**Постановка проблеми.** Сучасні умови господарювання українських підприємств визначаються загостренням конкуренції на ринках усіх типів – товарних, ресурсних. Зайняти лідируючу позицію на товарному ринку можна за рахунок пропозиції кращого, порівняно з іншими, товару і перемозі таким шляхом в боротьбі за споживача. На ресурсному ринку досягненню лідируючої позиції підприємству сприятиме встановлення довготермінових зв'язків із найкращими постачальниками ресурсів на найбільш вигідних умовах. Проте залучити найкращих постачальників ресурсів можна виключно через пропозицію їм найкращих умов контракту. Так, підписання вигідної для підприємства фінансової угоди щодо залучення потенційного власника грошових коштів для інвестування у діяльність підприємства можливе в разі обґрунтування потенційному інвесторові обов'язкового зростання вартості даного підприємства в результаті реалізації конкретних проектів. Тому виявляється актуальним питання управління вартістю підприємства, а максимізація цієї вартості стає стратегічною метою.

**Постановка завдання.** Аналіз багатьох наукових робіт дозволяє дійти висновку про відсутність єдиного підходу до управління вартістю підприємства, до її кількісної та якісної оцінки, що ускладнює обґрунтування дієвих управлінських рішень щодо зростання вартості підприємства та підвищення рівня його капіталізації. З вищевикладених причин метою статті визначено аналіз сучасних тенденцій забезпечення вартості українських підприємств, а також моделей оцінки її подальшого зростання.

**Аналіз останніх досліджень і виклад основного матеріалу.** Для оцінки вартості підприємства в сучасній господарській практиці використовують дві моделі – бухгалтерську і вартісну. В бухгалтерській моделі, яка побудована на традиційних для бухгалтерського обліку принципах відображення операцій підприємства і традиційній інтерпретації його капіталу, показник прибутку використовується для оцінки поточної ефективності і для розробки стратегічних рішень. Бухгалтерський прибуток оцінюється як різниця між виручкою та бухгалтерськими (явними) витратами. При цьому явні витрати – це грошові платежі постачальникам факторів виробництва. Бухгалтерський прибуток розглядається як основа управління, орієнтованого на створення акціонерної вартості. Але зростання прибутку не обов'язково супроводжується зростанням ціни акції через те, що вона (ціна) відображує вартість всіх майбутніх вільних грошових потоків (а не лише поточного прибутку).

Крім того, постає питання, яким чином слід враховувати неявні витрати, що знаходяться у власності підприємства, не є придбаними на стороні, а тому не відображуються у бухгалтерській звітності. Але для більш точної оцінки ефективності діяльності підприємства неявні мають бути враховані

шляхом грошової оцінки, яка визначається згідно концепції альтернативних витрат через визначення економічного прибутку.

Принцип економічного прибутку (Residual Income - RI) покладено в основу вартісної (фінансової) моделі. Його суть якого полягає в порівнянні бухгалтерського прибутку із такою доходністю, якої вимагають інвестори. Показник економічного прибутку визначається як різниця між фактичною виручкою та сумою фактичних (явних) та альтернативних (неявних) витрат [12, с. 42–46]. Виникнення альтернативних витрат пояснюється обмеженістю ресурсів підприємства. Так, згідно ствердження О. В. Мозенкова та В. В. Калюжного, принцип економічного прибутку передбачає «оцінку результату компанії з позиції її альтернативних витрат – упущеної вигоди або прибутків, втрачених у альтернативних варіантах вкладення капіталу компанії через обмеженість її ресурсів» [10, с. 88]. Безсумнівно, є доволі проблематичним визначення альтернативних витрат. Тому більшим конкретним вважаємо наступний вислів: «Економічний прибуток дорівнює різниці між виручкою від реалізації та собівартістю реалізованої продукції, операційними витратами, податками та вартістю капіталу» [12, с. 48]. Додатний економічний прибуток вказує на зростання вартості інвестованого капіталу: «Додаткова вартість вкладеного капіталу створюється тільки тоді, коли прибуток, отриманий компанією, перевищує альтернативні витрати використання вкладеного нею капіталу» [16, с. 114]. Погоджуємося із зауваженням М. В. Кудіної стосовно того, що «компанія є прибутковою, якщо доходи від її функціонування не лише покривають виробничі, операційні витрати та відсотки на залучення позикового капіталу, але й забезпечують власникам компанії дохід на інвестований капітал у вигляді нормального прибутку» [8, с. 74]. Через виявлену різницю у порядку врахування вартості капіталу, наданого власниками, за бухгалтерським та вартісним підходами має місце факт, що звітний прибуток підвищує створену підприємством за звітний період вартість, більш об'єктивно вважаємо оцінку ефективності діяльності підприємства за принципом вартісного підходу.

