

УДК 657:22

Парасій-Вергуненко І.М.

ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені
Вадима Гетьмана»

СУЧАСНІ МОДЕЛІ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ АНАЛІТИЧНОЇ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВИХ СТРАТЕГІЙ КОМПАНІЙ

В статті обґрунтовано основні тенденції розвитку аналізу ефективності фінансових стратегій компанії, виділено методологічні підходи до формування аналітичних моделей, які ґрунтуються на використанні «бухгалтерського» та «економічного» прибутку, визначено основні переваги та недоліки цих моделей.

The basic tendencies of development analysis efficiency of financial strategies of a company are layed out in the article, methodological approaches to the formation of analytical models are determined, which be based on use of «accounting» and «economic» profit, basic advantages and shortcomings of theses models are determined.

В статье обоснованно основные тенденции развития анализа эффективности финансовых стратегий компании, выделены методологические подходы до формирования аналитических моделей, которые основываются на использовании «бухгалтерской» и «экономической» прибыли, определено основные преимущества и недостатки этих моделей.

Постановка проблеми у загальному вигляді і її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями. Формування нової парадигми стратегічного аналізу вимагає від науковців розроблення нового напрямку економічного аналізу – фінансового вимірювання корпоративних стратегій. Проблема полягає в перенесенні стратегічних сценаріїв розвитку компанії на мову «вартості компанії». Іншими словами, завдання полягає в тому, щоб надати стратегічним альтернативам та обраній стратегії кількісну характеристику (оцінку) їх потенційного вкладу у створення вартості як на корпоративному рівні, так і на рівні підрозділів компанії. Вартість власного капіталу до впровадження корпоративної стратегії має бути зіставлена з вартістю компанії, яка може бути змінена в результаті здійснення обраного стратегічного сценарію. Якщо «вартість власного капіталу з урахуванням стратегії» перевищує наявну вартість власного

капіталу, то стратегічний сценарій має позитивний фінансовий ефект у координатах ризику та дохідності.

Останнім часом у практиці західних компаній сформувалися дві групи моделей та показників, що використовуються для аналізу ефективності фінансових стратегій на основі економічного прибутку, на якому ґрунтується оцінка вартості компанії. Перша модель може умовно називатися бухгалтерською, оскільки вона побудована на традиційному для бухгалтерського обліку трактуванні капіталу компанії та результату його використання. Проте відносні показники, побудовані на основі бухгалтерського прибутку, не завжди можуть адекватно характеризувати стратегічну ефективність компанії. Побудова стратегічних цілей та завдань управління в параметрах, що ігнорують ризик та вимоги інвесторів до дохідності, не може задовольняти передусім власників компанії.

На відміну від традиційного бухгалтерського підходу друга аналітична модель може називатися фінансовою, і вона будується відповідно до принципів корпоративних фінансів. Ключовою категорією фінансової моделі компанії є використання так званого «економічного прибутку» для обґрунтування ефективності фінансових стратегій. На думку прихильників такого підходу, економічний прибуток виконує роль індикатора результативності діяльності, на основі якого будується система фінансових моделей та показників. У фінансовій моделі аналізу стратегічної ефективності діяльності компанії цільовим результативним показником є приріст вартості компанії, в якій враховані сумарні потоки грошових коштів та вимоги до дохідності.

Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано вирішення проблеми. Концепція економічного прибутку як критерію та ключового показника оцінки діяльності компанії була започаткована такими вченими, як Е. Едвардс, П. Белл [7], Р. Ентоні [5], у працях яких обґрунтовується необхідність урахування в бухгалтерському обліку витрат на капітал, розрахунку їх розміру для власників компанії на основі альтернативної ставки банківського процента за депозитами та застосування спеціального рахунку витрат на капітал, залученого від власників компанії. Подальший розвиток даної концепції, мав місце в працях багатьох вітчизняних та зарубіжних вчених,

зокрема: І. Бланка, Л. Т. Гіляровської, І.В.Івашковської, Г. Г. Кірейцева, Т. Коупленда, Є. В. Мниха, С.Н.Панєвіної, М. Портера, С. В. Расказова, П. Роуза, Дж. Стерна, Б. Стюарта, К. Уолша. Проте особливості сучасного розвитку соціально-економічних умов функціонування суб'єктів господарювання в Україні накладають відповідний відбиток на методологію аналізу з урахуванням стратегічного вектору досліджень в умовах невизначеності та підвищеного ризику. Багато питань залишилось не вирішеними і дискусійними, спостерігається іноді багато діаметрально протилежні підходи до розуміння основних напрямів удосконалення економічних моделей, що лежать в основі оцінювання ефективності корпоративних стратегій.

