

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2018-19-196>

УДК 658.14.17

Концепція вартості підприємства в контексті оцінки його фінансового стану

Панасюк О.В.

кандидат економічних наук, доцент кафедри аудиту
та економічного аналізу
Навчально-наукового інституту обліку, аналізу та аудиту
Університету державної фіскальної служби України

Стаття присвячена дослідженню концепції вартості підприємства як нового напрямку здійснення оцінки його фінансового стану. Розглянуто та проаналізовано сутність та принципи застосування таких моделей вартості компанії, як дисконтування грошових потоків, економічної доданої вартості, ринкової доданої вартості та доданої вартості власного капіталу. Обґрунтовано ефективність їх поєднання в контексті здійснення оцінки фінансового стану підприємства у трьох часових категоріях.

Ключові слова: фінансовий стан підприємства, оцінка фінансового стану підприємства, вартість підприємства, дисконтування грошових потоків, економічна додана вартість, ринкова додана вартість, додана вартість власного капіталу.

Панасюк О.В. КОНЦЕПЦИЯ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ В КОНТЕКСТЕ ОЦЕНКИ ЕГО ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ

Статья посвящена исследованию концепции стоимости предприятия как нового направления осуществления оценки его финансового состояния. Рассмотрены и проанализированы сущность и принципы применения таких моделей стоимости компании, как дисконтирование денежных потоков, экономической добавленной стоимости, рыночной добавленной стоимости и добавленной стоимости собственного капитала. Обоснована эффективность их сочетания в контексте осуществления оценки финансового состояния предприятия в трех временных категориях.

Ключевые слова: финансовое состояние предприятия, оценка финансового состояния предприятия, стоимость предприятия, дисконтирование денежных потоков, экономическая добавленная стоимость, рыночная добавленная стоимость, добавленная стоимость собственного капитала.

Panasyuk O.V. CONCEPT OF THE VALUE OF THE ENTERPRISE IN THE CONTEXT OF ASSESSMENT OF ITS FINANCIAL CONDITION

The article is devoted to the study of the concept of the value of the company as a new direction in assessing its financial condition. The essence and principles of using such models of company value as cash flow discounting, economic added value, market value added and value added of equity are considered and analyzed. The efficiency of their combination in the context of evaluating the financial condition of an enterprise in three time categories is substantiated.

Keywords: financial condition, assessment of the financial condition of the company, enterprise value, economic value added, market value added, shareholders value added.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Визначальною умовою ефективного провадження господарської діяльності підприємства є якісна і своєчасна оцінка його фінансового стану, результати якої є передумовою прийняття управлінських рішень щодо розвитку окремих напрямів господарювання та і функціонування підприємства загалом. Адекватність цих рішень буде залежати від обраної моделі оцінки фінансового стану та інтерпретації отриманих результатів. Вибір такої моделі визначається багатьма факторами, серед яких першочергового значення набуває галузева приналежність підприєм-

ства, пріоритети його розвитку, закріплені у фінансовій стратегії, цілі та завдання, які в певний період часу вимагають здійснення об'єктивної оцінки фінансового стану.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значна увага аналізу фінансового стану підприємства та його оцінці приділяється тому, що, з одного боку, він є результатом діяльності підприємства, свідчить про досягнення, а з іншого – визначає передумови розвитку підприємства. Саме тому дослідженню інформаційного та методичного забезпечення оцінки фінансового стану підприємства присвячено праці таких науковців, як О.М. Козлянченко

[1], О.С. Ключник [2], Б.М. Литвин [3], О.Г. Піскунов [4], К.С. Салига [5].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. З огляду на велику кількість наукових здобутків та напрацювань у питаннях методичного забезпечення оцінки фінансового стану підприємства недостатньо систематизованими є моделі організації цього процесу на основі показника вартості підприємства.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою дослідження є систематизація наявного аналітичного інструментарію оцінки фінансового стану підприємства на основі показника вартості підприємства.

Виклад основного матеріалу дослідження. В економічній літературі є безліч методичних підходів до оцінки фінансового стану підприємства. Традиційно в наукових джерелах виділяють методи, які в загальних рисах можна розділити на:

– методи, засновані на аналізі балансу підприємства (горизонтальний, вертикальний, трендовий аналіз, метод фінансових коефіцієнтів);

– евристичні методи, засновані на неформальних, інтуїтивних підходах і узагальненні досвіду вирішення аналогічних завдань і методи експертних оцінок;

– економіко-математичні методи [3].

В усіх зазначених вище методах одним із визначальних показників є прибуток підприємства як основний результат та мета господарської діяльності. Стрімка зміна стратегії управління підприємством поступово зсуває цей показник на другий план. Концепцію максимізації прибутку підприємства (як визначального фактора забезпечення його фінансової стабільності) змінює концепція максимізації вартості компанії (Value-Based Management – VBM). Саме вартісний підхід дає змогу нівелювати суперечності між метою максимізації прибутку та постійним оцінюванням фінансового стану підприємства. Новий підхід визначив необхідність пошуку відповідних вимірників вартості компанії та виявленні факторів її розвитку (Value Drivers) в контексті оцінки її фінансового стану.

Таким чином стратегічний підхід виникнув не як альтернатива традиційному аналізу коефіцієнтів, отриманий на основі фінансової звітності, а як метод поєднання та збалансування всіх показників компанії.

У межах вартісного підходу в контексті оцінки фінансового стану підприємства сформовано велику кількість моделей оцінки бізнесу:

– метод дисконтування грошових потоків (Discounted Cash Flow – DCF);

– метод економічної доданої вартості (Economic Value Added – EVA);

– метод ринкової доданої вартості (Market value added – MVA);

– метод доданої вартості власного капіталу (Shareholders Value Added – SVA) тощо.