Вперше сутність показника економічного прибутку пояснено А. Маршаллом у роботі «Принципи економічної науки»: «Коли людина веде підприємство, її річний прибуток створює перевищення доходів від підприємства над його витратами протягом року. Різниця між вартістю його основних виробничих фондів, сировини й т.п. на початку та наприкінці року розглядається як частина його виручки або як частина його витрат залежно від того, відбулося зростання чи зменшення цієї вартості. Залишок від прибутку після вирахування з нього відсотку на його капітал за поточним курсом (а також витрат із страхування) зазвичай називають підприємницьким, або управлінським, доходом. Відношення його річного прибутку до капіталу позначається як норма прибутку. Однак цей вираз, як і відповідний йому вираз, який стосується відсоткової ставки, передбачає, що грошова вартість речей, що створюють його капітал, вже підрахована, тоді як така оцінка часто виявляється пов'язаною із значними труднощами» [9]. Висловом «... вираз, який стосується відсоткової ставки ...» А. Маршалл вказує на те, що вартість інвестованого капіталу визначається ринком, а отже має ринкову оцінку (на відміну від прибутку підприємства, який оцінюється за бухгалтерськими документами та має облікову оцінку).

Розрив між балансовою та ринковою оцінками щороку збільшується, про що свідчить той факт, що «... порівняння ринкової й балансової вартостей 3500 американських компаній показало: якщо на початок 1978 року ці показники мало відрізнялися один від одного – балансова вартість дорівнювала 95 % ринкової вартості, то на початок 1998-го вони зовсім не збігалися – балансова вартість становила лише 28 % від ринкової вартості. Це пояснюється збільшенням ролі нематеріальних активів, таких як інтелектуальний капітал. Репутація, незавершені науково-дослідні розробки тощо» [10, с. 87]. Саме через невідповідність ринкових та облікових оцінок постала проблема винаходу більш коректного показника економічного прибутку з метою управління вартістю підприємства.

Для оцінки вартості підприємства в сучасній практиці господарювання використовуються моделі SVA (Shareholders Value Added – додана акціонерна вартість), MVA (Market Value Added – додана ринкова вартість), CVA (Cash Value Added – грошова додана вартість), CFROI (CashFlow Return On Investment – повернення грошового потоку на інвестиції). Однією з найбільш відомих моделей економічного прибутку є модель економічної доданої вартості EVA (Economic Value Added), запропонована компанією Stern & Stuart. Показник EVA обчислюється як різниця між скоригованою величиною чистого прибутку та вартістю використаного для його отримання інвестованого капіталу підприємства (власних та позикових коштів):

$$EVA = NOPAT(adj) - WACC \times CE(adj), \quad (1)$$

де NOPAT (Net Operating Profit) – чистий операційний прибуток після сплати податків, скоригований на величину змін еквівалентів власного капіталу;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – середньозважена вартість капіталу;

CE (Capital Employment) – сума інвестованого капіталу з урахуванням еквівалентів власного капіталу. Є сумою всіх активів, які відносяться до оперативного управління об'єктом оцінки, за мінусом короткострокових операційних зобов'язань (комерційних кредитів, заборгованостей перед бюджетом і т.п.). У випадку коли активи використовуються кількома бізнес-підрозділами, CE враховується в обсягу, пропорційному до ступеня використання об'єктом оцінки;

(adj) – Adjustments (Equity Equivalents) – поправка, що враховує зміну еквівалентів власного капіталу.

При визначенні показника EVA проблематичною є коректна оцінка та врахування еквівалентів власного капіталу (Equity Equivalents). Оригінальною методикою розрахунку показника EVA передбачено 160 поправок, що дозволяють більш повно враховувати вартість використовуваних нематеріальних активів [18, с. 18]. Більшість коригувань пов'язані із еквівалентами власного капіталу – це витрати на дослідження та розробки, резерви, відкладені податки та goodwill, або боргові еквіваленти (Debt Equivalents) – лізинг [16, с. 117].

