

*К.Г. Рябікіна, к.е.н.*

## **БУХГАЛТЕРСЬКА ТА ВАРТІСНА МОДЕЛІ ОЦІНЮВАННЯ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ**

У сучасній економічній літературі з певним ступенем умовності виділяють дві аналітичні моделі оцінювання капіталу – бухгалтерську та фінансову (вартісну), ідентифікація яких була зумовлена такими обставинами. У середині ХХ ст. прийняття рішень щодо менеджменту капіталу було побудоване на інформації, яка акумулювалася бухгалтерським обліком. Для внутрішніх господарських та управлінських рішень стандартна бухгалтерська звітність доповнювалася закритою аналітичною інформацією. Поєднання управлінського обліку та фінансового прогнозування дозволяло менеджменту підприємства приймати відповідні рішення. Питання нормування капіталу та його контролю вирішувалися на підставі аналізу минулої динаміки.

Однак з 50-х років ХХ ст. динамічні зміни операційної діяльності, пов'язані з прискореним зростанням нових технологій, швидкими змінами асортименту продукції, послуг, засобів передавання інформації та комунікаційних зв'язків із контрагентами, вихід на світові ринки стали обумовлювати великі потреби в капіталі, які не покривалися внутрішніми джерелами. Фінансовий ринок та його невіддільна складова – фондовий ринок набували прискореного розвитку.

Фінансовий менеджмент, заснований на управлінні фінансовими ресурсами для забезпечення максимізації прибутку

та капіталізації компаній, став активно розвиватися як наукове спрямування, невіддільне від фінансового ринку. Саме в цьому часовому періоді з'являється багато фундаментальних наукових робіт із портфельного та фінансового інвестування. Власник став сприйматися як ринковий інвестор, який не прив'язаний до підприємства моральними зобов'язаннями, і його рішення приймаються на підставі принципу раціональності-достатності одержаного доходу на вкладений капітал. Стратегічні рішення менеджменту приймаються з урахуванням генерування такої віддачі, яка є не меншою, ніж та, якої вимагають інвестори (власники власного та позикового капіталів) на вкладений капітал, а для фінансового менеджменту вагомим стає поняття вартості капіталу (*cost of capital* – витрати на капітал). Зростання попиту на залучення капіталу та зростаючі можливості «торгівлі» ним на фінансових ринках зумовили розуміння важливості інвестиційного погляду на підприємство та актуальність даного дослідження.

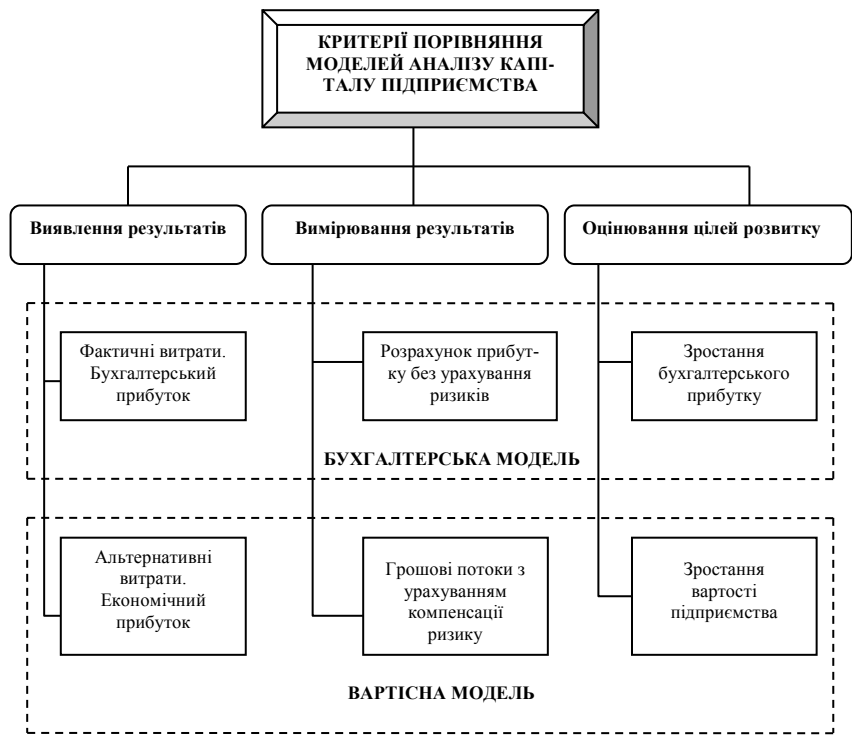
Порівняльну характеристику моделей аналізу капіталу підприємства ґрунтовно досліджено в наукових працях Д. Волкова, І. Івашковської, Т. Теплової, Н. Шевчук [1-4] та ін. Але, незважаючи на достатню кількість розробок у даному напрямі, питання визначення та формування моделі оцінювання капіталу на підприємстві залишаються відкритими для подальшого їх дослідження.

