



УДК 330.138

*О. О. Лісніченко,  
здобувач кафедри економіки підприємств  
Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. Михайла Туган-Барановського, м. Донецьк*

## ЕВОЛЮЦІЯ КРИТЕРІЇВ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

*О. О. Lisnichenko,  
applicant of the Department of economy of enterprises  
of Donetsk national university of economics and trade Named after M.Tugan-Baranovsky, Donetsk*

### THE EVOLUTION OF THE CRITERIA OF COST OF THE ENTERPRISE

*У статті досліджено еволюцію вартісних критеріїв в економічній теорії. Визначені базові тези щодо логіки формування вартісних критеріїв. Сформовані переваги та недоліки застосування вартісних критеріїв в межах розглянутих фундаментальних праць.*

*The evolution of value criteria of economic theory is investigated in article. The basic theses concerning the logic of formation of value criteria are defined. The advantages and disadvantages of application of cost criteria in the framework of the considered fundamental works are formed.*

**Ключові слова:** *вартісні критерії, економічний прибуток, додана вартість, вартість власного капіталу, грошові потоки, капіталізація доходів.*

**Keywords:** *value criteria, economic profits, value added, cost of equity, cash flow, capitalization of income.*

**Постановка проблеми.** Наприкінці ХХ ст. більшість відкритих компаній США та Європи публічно оголосили про те, що основною метою їх діяльності є нарощення вартості для акціонерів. Ті компанії, що змінили свій підхід до бізнесу з точки зору стратегічного бачення вартості, були винагороджені зростанням ринкової капіталізації та збільшенням добробуту власників, робітників та суспільства в цілому. Основний зміст даної управлінської концепції – побудувати систему управління вартістю та результатами таким чином, щоб була можливість постійно контролювати приріст та втрату вартості бізнесу.

В сучасній економічній літературі описані методики та процедури вартісного управління, які досить широко використовуються західними компаніями та визнаються світовим бізнес-товариством як перспективні з точки зору розвитку системи менеджменту підприємства. Однак, не дивлячись на популярність та ефективність вартісної концепції менеджменту на Заході, більшість вітчизняних підприємств не поспішають впроваджувати вартісні принципи управління через бар'єри, що стають на шляху становлення ринкових механізмів господарювання. Використання вартісного управління в практиці національних компаній перешкоджає тіньової структури економіки, концентрації власності, недостатній рівень розвитку фондового ринку, інформаційна непрозорість компаній, порівняно низький рівень якості менеджменту та інші. При цьому недостатня увага до вартості з боку менеджменту компаній обумовлює занижений рівень капіталізації українського ринку, що в свою чергу спричиняє низьку активність вітчизняного і міжнародного капіталу. Ефективна концентрація зусиль на зростанні вартості підприємств сприяє підвищенню ринкової вартості активів, що й обумовлює актуальність впровадження вартісно-орієнтованого управління (VBM). Однією з центральних проблем концепції VBM є визначення вартісних критеріїв і показників, які доцільно використовувати в процесі обґрунтування та прийняття відповідних управлінських рішень.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Методологічні засади сучасних підходів до управління вартістю досліджені в наукових працях таких авторів як Г. Александр, Е. Альтман, Р. Брейлі, Дж. Бейлі, А. Дамодаран, К. Гриффит, М.Д. Гордон, Т. Коллер, Т. Коупленд, С. Майєрс, Г. Марковиц, А. Маршалл, М. Міллер, Ф. Модильяні, Дж. Муррін, Ш. Пратт, Д. Росс, Г. Стюарт, М. Скотт, В. Шарп, Дж. Фишмен, К. Уолш.

Вагомий внесок у розвиток теорії вартісного управління підприємством зроблений вітчизняними та російськими вченими-економістами О. Грязною, В. Григор'євим, І. Єгєревим, Івашковською, О. Козирєвим, Ю. Козирем, М. Кудіною, О. Мендрулом, О. Мних, С. Мордашовим, М. Федотовою та інш.