Із наведеної формули для обчислення EVA очевидно, що величина EVA визначається такими факторами, як результат операційної діяльності у вигляді чистого прибутку, обсяги та структура інвестованого капіталу, ціна вкладеного капіталу (власного та позикового). Саме ці фактори мають бути першочергово враховані при побудові факторних моделей EVA.

Визначений цільовий рівень показника WACC стає нормативним, оскільки вказує мінімальний рівень рентабельності інвестованого капіталу, що задовольняє власників підприємства. Вартість власного капіталу можна визначити на основі моделі оцінки довгострокових активів CAPM (Capital Assets Pricing Models) або методом кумулятивної побудови, але найпростіший спосіб, який використовується на практиці, – встановлення її експертним шляхом або виходячи з вимог інвестора [10, с. 91, 95]. Таку саму позицію висловлює І. В. Васильчук, зауважуючи, що модель CAPM, модель дисконтова них грошових потоків, мультиплікаторний підхід, опціонний підхід та кумулятивний підхід можуть застосовуватися при визначенні вартості власного капіталу тих підприємств, акції яких котируються на фондових біржах. Стосовно неkotируємих підприємств він пропонує прийняти до використання підхід І. О. Бланка до встановлення ціни, яку підприємство сплачує за використовуваний капітал власників [1, с. 469], – шляхом відношення чистого прибутку до суми власного капіталу, тобто на основі рентабельності власного капіталу ROE, спираючись на той факт, що акціонери планують отримати віддачу на вкладений капітал не нижчу, ніж вони отримують на вкладений капітал у вигляді чистого прибутку [17, с. 165]. Для підприємств-виробників коньяку в Україні, які є підприємствами повного циклу та які не виходили на IPO, а їхні акції розподілені серед обмеженого кола власників приймаємо метод розрахунку вартості власного капіталу через ROE.

Стосовно нормативних витрат на власний капітал в аспекті дивідендної політики можна погодитися із позицією таких економістів, як:

- Д. Ю. Корепін – в тому, що «нормативні витрати на власний капітал компанії не дорівнюють сплачуваним акціонерам дивідендам, які фактично можуть бути як вище, так і нижче за ці нормативні витрати. Нормативні витрати на власний капітал являють собою той мінімальний рівень доходу, на який розраховують акціонери, вкладаючи свої кошти в дане підприємство» [6, с. 49];

- С. В. Черемушкін – в тому, що дивідендні виплати залежать від потреб у фінансуванні обігових засобів для забезпечення майбутньої операційної діяльності, від рівня прибутку у попередньому часовому періоді, від обіговості капіталу, ринкової та фінансової стійкості підприємства тощо [3, с. 114].

Тенденції змін економічної доданої вартості підприємства залежать від типу дивідендної політики підприємства [2, с. 316–320]. Встановлено наступний зв'язок між характером дивідендних виплат та майбутніми значеннями EVA:

1) Остаточна політика дивідендних виплат:

Нестабільний рівень дивідендних виплат, повна непередбачуваність їхніх розмірів у майбутньому періоді негативно відбиваються на ринковій ціні акцій підприємства, а отже у довгостроковій перспективі скорочують інтерес потенційних інвесторів / акціонерів до вкладання власних коштів у дане підприємство і, в кінцевому підсумку, знижують майбутній рівень EVA в зв'язку із підвищенням вимог до мінімального рівня доходів акціонерів.

2) Політика стабільного розміру дивідендних виплат:

Всупереч незмінним сумі дивідендних виплат та, як наслідку, котируванням акцій підприємства на фондовому ринку в довгостроковій перспективі за умов несприятливої ринкової кон'юнктури та

зниження темпів росту прибутку підприємства можна прогнозувати скорочення темпів приросту його власного капіталу, що спричинить зниження майбутнього рівня EVA (якщо скорочення темпів росту прибутку підприємства відбуватиметься швидше за скорочення темпів росту власного капіталу).

3) Політика мінімально стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (або політика «екстра-дивіденди»):

Головна перевага даного типу політики – стабільна гарантована виплата дивідендів у мінімальному встановленому розмірі із прямою залежністю від фінансового результату діяльності підприємства – при незмінному мінімальному розмірі дивідендних виплат у довгостроковій перспективі сприяють зниженню інвестиційної привабливості акцій підприємства, скороченню ринкової ціни акцій і, в кінцевому підсумку, зниженню EVA.