*Метою* статті є порівняння бухгалтерської та вартісної моделей оцінювання капіталу підприємства.

Аналіз наукових праць щодо переваг і недоліків застосування бухгалтерської та вартісної моделей аналізу капіталу дозволив визначити такі принципи положення (рис. 1):

бухгалтерська модель орієнтована на діагностування збалансованості потоків операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, що надає можливість здійснювати контроль за поточними операціями. Такий підхід є виправданим для розв'язання питань руху капіталу в короткостроковому періоді. Недоліки даної моделі – намагання перенести методологію для розв'язання інших – довгострокових завдань, наприклад, обґрунтування доцільності капіталовкладень за альтернативними

варіантами стратегії, оцінювання високоризикових інвестицій тощо. Вартісну модель аналізу капіталу можна інтерпретувати як інвестиційний або ринковий погляд на підприємство, де, в першу чергу, увагу сконцентровано на високому ступені невизначеності результатів вкладення капіталу та на нових можливостях його використання (технологічних, маркетингових, управлінських, фінансових) тощо;



*Рис. 1. Порівняльні аспекти бухгалтерської та вартісної моделей аналізу капіталу підприємства (складено на підставі джерел [3; 5; 6])*

виходячи з порівняння моделей за параметром виявлення результату варто наголосити, що бухгалтерська модель базується на фактичних, або явних, витратах, які є домінуючими на етапі формування та оброблення інформації як у самому обліку,

так і в подальшій логіці аналізу капіталу. Тобто критерій виявлення результату базується на формуванні бухгалтерського прибутку. Вартісній моделі притаманний принцип альтернативних витрат та оцінювання результатів на основі економічного прибутку. Ракурс альтернативних витрат передбачає оцінювання ризику інвестицій, пошук співставних за рівнем ризику альтернатив. Отже, увага концентрується на аналізі інвестиційних ризиків та оцінюванні ставки дохідності, що відображає альтернативні витрати інвесторів;

якщо характеризувати бухгалтерську модель з позицій *формування системи управління капіталом підприємства*, то слід зауважити, що з її контексту повністю випадає аналіз інвестиційних ризиків. Тобто на підставі даних звітності неможливо безпосередньо розрахувати ставку дохідності капіталу, яка б ураховувала альтернативні можливості інвестування. Якщо використовувати лише бухгалтерську модель аналізу капіталу, то неможливим є також порівняння прибутку з інвестиційним ризиком, що, своєю чергою, позбавляє інвесторів інформації щодо рівня достатності прибутку для компенсації ризику. Вартісна модель аналізу базується на дослідженні потоків доданої вартості або вільних коштів. На відміну від бухгалтерського прибутку, дані показники відображають інвестиційні потреби підприємства – інвестиції в оборотний капітал та довгострокові активи, а також є необхідними для оцінювання ділових ризиків та ризиків неплатоспроможності;

особливість бухгалтерської моделі пов'язана з використанням бухгалтерського прибутку не тільки для оперативного управління, але і для *кількісної характеристики цілей розвитку підприємства*. Однак формулювання цілей поза контекстом ризику та вимог інвесторів до рівня дохідності капіталу не може відповідати завданням забезпечення ефективного управління капіталом підприємства. Принципом сучасної вартісної моделі, у якому кількісно відображається мета підприємства, є зростання вартості.