Цілі статті. Основними завданнями даної статті є обґрунтування методологічних та методичних підходів до оцінки ефективності фінансових стратегій банку, орієнтованих та прибутковість діяльності компаній, заснованих на концепції економічного прибутку.

Виклад основного матеріалу. Зміна парадигми аналізу ефективності стратегічних рішень компанії, що лежить в основі фінансової моделі, змінює акценти в аналітичних дослідженнях на врахуванні ризику не тільки через оцінювання ставки необхідного рівня прибутковості, а і стійкості до факторів ділового та фінансового ризику. Аналіз економічного прибутку передбачає перспективну, а не ретроспективну оцінку операцій та бізнес-процесів компанії. Теорія «економічного прибутку» лежить в основі сучасних методичних підходів до оцінювання вартості компаній, що використовуються в професійній оціночній діяльності. Поняття економічного прибутку було сформульоване в мікроекономіці задля врахування принципу оцінювання альтернативних витрат або втраченого доходу як бази економічного аналізу в ринковому середовищі.

У свою чергу, у фінансовому підході до оцінювання ефективності фінансових стратегій можна виділити кілька груп моделей, які ґрунтуються на використанні економічного прибутку як центрального показника, що визначає вартість компанії. Одна група моделей побудована на спрощеному підході з використанням даних фінансової звітності і не передбачає внесення змін та коригувань цих даних. Друга група моделей передбачає нові

підходи до трактування капіталу компанії і починає активно привертати увагу спеціалістів зі стратегічного управління.

Модель економічної доданої вартості розроблена у 1982 р. американськими аналітиками Дж. Стерном та Б. Стюартом, і відтоді широко використовується у фінансовому аналізі та проектах з управління вартістю компаній у розвинутих країнах Америки та Європи. Порівняно з класичним варіантом моделі економічного прибутку – залишковим прибутком (RI), економічна дадана вартість (EVA) відрізняється специфічним підходом до аналізу капіталу врахуванням так званих еквівалентів власного капіталу (*equity equivalents, EE*), які враховуються в економічному прибутку. Дане доповнення має принципове значення в стратегічному аналізі й зумовлене необхідністю коригування фінансової звітності як інформаційної бази з метою більш повного відображення ресурсів, на основі яких компанія забезпечує конкурентні переваги через створення стійких потоків грошових коштів. З урахуванням еквівалентів власного капіталу економічна дадана вартість (EVA), розраховується на основі спреда дохідності інвестованого капіталу та його середньозваженої вартості:

$$EVA = \left(\frac{NOPAT_{EE}}{CE_{EE}} - WACC \right) * CE_{EE} = (ROCE_{EE} - WACC) * CE_{EE},$$

де $NOPAT_{EE}$ – прибуток від основної діяльності після вирахування податку на прибуток, розрахований з урахуванням еквівалентів власного капіталу;

CE_{EE} – інвестований капітал, розрахований з урахуванням еквівалентів власного капіталу;

$ROCE_{EE}$ – дохідність інвестованого капіталу, розрахована з урахуванням еквівалентів власного капіталу;

$WACC$ – середньозважена вартість інвестованого капіталу.

Для визначення ключових компонентів моделі в концепції Д.Стерна та Б. Стюарта використовуються два методи: метод фінансування і метод операцій. Основний принцип методу фінансування – визначити величину інвестованого капіталу та прибутку з урахуванням способу фінансування компанії (за структурою пасивів), а відтак, необхідно урахувати поправки до

залученого капіталу та еквіваленти власного капіталу, включаючи стратегічні ресурси та резерви, пов'язані з обліковою політикою компанії. Для визначення обсягу залученого капіталу як елементу інвестованого капіталу, необхідно виключити спонтанні (випадкові) некомерційні зобов'язання, які не можна розглядати як елемент залученого капіталу. Окремо слід проаналізувати невраховані компоненти залученого капіталу, які не містяться в балансі, наприклад, врахувати характер орендних договорів, капіталізувати оперативну оренду, що відображена поза балансом, і в такий спосіб наростити залучений капітал. Скоригований інвестований капітал (CE_{EE}) у цій моделі називається економічною обліковою вартістю (economic book value) інвестованого капіталу.