4) Політика стабільного рівня дивідендів:

Через встановлений норматив розподілу прибутку на дві складові – яка споживається та яка реінвестується (капіталізується) – можна констатувати, що розмір дивідендних виплат тісно пов'язаний із фінансовим результатом діяльності підприємства. В довгостроковій перспективі нестабільний розмір прибутку спричиняє нестабільні розміри дивідендних виплат, які, в свою чергу, обумовлюють постійні коливання ринкової ціни акцій підприємства. За умов тривалих коливань, які найчастіше є індикатором ризикованості бізнесу, можна прогнозувати скорочення інтересу потенційних інвесторів / акціонерів, що, в кінцевому підсумку, знижує EVA підприємства і не забезпечує досягнення стратегічної мети – максимізації вартості підприємства.

5) Політика постійного зростання розміру дивідендів:

Передбачений відсоток приросту дивідендних виплат (у розрахунку на одну акцію) до їхнього розміру у попередньому періоді обумовлює зростання ринкової ціни акцій підприємства внаслідок підвищення інтересу інвесторів / акціонерів через формування іміджу фінансово успішного підприємства. В довгостроковій перспективі, якщо темпи приросту розміру дивідендів зростатимуть швидше за темпи приросту прибутку, можна прогнозувати скорочення інвестиційної активності підприємства, зниження темпів приросту його власного капіталу та, в кінцевому підсумку, зниження майбутнього рівня.

Таким чином, підсумовуючи вищевикладене, можна стверджувати, що майбутній рівень EVA знаходиться у відповідній залежності від прийнятого типу дивідендної політики підприємства, а тому для досягнення стратегічної мети максимізації вартості підприємства управління його економічною доданою вартістю має бути побудоване за принципом постійного коригування типу дивідендної політики залежно від тенденцій зміни фінансового результату діяльності підприємства із паралельним (одночасовим) управлінням структурою та вартістю інвестованого капіталу.

У 1994 році Стюарт зауважив, що для управління вартістю на основі показника EVA достатньо використовувати лише деякі з коригувань, які відображують специфіку діяльності компанії та є зрозумілими її менеджменту [16, с. 117]. А отже актуальним стає виявлення переліку коригувань з урахуванням особливостей галузі, підприємства, виробничої технології тощо. Вагомий внесок у вирішення проблеми коригування зроблено А. О. Гусевим [5], який розробив детальний алгоритм коригувань величини операційного результату господарювання NOPAT та чистих операційних активів NOA (Net Operating Assets), наголошуючи при цьому на основному принципі, що «якщо певні операції та відповідні їм активи включені до NOA, то необхідно, щоб ці витрати і доходи були включені до NOPAT, і навпаки» [5, с. 62]. За результатом аналізу бухгалтерської звітності провідних виноробних підприємств в Україні було виявлено, що практично всі із рекомендованих коригувань для NOPAT враховані при розрахунку балансових показників. Тому вважаємо, що результат операційної діяльності досліджуваного підприємства доцільно проводити за показником EBITDA (замість NOPAT). Однак, щоб врахувати вплив зовнішнього середовища, рекомендуємо коригувати показник EBITDA на середньорічний індекс споживчих цін за товарною групою підприємства з причини, що зростання виторгу підприємства певною мірою може бути наслідком простого підвищення ціни товару. Так для підприємств-виробників коньяку слід враховувати індекс споживчих цін на «Алкогольні напої, тютюнові вироби».

Згідно наведених зауважень, вважаємо, що більш відповідним сучасним тенденціям фінансового аналізу, буде розрахунок EVA за наступною формулою (2):

$$EVA = \frac{EBITDA}{(1+i)} - WACC \times CE, \quad (2)$$

де EBITDA – показник прибутку підприємства до відрахування податку на прибуток, нарахованих відсотків за кредитами та амортизації;

i – індекс споживчих цін за товарною групою підприємства, од.