У сучасній економічній літературі [3; 4] основними вимірниками досліджуваних моделей аналізу капіталу називають *ліквідність, ризик та дохідність*. Ліквідність є основою плато-

спроможності підприємства та характеризує його здатність розраховуватися за зобов'язаннями перед власниками капіталу. Практика використання бухгалтерської моделі аналізу капіталу передбачає оцінювання ліквідності з точки зору можливості вчасного погашення боргів за короткостроковими зобов'язаннями (коефіцієнти абсолютної, проміжної та поточної ліквідності) та не враховує тривалих фінансових інтересів інших власників капіталу.

У рамках вартісної моделі під ліквідністю розуміють здатність капіталу генерувати позитивні потоки коштів для його власників, що є стратегічною характеристикою якості капіталу. Показник потоку вільних коштів (*free cash flow to equity, FCFE*) увів в академічний обіг М. Дженсен (*Michael C. Jensen*) [7]. Даний показник характеризує потоки коштів, які залишаються після відображення інвестованого капіталу, необхідного для реалізації стратегії та виплат кредиторам:

$$FCFE = NI + D - \Delta NWC - Cap_{EX} + \Delta ND,$$

де *NI* (*net income*) – чистий прибуток;

*D* (*depreciation*) – витрати на амортизацію;

*ΔNWC* (*net working capital*) – зміни величини чистого оборотного капіталу;

*Cap<sub>EX</sub>* – вкладення капіталу в довгострокові активи;

*ΔND* (*new debt*) – нові вкладення.

*Ризик* у бухгалтерській аналітичній моделі розглядається або з позиції визначення рівня залежності (незалежності) підприємства від зовнішніх інвесторів та кредиторів (коефіцієнти автономії, фінансової незалежності, структури капіталу, перманентного капіталу, довгострокового залучення позикових коштів тощо) або з точки зору достатності власних оборотних коштів для формування запасів підприємства. Як зазначено вище, такий аспект оцінювання не враховує інвестиційних інтересів власників капіталу та не дозволяє оцінити співвідношення ризиків і доходності у процесах кругообігу капіталу.

У вартісній моделі оцінювання капіталу ризик розглядається в аспекті сфер виникнення. Виділяють ділові та фінансові

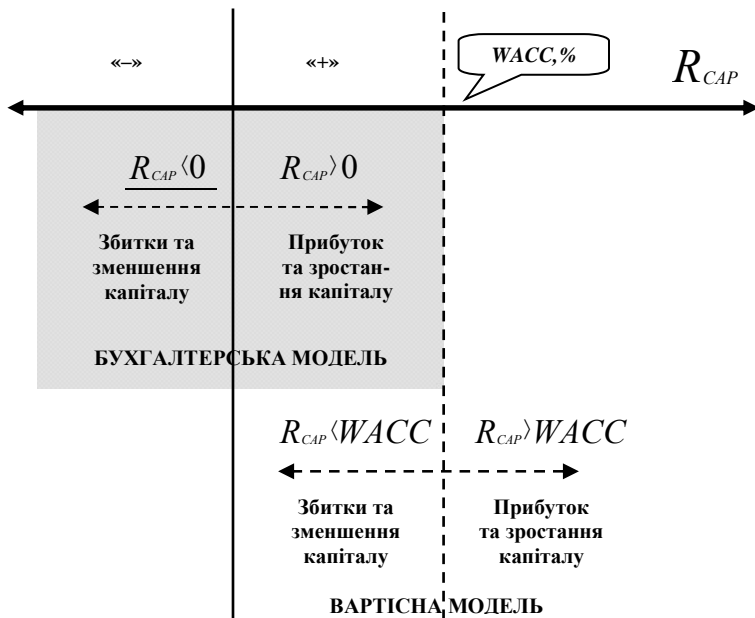
ризика. Ділові ризики пов'язані з комерційними факторами, які охоплюють відносини підприємства з контрагентами (постачальниками, персоналом, клієнтами, конкурентами), та виступають факторами архітектури управлінських процесів прийняття та реалізації рішень у сфері менеджменту капіталу, які І. Івашковська описує терміном «якість управління» [2]. Фінансові ризики характеризують способи фінансування та розрахунків підприємства, акцентуючи увагу на інвестиційній природі капіталу. У подальшому в контексті проблематики дослідження при обґрунтуванні концептуального підходу до визначення та забезпечення ефективності управління капіталом підприємства буде використано накопичений теоретичний і методичний базис.