Щоб скоригувати прибутки, що належать власникам компанії, потрібно врахувати, що еквіваленти власного капіталу є ніщо інше як прихований прибуток акціонерів. Тому зміни в еквівалентах власного капіталу, які виникають за рік (ΔEE), необхідно додати до чистого прибутку ($NOPAT_{EE}$). Таким чином, формула дохідності інвестованого капіталу коригується на потенційні стратегічні ресурси компанії.

$$ROCE = \frac{NI + \text{Interest Expense} \cdot (1 - t) + EE}{CE_{book} + EE} = \frac{NOPAT_{EE}}{CE_{EE}}$$

de NI (net sncjme) – чистий прибуток;

InterestExpense – витрати на виплату процентів;

(ΔEE) – зміна суми еквівалентів власного капіталу;

t- ставка податку на прибуток;

CE_{book} – балансова вартість інвестованого капіталу;

EE – еквіваленти власного капіталу.

Альтернативним підходом до визначення дохідності інвестованого капіталу (CE_{EE}) з поправками є «метод операцій». Головний принцип цього методу полягає у тому, що капітал та результат розглядаються безпосередньо з позицій здійснених протягом відповідного періоду операцій, відображених в активі балансу. Стосовно до капіталу, це означає, що його потрібно розглядати не за джерелами утворення, а з позицій його використання (за структурою активів). За такого підходу весь інвестований капітал за ступенем його участі в операціях

поділяється на оборотний та основний. Коригування прибутку операційним методом передбачає, що зміни в еквівалентах власного капіталу можуть впливати на два ланцюги розрахунку прибутку: собівартість і податки на прибуток. Приріст еквівалентів власного капіталу буде зменшувати собівартість, оскільки він утворюється у зв'язку з капіталізацією витрат, що мають стратегічну природу, і появою додаткових активів замість визнання витрат ресурсів.

Інтегрований показник – ринкова вартість компанії V_{EVA} являє собою суму економічної балансової оцінки існуючих активів (I_{aip}), існуючих можливостей зростання від поточних (aip – *assets in place*) та майбутніх (FP) активів:

$$V_{EVA} = I_{aip} + \sum_t \frac{EVA_{t,aip}}{(1+WACC)^t} + \sum_t \frac{EVA_{t,fp}}{(1+WACC)^t} .$$

Два останніх компонента формули базуються на постатейному прогнозі балансу та допустимих параметрів елементів дерева факторів вартості з урахуванням специфіки конкретної компанії. При обранні напрямів діяльності необхідно обрати варіант з максимальною величиною V_{EVA} .

Альтернативним методом оцінювання ефективності стратегій компанії є метод доданої вартості акціонерного капіталу (SVA), який характеризує приріст вартості акціонерного капіталу. Цей приріст являє собою різницю між вартістю акціонерного капіталу, створеного майбутніми інвестиціями, і вартістю акціонерного капіталу, створеного минулими інвестиціями (у спрощеному вигляді – балансовою вартістю акціонерного капіталу) [3; 4; 9; 10]. Алгоритм розрахунку SVA включає кілька етапів [4, с.13-14].

Не першому етапі при проведенні оцінки минулої діяльності, на базі фінансової звітності виявляють фактори ефективності управління та розраховуються вихідні показники, необхідні для прогнозу чистого грошового потоку (ЧГП) майбутньої діяльності.

На другому етапі в процесі прогнозування здійснюється коригування показників з метою виділення функціонуючих активів та прогнозних статей балансу, оптимізації чистого грошового потоку через управління оподаткуванням, оцінювання ефективності інвестиційних проектів. Визначаються інвестиції в основні засоби і оборотний капітал, потреба у зовнішньому

фінансуванні, внутрішній інвестиційний потенціал компанії, структура капіталу з метою максимізації ЧГП.

Третій етап включає аналіз витрат на капітал (*WACC*) і передбачає вирішення таких завдань:

- пошук, оцінювання та мінімізацію зовнішніх і внутрішніх корпоративних ризиків;
- оцінювання структури капіталу з позиції її оптимальності;
- визначення вартості витрат на власний та залучений капітал;
- пошук факторів мінімізації *WACC*.

Визначення доданої вартості акціонерного капіталу *SVA* здійснюється відніманням від сукупної приведенної вартості чистого грошового потоку, одержаного від основної діяльності, вартості активів, сформованих не за рахунок акціонерного капіталу.