**Постановка завдання.** Проблематика управління вартістю досить широко досліджена в США і Європі, а вартість підприємства використовується як узагальнюючий в процесі комплексного оцінювання результатів діяльності. Однак варто враховувати, що високий ступінь агрегування критерію призводить до значної замуленості в результаті чого правильна ідентифікація стану може бути упущена. Вартість бізнесу є досить агрегованим показником, тому, для того, щоб використовувати її в якості орієнтира для зацікавлених осіб, методика визначення має бути простою і наочною. Для цього необхідно мати повну інформацію щодо існуючих підходів до визначення VBM-критеріїв, їх модифікації та особливостей використання з метою адекватного та ефективного управління сучасними бізнес-структурами.

**Вклад основного матеріалу.** Тривалий час, протягом розвитку ринкової економіки, максимізація прибутку і оптимальне використання ресурсів залишалася головними завданнями менеджерів і основною метою діяльності підприємства, яке функціонує в умовах конкурентного ринку. При цьому в економічній науці активно розвивалася теорія вартості: трудової вартості, цінності, доданої вартості, подовженої вартості. Всі ці терміни широко відомі більшості фахівців в області економіки. Однак в розпорядженні практиків не було достатніх інструментів для вимірювання вартості і, відповідно, достатніх стимулів для того, щоб використовувати вартість в практиці господарювання підприємств. Тому, в якості цільового орієнтиру довгий час залишався прибуток. Проте з кінця ХІХ ст. і протягом усього ХХ ст. з'являються фундаментальні дослідження (табл.1), які остаточно змінили погляд на сенс існування підприємства.

Початок для досліджень вартості був покладений А.Маршаллом у 1890р., який сформулював поняття економічного прибутку, як такого, що залишається від прибутку підприємця після вирахування відсотка на капітал за поточною ставкою [1]. В результаті було покладено різне тлумачення прибутку в бухгалтерському (практичному) і економічному (теоретичному) розумінні. Пізніше, вже в другій половині ХХ ст. економічний прибуток почали називати доданою вартістю.

Таблиця 1. Еволюція критеріїв вартості в економічній науці

Рік	Автор	Критерій вартості	Переваги	Недоліки
1890	А. Маршалл ( <i>Alfred Marshall</i> )	Економічний прибуток	На відміну від бухгалтерського прибутку враховує альтернативні можливості власного капіталу	Відсутня методика практичного використання
1938	Дж. Уільямс ( <i>John Towner Williams</i> )	Капіталізація доходів	Простота розрахунку Наочність.	Не враховує майбутніх доходів Не підходить для фундаментального аналізу
1958	Ф. Модільяні ( <i>Franco Modigliani</i> ), М. Міллер ( <i>Merton H. Miller</i> )	Майбутній дисконтований грошовий потік (FDCF)	Вартість компанії визначається виключно її майбутніми грошовими доходами Враховані альтернативні можливості капіталу	Вартість бізнесу залежить від якості планування. Не враховано віддалене майбутнє Не враховано асиметрію доходності на ринках капіталу
1962	М. Дж. Гордон ( <i>John Gordon Melton</i> )	FDCF з урахуванням пост-прогнозного періоду	Враховує віддалене майбутнє Спрощує розрахунок вартості для підприємств з постійними темпами зростання.	Вартість бізнесу залежить від якості планування. 1. Не враховано асиметрію доходності на ринках капіталу
80-ті роки XX ст.	Г. Марковиц ( <i>Harry Max Markowitz</i> ), У. Шарп ( <i>William Forsyth Sharpe</i> )	Ставка очікуваного рівня доходності на власний капітал	Враховує асиметрію на ринках доходності капіталу. Представляє собою єдиний критерій для порівняння різних фінансових активів. Виступає інструментом для оцінювання вартості портфеля активів	Має велику кількість припущень. Не враховує фундаментальні особливості бізнесу. Підходить лише для портфельних інвесторів.
1991	Stern Stewart & Co	Економічна додана вартість (EVA)	Існує методика розрахунку показника. Використовує ставку очікуваного рівня доходності на капітал. Може бути використана для оцінювання результатів минулої діяльності.	Має дуже велику кількість корегувань

У 1938 р. Дж. Уільямс сформулював метод капіталізації доходів, як спосіб визначення реальної ринкової вартості фірми. В основу було покладено уявлення про теперішню цінність майбутніх, поки ще не отриманих доходів. Даний метод став використовуватися для приблизного порівняння вартості акцій з потенційними можливостями компанії.