*Дохідність* традиційно в бухгалтерському погляді на капітал визначається на підставі показників рентабельності, розрахованих за даними фінансової звітності підприємства. У вартісній моделі аналізу рівень дохідності оцінюється з точки зору достатності для бухгалтерських прибутків і забезпечення дохідності власників капіталу, інвестованого у підприємство. Критерій «достатність» у такому контексті варто застосовувати у сфері аналізу й оцінювання ризику. Тобто необхідно проаналізувати вимоги інвесторів – власників капіталу до очікуваного ними рівня дохідності, оцінити вартість, у яку обходиться залучення капіталу з різних джерел (середньозважені витрати на капітал – *weighted average cost of capital, WACC*), а також виконати порівняння з фактичним рівнем дохідності, який генерує функціонуючий капітал. Сутнісну відмінність до визначення дохідності капіталу в межах використання бухгалтерської та вартісної моделей аналізу графічно інтерпретовано на рис. 2.

Як показано на рис. 2, визнання результату як позитивного за критеріями бухгалтерської моделі не співпадає з визнанням у сфері вартісного підходу. Постановка цілей і завдань, вихоплених із контексту ризику та вимог інвестора до рівня дохідності, не може задовольняти, перш за все, власників власного капіталу.

Управління підконтрольними йому (власникові) активами та потоками прибутків, які генерують дані активи, не має сенсу

розглядати поза зоною доходів, які має забезпечувати менеджмент підприємства. Тому вартісна модель аналізу капіталу орієнтована на приріст вартості підприємства.



Умовні позначення:

$R_{CAP}$  – рентабельність капіталу, %.

Рис. 2. Графічна інтерпретація змістовної різниці бухгалтерської та вартісної моделей аналізу капіталу підприємства (складено на підставі узагальнення даних джерел [6; 8; 9])

Посилення залежності від ступеня управлінського впливу на інтелектуальний і соціальний капітал актуалізує проблему ролі зацікавлених осіб (*stakeholders*), зокрема нефінансових стейкхолдерів, у забезпеченні стійкості бізнесу. Визначені тенденції зумовлюють зміщення акценту в аналітичній моделі оцінювання капіталу на динамічні аспекти. Виникає потреба в новому аналітичному інструментарії, що розвиває принципи вар-

тісної моделі відповідно до вимог теорії стратегічного менеджменту та корпоративних фінансів.

Деталізацію змін – трактувань складу інвестованого капіталу та прибутку від основної діяльності – детально представлено в моделі економічної доданої вартості (*Economic Value Added, EVA*), яку розробили у 1982 р. Д. Стерн та Б. Стюарт [10; 11]. Її активно розвивають такі вчені-економісти, як Д. Волков [1], І. Івашковська [12], Т. Теплова [3].