Модель внутрішньої норми дохідності компанії (*cash flow return on investment, CFROITM*) широко використовується у фінансовому стратегічному менеджменті і розглядається як фінансова ставка дохідності інвестованого капіталу, у спрощеному вигляді вона нагадує показник *IRR* [2; 6; 8]. На відміну від *EVA*, *SVA* показником *CFROITM* вимірюється відносний, а не абсолютний дохід компанії по існуючих інвестиціях. Особливість даного показника полягає в тому, що діяльність компанії оцінюється на основі потоків грошових коштів, а не на основі показників нарахованого прибутку. Крім того враховується інвестиційна природа потоків грошових коштів, оскільки вони не просто мають вартість у часі, а й можуть бути негайно інвестовані, тобто їм притаманний інвестиційний ризик. Отже, показник *CFROITM* суттєво відрізняється від бухгалтерських показників рентабельності бізнесу і відбиває результати стратегічних рішень за критерієм динаміки вартості компанії.

У моделі *CFROITM* розглядаються три різні види потоків грошових коштів [2, с.154]:

- валовий інвестиційний потік грошових коштів (*gross cash investment, GCI*) або інвестований капітал за логікою моделі;
- скориговані операційні потоки грошових коштів (*operating cash flow after tax OCFAT*), що відбиває результати від реалізації корпоративної стратегії, або скориговані операційні потоки грошових коштів;

- завершальний (залишковий) потік грошових коштів (*terminal cash flow, TCF*), що виникає від активів, які не підлягають зносу, що ліквідуються після закінчення економічного терміну життя інвестованого капіталу компанії. Оскільки такі активи навіть наприкінці життєвого циклу компанії мають відповідну вартість, то від їх гіпотетичної реалізації виникають додаткові потоки грошових коштів, які і складають залишковий потік.

Базове рівняння моделі $CFROI^{TM}$ побудовано на визначенні дохідності капіталу методом внутрішньої норми дохідності (*IRR*).

$$GCI = \sum_{i=1}^t \frac{OCFAT_i}{(1+CFROI)^i} + \frac{TCF}{(1+CFROI)^t}$$

де *GCI* (*gross cash investment*) – валовий інвестиційний потік грошових коштів;

OCFAT (*operating cash flow*) – скоригований інвестиційний потік грошових коштів;

TCF (*terminal cash flow*) – залишковий потік грошових коштів;

t – тривалість життєвого циклу активів компанії.

Така технологія застосовується в корпоративних фінансах для визначення дохідності інвестицій у фінансові активи (боргові цінні папери), для розрахунку дохідності інвестиційних проектів. Фактично $CFROI^{TM}$ розглядається як дохідність капіталу, яка необхідна для відтворення інвестованого в компанію капіталу.

У концепції $CFROI^{TM}$ дохідність аналізується як функція сукупного капіталу, який включає власний та залучений капітал і розміщений у сукупних активах. Згідно з бухгалтерським підходом, амортизація, що нарахована за довгостроковими активами, розглядається як величина, яка не буде реінвестована, оскільки сама компанія розглядається як діюча і, відповідно, виключається з результатів аналізу. З погляду фінансової моделі компанії результати її діяльності слід розглядати через потоки грошових коштів, які, навпаки, можуть бути реінвестовані та повинні забезпечувати дохідність не нижче витрат на капітал, вкладений в компанію. На думку авторів моделі $CFROI^{TM}$, грошові потоки слід розглядати як результати від використання всього капіталу, сформованого унаслідок впливу грошових коштів. Тому при визначенні величини валового інвестиційного потоку грошових коштів, сума нарахованої за цей період амортизації

додається до залишкової вартості активів, щоб відтворити суму відпливу грошових коштів, що відбулася при їх придбанні.

Другий тип потоків грошових коштів – скоригований інвестиційний потік грошових коштів (*OCFAT*) має бути розрахований як потік, що створюється всім інвестованим капіталом (власним та залученим). Тому він базується на прибутку від основної діяльності, з відповідними коригуваннями. Коригування спрямовані на виключення з розрахунку статей витрат, що мають стратегічну природу, наприклад в інтелектуальний капітал, проте ці вкладення визнаються як звичайні витрати періоду.

Третій вид потоків грошових коштів – залишковий потік *TCF* включає передусім кошти, які можна отримати від реалізації неамортизованих активів наприкінці терміну їх економічної служби, наприклад дохід від реалізації земельних ділянок. Друга частина залишкового потоку грошових коштів – кошти, що вивільнені від інвестицій в оборотний капітал.