ЕВІТДА (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) – показник прибутку підприємства до відрахування податку на прибуток, нарахованих відсотків за кредитами та амортизації. А також до переоцінки активів. Показник ЕВІТДА, формула для обчислення якого вдало подана у Вікіпедії [4], у фінансово-аналітичній практиці використовується для довгострокової оцінки ефективності операційної діяльності підприємства:

$$\begin{aligned}
 & \text{Чистий прибуток} \\
 & + \text{Податок на прибуток} \\
 & - \text{Повернений податок на прибуток} \\
 & (+ \text{Надзвичайні витрати}) \\
 & (- \text{Надзвичайні доходи}) \\
 & + \text{Відсотки сплачені} \\
 & - \text{Відсотки одержані} \\
 & = \text{ЕВІТ} \\
 & + \text{Амортизаційні відрахування} \\
 & \quad \text{за матеріальними і нематеріальними активами} \\
 & - \text{Переоцінка активів} \\
 & = \text{ЕВІТДА}
 \end{aligned} \tag{3}$$

При розрахунку показника ЕВІТДА прибуток підприємства враховується без впливу на нього податкового навантаження, способів фінансування бізнесу, а також методу нарахування амортизації, через що створюється можливість порівняння різних підприємств однієї галузі. Так за показником ЕВІТДА можливе порівняння підприємств, що використовують різні методи фінансування власного бізнесу, оскільки при розрахунку показника:

- не враховується структура капіталу підприємств (тобто не приймаються до уваги відсотки, сплачені за запозиченими коштами);
- не враховується амортизаційна політика підприємства (дуже часто підприємства задля зменшення розміру прибутку, що підлягатиме оподаткуванню, використовують метод прискореної амортизації для більшого списання вартості фондів);
- не враховуються суми сплачених податків, що має значення за умов, коли підприємства однієї галузі оподатковуються за різними ставками (наприклад, режим пільгового оподаткування або податкові канікули).

Стосовно ігнорування структури капіталу підприємства при обчисленні показника ЕВІТДА можна згадати зауваження Л. Костирко про те, що невраховування структури капіталу «відволікає від ступеня ліквідності його складових» [7, с. 133]. Хоча обчислення та аналіз показників ліквідності є складовою частиною фінансового аналізу підприємства. Крім того, з точки зору фінансового аналізу, показник ЕВІТДА має інші обмеження, які пов'язані з історією його практичного застосування при оцінці діяльності підприємств.

Вперше показник ЕВІТДА став популярним в звичайній практиці підприємств в період лихо-манки викупу за рахунок кредитів у 1980-х, коли цей показник використовували, щоб показати здатність компанії обслуговувати борг. З часом він набув особливої популярності в капіталомістких галузях, в яких активи доводилося списувати на протязі довгих років (сталеливарне обладнання, бездротовий зв'язок і кабельне телебачення). Прихильники вважали його можливістю заглянути всередину діяльності швидкозростаючих компаній зі слабким грошовим потоком, який є таким через великі інвестиції в матеріальні активи. Їх позиція полягала в тому, що ЕВІТДА покаже інвесторам, наскільки прибутковими насправді були б ці бізнеси, якщо виключити ймовірно разові витрати на створення інфраструктури. ... Але, не враховуючи дані витрати, показник ЕВІТДА передбачав, що ці капітальні інвестиції не матимуть місця у майбутньому [11]. Компанії з великими авансовими витратами почали використовувати ЕВІТДА, тому що цей показник робив їх бізнес більш привабливим, ніж звичайна звітність. ... Це приховування витрат шляхом акцентування уваги інвесторів на ЕВІТДА дозволяє бізнесу виглядати сильніше, ніж якби на нього дивилися через показник реального грошового потоку [15, с. 152]. В цьому і полягає головний недолік показника ЕВІТДА – він не дає повного уявлення про ефективність діяльності підприємства. Так за умов, коли підприємство розширює масштаби діяльності за рахунок нарощування боргового фінансування, може виникнути наступне співвідношення, що

показник EBITDA буде на вкрай високому рівні, але чистого прибутку підприємство взагалі не отримуватиме, тому що більшу частину коштів доведеться виплачувати за обслуговування боргу. Окрім того, у показнику EBITDA не відображуються реальні інвестиції у розширення або оновлення виробничого обладнання, хоча при цьому забезпечується зростання потенціалу для нарощування діяльності підприємства і підвищення її ефективності.

Таким чином, можна дійти висновку, що показник EBITDA вказує на ефективність операційної діяльності підприємства або, іншими словами, на дієвість механізму підприємства, який забезпечується такими складовими, як: виробнича, технологічна, кадрова, фінансова, маркетингова підсистеми тощо, або відображує синергійний ефект від спільної роботи перелічених складових. При цьому інвесторові для обґрунтування рішення про вкладання коштів у конкретний проект слід разом з EBITDA аналізувати розмір чистого прибутку підприємства як потенційного джерела його власних коштів для майбутнього фінансування розвитку бізнесу, а також динаміку чистого прибутку і грошовий потік підприємства.