Модель *EVA* характеризується введенням специфічного підходу до аналізу капіталу на основі оцінювання «еквівалентів власного капіталу (*equity equivalents, EE*)»:

$$EVA = (ROCE_{EE} - WACC) \times Cap_{EE},$$

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

$$ROCE_{EE} = \frac{NI + IE \times (1 - r) \pm \Delta EE}{Cap_{book} + EE} = \frac{NOPAT_{EE}}{Cap_{EE}},$$

де  $IE$  – витрати на сплату відсотків за користування позиковим капіталом;

$r$  – ставка податку на прибуток;

$\Delta EE$  – зміна суми еквівалентів власного капіталу;

$Cap_{book}$  – балансова величина капіталу підприємства;

$NOPAT_{EE}$  – величина прибутку від основної діяльності після сплати податку на прибуток і з урахуванням поправок на еквіваленти власного капіталу.

$Cap_{EE}$  – величина капіталу, розрахована з урахуванням еквівалентів власного капіталу.

Інша модель – розрахунок доданої вартості потоку грошових коштів (*CVA*) здійснюється за економічною логікою, яка має такий вигляд:

$$CVA = OCF - OCFD,$$

де  $OCF$  – операційний потік коштів;

$OCFD$  – операційний потік коштів, що являє собою потік анuitетів для покриття стратегічних інвестицій:



$$OCFD = \frac{SI \times r}{1 - \frac{1}{(1+r)^T}},$$

де  $T$  – термін упередження.

Для менеджменту підприємства розрахунок  $OCFD$  є цільовим орієнтиром, необхідним для подолання та забезпечення окупності стратегічних інвестицій.

Удосконалені методи економічного прибутку знайшли відображення в концепціях доданої вартості. Сучасні підприємства при вирішенні стратегічних завдань розвитку та залучення інвестицій, визначенні вартості інвестиційних ресурсів у часі стикаються з питанням вибору моделі оцінювання капіталу з позиції здатності забезпечувати формування вартості на основі конкурентних переваг. Їх порівняння було здійснено за критеріями: складності розрахунку та можливості інтерпретації; очікувань інвесторів; можливості управління через систему факторів впливу; основних переваг та недоліків (див. таблицю).

*Висновки.* На сьогоднішній день визначення правильної моделі оцінювання капіталу на підприємстві має актуальне значення. В організації чи підприємств постає потреба у виборі необхідної моделі визначення природи їх капіталу. Бухгалтерська модель оцінювання капіталу використовується підприємствами для розуміння реальних витрат і доходів підприємств. Концепція економічного прибутку як основа розвитку вартісної моделі аналізу капіталу еволюціонує та набуває нових особливостей, які враховують потреби і тенденції розвитку сучасного бізнесу. Дану концепцію можна використати для оцінювання стратегічних ініціатив та перспектив розвитку підприємства, а також для визначення ефективності управління капіталом підприємства, що особливо актуально в умовах інтеграції України у світові фінансово-економічні зв'язки. Для прийняття рішень щодо забезпечення ефективності управління капіталом важливою є орієнтація не тільки на результуючі показники, але і на свідоме розуміння причинно-наслідкових зв'язків між бухгалтерськими, економічними, фінансовими та соціальними показниками діяльності підприємств.

Порівняльна характеристика сучасних моделей економічного прибутку<sup>1</sup>

1	2	3	4	5	6
Логіка оцінювання	Ступінь складності розрахунку та можливість інтерпретації	Включення очікувань	Можливість управління через систему факторів впливу	Основні переваги моделі	Недоліки
$EVA = (ROCE_{EE} - WACC) \times Cap_{EE}$	Ускладнюється	Включені частково	Високий рівень деталізації на фактори формування вартості	Простота та доступність інтерпретації на всіх управлінських рівнях;	Рішення на основі EVA можуть бути спрямовані на короткострокові вигоди від зниження витрат та використання активів, у яких закінчився термін амортизації;
	необхідно коригувати еквіваленти власного капіталу	на через показник структури капіталу	формувати вартості	як підприємства загалом, так і окремих підрозділів; є індикатором якості управлінських рішень;	більше орієнтована на короткострокову перспективу, ніж на довгострокову; істинна вартість інвестованого капіталу; обмежує кількість інтересів учасників бізнесу; модифікація прибутку та інвестованого капіталу потребує великої кількості коригувань; вихідною базою є інформація минулих періодів