Ще одним різновидом моделі економічної дохідності інвестованого капіталу є модель *CROCI* (cash return on capital invested). Вона була розроблена фінансовими аналітиками Deutsche Bank, і за своєю сутністю та методикою розрахунку принципово близька до моделі *CFROITM*. Ставка економічної дохідності в моделі *CROCI* визначається на основі концепції економічного зносу, який на відміну від зносу, нарахованому за бухгалтерськими принципами, визначається як зниження фундаментальної вартості активу. *CROCI* – це ставка, що знаходиться методом *IRR* за умови відшкодування валових інвестицій у компанію (*GCI*) валовими потоками грошових коштів (*GCF*), включаючи залишковий потік останнього року економічного терміну служби сукупного капіталу компанії [6, с.90]. За аналогією з цими моделями валові інвестиції, що включають довгострокові активи, які амортизуються за первісною вартістю, чистий оборотний капітал та довгострокові активи, які не амортизуються, а також всі потоки грошових коштів протягом життєвого циклу капіталу компанії, розраховуються з урахуванням рівня інфляції. Ця модель є важливим доробком до концепції економічного прибутку та змінних, які впливають на відповідні розрахунки. Вона вже активно використовується на практиці портфельними менеджерами в інвестиційній аналітиці.

Висновки. Критичний аналіз розглянутих методик оцінювання ефективності корпоративних стратегій дає підстави для таких висновків. Ураховуючи вимоги сьогодення, в аналітичних розрахунках ефективності корпоративних стратегій акценти все більше переносяться з бухгалтерського прибутку на аналіз економічного прибутку як ключового оціночного показника ефективності фінансових стратегій. Використання зазначених моделей, що ґрунтуються на використанні економічного прибутку, є перспективним напрямом стратегічного аналізу, оскільки більш повно і в іншій площині розкривають ефективність фінансових стратегій, якісно доповнюють традиційний фінансовий аналіз новими показниками та критеріями.

Проте, незважаючи на очевидні переваги економічного прибутку порівняно з бухгалтерським, використання сучасних моделей ефективності управління вартістю компанії в стратегічному аналізі суттєво обмежене внаслідок специфіки умов трансформаційної економіки, якій притаманні високі ризики та нестабільність. Загальним недоліком розглянутих вище методик є суб'єктивізм розрахунків окремих складових моделей (особливо це стосується визначення прогнозних грошових потоків та проведення необхідних коригувань), їх неадаптованість до мінливих умов господарювання та принципів бухгалтерського та податкового обліку. Без відповідних ґрунтовних досліджень та статистичних спостережень на сучасному етапі вкрай важко дати чіткі рекомендації щодо обрання конкретного оцінювання відносно різних стратегій зростання компанії, поточного та майбутнього стану зовнішнього ринкового середовища. Тому, в стратегічному аналізі не втрачають своєї актуальності методики аналітичних досліджень ефективності діяльності суб'єктів господарювання на базі традиційного бухгалтерського прибутку та факторів, що його формують.

Список використаних джерел:

1. Гиляровская Л. Т. Комплексный анализ финансово-экономических результатов деятельности банка и его филиалов / Л. Т. Гиляровская, С. Н. Паневина. – СПб.: Питер, 2003. – 240 с.
2. Ивашковская И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий / И.В.Ивашковская // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – №5. – С. 150-163.
3. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Д. Муррин. – М. : Олимп-Бизнес, 1999. – 576 с.

4. Рассказов С. В. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании / С. В. Рассказов, А. Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 3. – С. 71-80 ; №4. – С. 12-25.
5. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш. – М. : Дело, 2000. – 360 с.
6. Anthony R. Accounting for the Cost of Interest. D.C. Heath, Lexington MA.1975
7. Costantini P. Cash Return on Capital Invested: Ten Years of Investment Analysis with the CROCI Economic Profit Model / Pascal Costantini. – Elsevier, 2006.
8. Edwards E. The Theory and Measurement of Business Income / E. Edwards, P. Bell. – Berkeley : University of California Press, 1961.
9. Madden B. J. The CFROI Valuation Model / B. J. Madden // The Journal of Investing. – 1998. – Spring. – P. 31-44.
10. Rappoport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance / A. Rappoport. – New York : Free Press, 1986. – 224 p.