У 1958 р. була опублікована стаття Ф.Модільяні і М.Міллера «Вартість капіталу, фінанси корпорацій і теорія інвестицій», яка стала справжньою сенсацією у науковому співтоваристві, і за оцінкою Асоціації фінансового менеджменту (США 1981) вплинула на практику управління фінансами корпорацій більше, ніж всі раніше опубліковане. Стаття стала фундаментом для подальших досліджень, їх модель дисконтованих грошових потоків покладена в основу сучасної теорії корпоративних фінансів. Пізніше, вже в 1990 р., автори були удостоєні Нобелівської премії. Відповідно до результатів досліджень, вартість фірми визначається виключно її майбутніми доходами і абсолютно не залежить від структури капіталу. У роботі доводилися три теореми, однак подальші дві були всього лише наслідком першої. Цей висновок, відомий нині як теорема Міллера-Модільяні (ММ). «В умовах рівноваги середні витрати фірми на капітал зовсім не залежать від його структури і дорівнюють нормі капіталізації потоку доходів від акцій в даному класі фірм» [2, с.44.] Іншими словами - вартість підприємства не залежить від структури капіталу. Акціонери самі моделюють оптимальний портфель з акцій і облігацій. У підприємства немає потреби вибирати між власним і позиковим капіталом. Однак теорема ММ будується на ряді припущень про досконалість ринків і діє в умовах повної рівноваги. Основна критика моделі полягає в тому, що не розумно нехтувати недосконалістю ринків, тому в реальності переважає різний доступ на ринки приватних та інституційних інвесторів. Вартість залучення позикового капіталу на практиці, як правило, менше, ніж приріст власного капіталу, тому фірми воліють залучати позиковий капітал, при цьому відбувається зниження середньозваженої доходності і збільшення економічного прибутку, що спричиняє зростання вартості підприємства. Не дивлячись на всю критику теорема ММ, її безсумнівна заслуга полягає в тому, що вона стала початком усвідомлення дійсної природи вартості і уможливила розвиток вартісної концепції управління бізнесом.

У 1962 р. М. Дж. Гордон спробував застосувати результати в теорії управління фінансами корпорацій і розробив однойменну модель по визначенню вартості доходів, які будуть отримані в несеяжному проміжку часу, так званому постпрогнозному періоді з постійними темпами зростання [3].

У 80-х роках XX ст. У. Шарп розвинув концепцію Г. Марковица, по структурі інвестиційного портфеля та створили модель оцінювання капітальних активів (відому як CAPM - Capital Asset Pricing Model) [4]. Функціонування даної моделі стало можливим, завдяки багатому досвіду розвитку фондового ринку в США. Модель надала реальний інструмент для оцінювання необхідного рівня прибутковості власного (вкладеного) капіталу та заснована на аналізі статистичної інформації фондового ринку. Так само, як і в моделі Міллера-Модільяні, модель CAPM має ряд припущень, які не мають місце в реальній ситуації, однак її інструменти ефективно працюють на практиці. Формула розрахунку необхідної прибутковості має наступний вигляд: [4, с.159]:

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (1)$$

Де  $R_e$  – очікуваний рівень доходності власного капіталу;  $R_f$  - без ризикова ставка доходності;  $R_m$  – середньоринковий рівень доходності акцій;  $\beta$  -

бета-коефіцієнт, який характеризує систематичний ризик;  $(R_m - R_f)$  - премія за ризик.

У 1991 р. компанією Stern Stewart & Co була розроблена методика розрахунку показника економічного прибутку EVA (Economical Value Added) [5, с.15]. Даний показник став активно використовуватися на практиці багатьма корпораціями США. Інтегрований показник поєднує в собі наочність бухгалтерського прибутку і економічну обґрунтованість витрат на капітал. Економічна прибуток розраховується за формулою (2), з урахуванням безлічі коригувань, основними з них є коректування інвестованого капіталу за його ринковою вартістю, амортизація «Гудвіл», облік відстрочених податків і т.д.

$$EVA = NOPLAT - WACC \times IC \quad (2)$$

Де NOPLAT – чистий операційний прибуток без виплати відсотків, але з урахуванням сплачених податків;  
WACC – середньозважена вартість капіталу;  
IC – величина інвестованого капіталу.