Продовження таблиці

1	2	3	4	5	6
	<b>МОДЕЛЬ РИНКОВОЇ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ (MVA)</b>				
	Неоднозначність у підходах до розрахунку та інтерпретації	Більшою мірою залежить від майбутніх очікуваних результатів	Низький рівень. Агрегований показник, який відображає результати на корпоративному рівні	Виступає очевидним критерієм ринкової ефективності управління капіталом; на максимальному рівні очікування інвесторів; виступає як критерій зростання вартості підприємства	Не враховує альтернативної вартості інвестованого капіталу; не враховує проміжних прибутків акціонерів; неможливо розрахувати на рівні бізнес-одиниці та неакціонерної компанії
	<b>ДОДАНА ВАРТІСТЬ ПОТОКУ ГРОШОВИХ КОШТІВ (CVA)</b>				
	Складність полягає у правильному розумінні та визначенні економічної амортизації	Майбутні очікування включено частково через механізм економічної амортизації	Високий рівень деталізації фактори формування вартості	Ураховано витрати на залучення та обслуговування капіталу; можна розрахувати на рівні стратегічної бізнес-одиниці; інвестиції розподіляються на стратегічні та підтримувальні	Високий ступінь суб'єктивності вихідних даних; складність ідентифікації майбутніх операційних грошових потоків; відбувається співставлення показників, що належать до різних часових періодів; з точки зору прийняття управлінських рішень орієнтований тільки на корпоративний рівень
	<b><math>CVA = OCF - OCFD</math></b>				

Продовження таблиці

1	2	3	4	5	6
<b>ВНУТРІШНЯ НОРМА ДОХІДНОСТІ КАПІТАЛУ (CFROI)</b>					
$GCI = \sum_{i=1}^T \frac{OCFAT_i}{(1 + CFROI)^i} + \frac{TCF}{(1 + CFROI)}$	Складний як з позиції розрахунку, так і з точки зору інтерпретації	Включені	Середній рівень	Ураховує фактор інфляції; ураховується інвестиційна природа потоку коштів; характеризує динаміку вартості підприємства; спирається на стратегічний підхід до аналізу капіталу (при розрахунку враховує термін функціонування активів)	Необхідність ураховання грошових потоків, які генеруються як наявними, так і майбутніми активами; результат визначається не величиною сформованої вартості, а відносним показником; недостатньо враховано дооцінювання інтелектуальних ресурсів
<b>МОДЕЛЬ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ ДІЯ АКЦІОНЕРІВ (SVA)</b>					
$SVA = VC_S - Cap_{book}$	Складний як з позиції розрахунку, так і з точки зору інтерпретації	Включені	Розкладається на систему драйверів	Дозволяє оцінювати ефективність фінансової та інвестиційної стратегії; максимально враховує ринкові фактори впливу на формування вартості	У рамках моделі не розроблено методи: оцінювання темпів зростання компанії; визначення тривалості дохідності капіталу; ураховання нематеріальних активів; ураховує лише інтереси акціонерів; складність прогнозування грошових потоків

Закінчення таблиці

1	2	3	4	5	6
<b>МОДЕЛЬ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ ДЛЯ СТЕЙХОЛДЕРІВ (STVA)</b>					
$RI_i = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{RI_{it}}{(1+r_t)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{I_{it}}{(1+r_t)^t}}$	Складність формалізації вихідної інформації	Включені	Високий рівень деталізації на фактори	Спрямована на врахування інтересів усіх стейкхолдерів; базується на перевагах моделі EVA щодо врахування стратегічно орієнтованих витрат; ураховується альтернативність витрат усіх стейкхолдерів; дозволяє здійснити фінансове вимірювання корпоративної стратегії	Складність аналітичного інструментарію; відсутність чіткої формалізації моделі; потребує вихідної інформаційної бази від аналогічних компаній для здійснення порівнянь; є інформативно лише для стратегічного рівня управління

<sup>1</sup> Складено на підставі джерел [1; 2, 8; 9; 12-15].