Вартість підприємства зростатиме лише в такому випадку, якщо підприємство отримує віддачу на інвестований капітал, яка перевищує витрати, пов'язані із залученням капіталу. Зростання показника EVA обумовлює зростання інвестиційної привабливості підприємства. Проте даний показник має певні недоліки, а саме: «чим більш високими темпами зростає бізнес (чим більше прибутку реінвестується), тим більш низьким буде показник EVA. Це пов'язано з тим, що вартість реалізованих інвестицій відображується у показнику використовуваного капіталу, що і призводить до зниження показника EVA» [12, с. 50].

Та незважаючи на вказані недоліки, «показник EVA на сьогоднішній день можна вважати найбільш прийнятним для визначення вартості компанії. Саме в ньому відображується вплив таких факторів, як конкурентоспроможність компанії (в показнику прибутку від основної діяльності після оподаткування), ефективність інвестиційної стратегії (в оцінці альтернативної вартості інвестованого капіталу), грамотність політики фінансування компанії та розподілу прибутку, тобто дивідендна політика (в показнику вартості капіталу) [8, с. 77].

Вважаємо, що перевагами використання показника EVA серед інших аналітичних показників для оцінки ефективності господарської діяльності підприємства є те, що він:

- є більш реалістичним індикатором вартості бізнесу порівняно із грошовим потоком, оскільки враховує не лише кінцевий результат діяльності у вигляді одержаного підприємством прибутку, а й те, який капітал (структура і за якою ціною) було залучено до забезпечення діяльності;
- є більш простим у розумінні / трактуванні, оскільки базується на бухгалтерських показниках;
- більш точно відображує ефективність операційної діяльності, оскільки враховує всі грошові надходження та виплати (на відміну від NPV, який враховує виключно початкові інвестиції та не відображує окремі поточні реінвестиції).

Проте головними недоліками показника EVA вважаємо те, що він:

- є трудомістким показником внаслідок необхідності значних зусиль працівника-аналітика / менеджера щодо обґрунтування переліку коригувань, і, як наслідок, вимагає чітких інструкцій щодо обчислення складових показників EVA;
- є непростим у розрахунку через неможливість отримання фактичних значень окремих коригувань внаслідок невідображення їх у формах бухгалтерської звітності;
- оцінює виключно результативність діяльності у минулому часовому періоді і не прогнозує – у майбутньому часовому періоді;
- є переважно індикатором якості фінансового менеджменту підприємства, що обумовлює необхідність пошуку додаткових показників для оцінки ефективності роботи інших підсистем підприємства.

Очевидно, що з метою забезпечення максимізації показника EVA постає необхідність виявлення факторів росту операційного прибутку та зниження вартості задіяного капіталу.

Крім того, велике значення має прогноз майбутніх значень EVA, зробити який представляється практично неможливим. Більш точно майбутню вартість підприємства можна оцінити за показником ринкової вартості MVA, який заснований на майбутніх значеннях EVA, що очікуються ринком, і дорівнює різниці між ринковою вартістю компанії та інвестованим капіталом. MVA слугує додатковим критерієм для EVA, оскільки інформує керівництво підприємства про те, як саме ринок оцінює перспективи підприємства [12, с. 49]. В. М. Пурлік впевнений, що забезпечення росту ринкової вартості підприємства є основною задачею управління. «Цей ріст буде тим вище, чим більше рентабельність інвестованого капіталу перевищує середньозважену вартість капіталу (ця різниця називається спре-

дом доходності)... Додатне значення спреду свідчить про приріст вартості компанії на величину економічної доданої вартості, створеної за досліджуваний період» [13, с. 122]. Спред прибутковості Spread розраховується за наступною формулою [18, с. 19]:

$$\text{Spread} = \text{ROCE} - \text{WACC}, \quad (4)$$

де ROCE (Rate Of Return On Investors Capital) – рентабельність інвестованого капіталу.

**Висновки.** Підсумовуючи вищевикладене, можна зробити висновок, що показник EVA є доволі прийнятним для об'єктивної оцінки ефективності діяльності підприємства. Якщо управління забезпечує зростання вартості підприємства, то, як наслідок, зростає цінність підприємства для інвесторів, і таким чином розширюються можливості залучення капіталу для розвитку бізнесу, адже цінність бізнесу є показником інвестиційної привабливості підприємства. Хоча значення показника EVA звітного періоду не забезпечує такого ж самого значення в майбутньому, але оцінивши тенденцію зміни показника EVA можна зробити висновок про ефективність управлінських рішень та прогнозувати його значення та майбутні тенденції розвитку.