Наслідком використання показника EVA є модель EBO (Edward-Bell-Olson), відповідно до якої вартість бізнесу визначається дисконтуванням надлишкового прибутку. Відмінність даної моделі від інших полягає в тому, що в розрахунку використовується показник чистих активів, тобто модель є певним симбіозом дохідного та витратного методів. Формула розрахунку вартості бізнесу за моделлю EBO визначається наступним чином [6, с.29].

$$V = NA + \sum_i \frac{M \times \bar{x}_{i+1}}{(1+r_e)^i} \quad (3)$$

де V – вартість бізнесу;

NA – чисті активи;

$\bar{x}_{i+1}$  – відхилення прибутку від ринкового рівня;

i – період планування;

$r_e$  – ставка дисконту, що відображає розмір вимог власників;

M – оператор, що позначає математичне сподівання випадкової величини.

Модифікацією цієї моделі є підхід, що базується на дисконтуванні економічного прибутку [7, с. 17], який за своєю природою, дає аналогічні результати методом дисконтованих грошових потоків. Перевага моделі економічного прибутку перед моделлю дисконтованого грошового потоку полягає в тому, що економічний прибуток - це дуже зручний показник, що дає уявлення про результати діяльності компанії у будь-якому окремо взятому році, у той час як вільний грошовий потік не має такої властивості. Наприклад, неможливо простежити за успіхами компанії на основі порівняння її фактичних і прогнозних вільних грошових потоків, тому що величина вільного грошового потоку в будь-якому році визначається вельми довільними інвестиціями в основний та оборотний капітал. Керівники компанії з легкістю можуть на певний час відкласти інвестиції за для того, щоб поліпшити показник вільного грошового потоку в даному році, за рахунок довгострокового створення нової вартості [8, с. 166].

**Висновок.** Вартість підприємства є багатоаспектним явищем. І хоча один критерій – вартість бізнесу – не є досконалим з точки зору інформативності щодо якості та ефективності управління підприємством, на даний момент не існує іншого, який був би в змозі відобразити у єдиному показнику множинність різних факторів, від яких залежить поточний стан та майбутнє бізнесу. Тому серед альтернативних підходів до управління підприємством вартісний, як було доведено, має значні переваги. Саме цей підхід орієнтує бізнес на прирощення вартості підприємств та відображає наскільки ефективно приймалися управлінські рішення та забезпечувалося досягнення стратегічних цілей. Щодо вибору методичного інструментарію в процесі обґрунтування управлінських рішень на основі максимізації вартості бізнесу, то він має формуватися з урахуванням наявності вихідної інформації для здійснення прогнозування вхідних параметрів вартісних моделей, залежно від кінцевої мети та потреб користувачів результатів оцінки, а також з урахуванням можливостей інтерпретації отриманих результатів. Систематизація досвіду та особливостей практичного використання VBM-критеріїв в умовах розвитку національної економіки є перспективним напрямком подальших досліджень.

#### Список використаних джерел.

1. Маршалл А. Принципы экономической науки / А. Маршалл. – М.: «Директмедиа Паблишинг», 2008. – 994 с.
2. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? / Ф. Модильяни, М. Миллер – М.: Дело, 2001. – 272 с.
3. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент / Т.В. Теплова – М.: ГУ ВШЭ, 2000. – 504 с.
4. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – М.: Инфра-М, 2001. – 1028 с.
5. Stewart G. The Quest for Value: a Guide for Senior Managers / G. Stewart – New York: Harper Collins Publishers, 1991.
6. Еггев И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления / И.А. Еггев – М.: Дело, 2003. – 480 с.
7. Penman S.H., Sougiannis T.A. Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation / S.H. Penman, T.A. Sougiannis – California: Haas School of Business, University of California, 1995. – 560 p.
8. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Д. Мурин – М.: Олимп-бизнес, 1999. – 560 с.

Стаття надійшла до редакції 04.07.2013 р.



ТОВ "ДКС Центр"