Умовні позначення:

*MVA* (*market value added*) – ринкова додана вартість;

*MC* (*market capitalization*) – ринкова капіталізація;

*MVD* (*market value of debt*) – ринкова вартість боргу;

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

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

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

*T* – тривалість економічного терміну функціонування активів;

*STVA* (*stakeholder value added*) – додана вартість для стейкхолдерів;

*SVCA* (*shareholders value added*) – додана вартість для акціонерів;

*VC<sub>S</sub>* (*value of shareholders capital (equity)*) – розрахункова вартість акціонерного капіталу;

*RI<sub>i</sub>* (*residual income index*) – індекс накопичуваного економічного прибутку *i*-го підприємства;

*RI<sub>i,t</sub>* (*residual income*) – економічний прибуток *i*-ї компанії в році *t*;

*I<sub>i,t</sub>* (*investment*) – вкладення в інвестований капітал *i*-ї компанії в році *t*;

*n* – горизонт прогнозування, пов'язаний із володінням підприємством ключовими компетенціями.

Оскільки всі розроблені концепції доданої вартості мають певні обмеження та недоліки, а також ураховуючи те, що галузь вартісних показників є відносно новою сферою економічних знань, доцільно наголосити на комбінуванні досліджених концепцій та формуванні такого набору показників, які б відповідали кінцевій меті оцінювання, наявності об'єктивної вихідної бази та можливості використання при обґрунтуванні відповідних управлінських рішень.

## Література

1. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д.Л. Волков. – СПб.: Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. – 320 с.
2. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И.В. Ивашковская. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 430 с.
3. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т.В. Теплова. – М.: Вершина, 2007. – 272 с.
4. Шевчук Н.В. Теоретичні аспекти зміни моделі оцінки діяльності підприємства / Н.В. Шевчук // Формування ринкової економіки: зб. наук. праць. – К.: КНЕУ, 2007. – Вип. 17. – С. 69-76.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – 1344 с.
6. Швиданенко Г.О. Управління капіталом підприємства: навч. посіб. / Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук. – К.: КНЕУ, 2007. – 440 с.
7. Дженсен М.С. Агентство. Стоимость свободного денежного потока, корпоративных финансов и поглощений / М.С. Дженсен // American Economic Review. – 1986. – Vol. 76. – № 2.
8. Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий / И.В. Ивашковская // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – № 5. – С. 150-163.

9. Ивашковская И.В. Оценка деятельности российских компаний в системе управления стоимостью: возможности модифицированной модели добавленной стоимости потока денежных средств / И.В. Ивашковская, А.И. Запорожский // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – №6. – С. 211–223.

10. Stewart G.B. The Quest for Value. A Guide for Senior Managers / G.B. Stewart. – N.Y.: Harper Business, 1999. – 186 p.

11. Stewart T.A. Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations / T.A. Stewart. – N.Y.: Doubleday, 1997. – 223 p.

12. Ивашковская И.В. Система интегрированного управления стоимостью компании: автореф. дис. ... д.э.н.: 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность)»; 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / И.В. Ивашковская. – М., 2010. – 50 с.

13. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.

14. Кудина М.В. Теория стоимости компании / М.В. Кудина. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 368 с.

15. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємства: навч. посіб. / О.Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2011. – 538 с.

*Надійшла до редакції 12.10.2015 р.*