#### Список використаної літератури

- Blank I. A. Fundamentals of Finance Management. V 2-gh t. – Т. 1. – К: Nika-Tsentr, 1999. – 592 s.
- Blank I. A. Finance Management: Uchebnyy kurs. – 2-e izd., pererab. i dop. – К: El'ga, Nika-Tsentr 2004. – 656 s.
- Cheremushkin S. V. Vzaimosvyaz' mezhdru ekonomicheskoy dobavlennoy stoimost'yu i rinochnoy stoimost'yu kompanii: issledovaniyekritiki pokazatelya EVA // Finansovyy menedzhment. – 2009. – № 4. – S. 106–127.
- EBITDA // Material iz Vikipedii – svobodnoy entsiklopedii [Elektronniy resurs]. – Tochka dostupu <http://ru.wikipedia.org/wiki/EBITDA>
- Gusev A. A. The concept of EVA and evaluation of effectiveness, business activity // Finansovyy menedzhment. – 2005. – № 1. – S. 57–66.
- Korepin D. Yu. The properties of some of the operational analysis tools in the paradigm of EVA // Finansovyy menedzhment. – 2011. – № 2. – S. 48–53.
- Kostyrko L. A. Diagnosis of potential economic and financial stability of the enterprise: Monograph / L. A. Kostyrko. – 2-oe izd., pererab. i dop. – Kh.: Faktor, 2008. – 336 s.
- Kudina M. V. Cost approach to managing the company [Text] / M. V. Kudina // Vestn. Mosk. Un-ta. Ser. 21. Upravlenie (gos-vo i obshch-vo). – 2007. – № 3. – S. 61–81.
- Marshall A. The principles of economics. Prince. II. Some basic concepts. Chap. 4. Income. Capital. [Elektronniy resurs]. – Tochka dostupu: <http://www.ek-lit.narod.ru/mar204.htm>
- Mozenkov O. V., Kalyuzhniy V. V. Ринкова вартість компанії у системі захисту корпоративних прав держави // Finansi Ukraïni. – 2009. – № 2. – S. 82–98.
- Dangers EBITDA // Kontent-izdatel'stvo WebTexts [Elektronniy resurs]. – Tochka dostupu <http://www.texts.com.ua/go/ru/article/ResourceID/7529>
- Purlik V. M. Alternative systems of evaluation of corporate performance [Text] / V. M. Purlik // Vestn. Mosk. Un-ta. Ser. 21. Upravlenie (gos-vo i obshch-vo). – 2007. – № 3. – S. 42–60.
- Purlik V. M. About the models of enterprise-wide visibility and control features of their formation in Russia [Text] / V. M. Purlik // Vestn. Mosk. Un-ta. Ser. 21. Upravlenie (gos-vo i obshch-vo). – 2005. – № 1. – S. 111–129.
- Purlik V. M. The value of a corporate target and indicators to measure it [Text] / V. M. Purlik // Vestn. Mosk. Un-ta. Ser. 21. Upravlenie (gos-vo i obshch-vo). – 2006. – № 2. – S. 63–80.
- Shibileva O. V. Otsenka stoimosti kompanii na osnove pokazatelya EBITDA [Text] / O. V. Shibileva, E. Ponimatkina // Molodoy uchenyy. – 2012. – № 2. – S. 151–153.
- Sitnik P. E. Using the index of economic profit for the construction of the regional rankings Russian public companies // Korporativnyefinansy. – 2008. – № 4 (8). – S. 114–121.
- Vasil'chuk I. V. Assessment of factors affecting the EVA (economic value added): an empirical aspect // Formuvannya rinkovikh vidnosin v Ukraïni. 2010. – № 9 (112). – S. 164–168, S. 165.
- Yangel' D. Model EVA: focus on cost. [Text] / D. Yangel' // Bankovskiy menedzhment. – 2010. – № 10. – S. 17–20.

*Стаття надійшла до редакції 29.04.2013.*

#### Відомості про автора

**А. Ю. Могилова**, кандидат економічних наук, доцент, Дніпропетровський національний університет ім. Олеся Гончара.