Слід зазначити, що перед застосуванням моделей DCF або EVA доцільно розробити та проаналізувати низку оперативних та стратегічних фінансових показників, що носять назву фактора створення вартості. Контроль за такими факторами допомагає уникнути ситуації, за якої досягнення короткострокових фінансових результатів негативно позначається на створенні вартості, тим самим ставлячи під загрозу фінансовий стан компанії.

Розглянемо деякі поширені моделі оцінки вартості підприємства як фактора впливу на фінансовий стан підприємства.

1. Модель дисконтованих вільних грошових потоків (FCFE).

Відповідно до моделі дисконтованих грошових потоків, вартість компанії виступає як величина очікуваного грошового потоку, дисконтованого за ставкою, що враховує ризики. Головна перевага цієї моделі полягає у тому, що вона включає такі показники оцінки фінансового стану підприємства, як інвестиції, ризики та темпи розвитку компанії.

Модель дисконтованого грошового потоку стосовно оцінки вартості компанії трансформується в модель вільних грошових потоків. Вільний грошовий потік – це ті кошти, які фактично належать акціонерам. Цей метод дає змогу обчислити обсяг грошових коштів, які необхідно виплатити акціонерам після покриття потреб у реінвестуванні, та порівняти з величиною виплат акціонерам, що відповідає дійсності [6].

Розрахунки відповідно до моделі FCFE починають із бухгалтерського показника операційного прибутку (EBIT), що трансформується у грошові потоки:

$$FCFE = EBIT(1 - t) + A - \text{Капітальні витрати} - \Delta \text{Оборотний капітал} \quad (1)$$

Визначений грошовий потік дисконтують за ставкою дисконтування, яка визначається як середньозважена вартість капіталу (WACC):

$$\text{Вартість капіталу компанії} = \text{Приведена вартість вільного грошового потоку} + \text{Приведена вартість грошового потоку певного періоду} \quad (2)$$

Для того щоб отримати вартість акціонерного капіталу, з величини дисконтованих грошових потоків необхідно вирахувати:

Нові боргові зобов'язання – Погашення боргу (3)

Так оцінюється фундаментальна вартість власного капіталу компанії. Вартість компанії в цій моделі залежить від темпів зростання та рентабельності інвестованого капіталу (ROI). Якщо компанія вже досягла високих показників рентабельності інвестованого капіталу, то їй значно простіше збільшувати вартість, прискорюючи зростання, аніж підвищувати рентабельність. Якщо ж прибуток компанії не перевищує витрат на капітал, то компанія не здатна створювати вартість за рахунок темпів зростання доки не досягне рентабельності, вищої витрат на капітал. У цій ситуації подальше зростання за незмінного рівня ROI фактично руйнує вартість компанії, ставлячи під загрозу стабільність її фінансового стану.

Таким чином, темпи зростання та рентабельність є інструментом оцінки фінансового стану компанії, який свідчить про реальний стан бізнесу, а також про наявні можливості, які можуть бути використані компанією для нарощення її вартості.

2. Модель економічної доданої вартості (EVA).

Економічна додана вартість – показник дійсного фінансового стану компанії та стратегія, що ініціює створення багатства акціонерів та власне компанії. EVA не є новим методом або концепцією в економіці. Ще у 1990 р. Беннет Стюарт здійснив опис основних принципів та характерних особливостей даного методу, визначивши взаємозв'язок між показником економічної доданої вартості та вартістю ком-

панії [7]. В контексті здійснення оцінки фінансового стану підприємства на основі показника вартості бізнесу здійснюється управління основними підконтрольними зонами (табл. 1).

Такі показники, як собівартість продукції, адміністративні витрати, витрати на збут, податки, інші витрати, рентабельність продажів за чистим прибутком та оборотність інвестованого капіталу, піддаються впливу в процесі операційної діяльності підприємства. Однак для того, що ці фактори вартості можна було застосовувати, необхідно встановити їх підпорядкованість та визначити коло відповідальних осіб за кожний параметр. Формування показника економічної доданої вартості залежить від різних факторів, які можуть бути деталізовані на більш дрібні складові. Наприклад, можна досягти зростання показника EVA за допомогою нарощення доходу від реалізації та скорочення величини витрат шляхом оптимізації поточних витрат, скорочення або ліквідації нерентабельних ділянок виробництва тощо.

Можна виокремити дві основні причини впровадження показника EVA в контексті здійснення оцінки фінансового стану підприємства:

1) потреба у збільшенні кількості інформації про підприємство та необхідність забезпечення фінансового розуміння його бізнес-процесів. Така інформація є основою управлінських рішень, які дають змогу збільшити вартість компанії;

2) метод економічної доданої вартості достатньо легкий для розуміння, що може забезпечити впровадження в організацію «мови» оцінки фінансового стану підприємства.

Для того щоб показник EVA виступав вимірником саме чистого економічного при-

Таблиця 1

Розрахунок показника економічної доданої вартості

EVA									
Варіант 1				Варіант 2					
NOPAT			–	CC	Inv	×	(ROI – WACC)		
Дохід від реалізації	–	Собівартість продукції	–	Inv × WACC	Inv	×	ROI = NOPAT / Inv	–	WACC
		Адміністративні витрати				×			
		Витрати на збут					NOPAT / Дохід	×	Дохід / Inv
		Податки					Рентабельність продажів за чистим прибутком	×	Оборотність інвестованого капіталу
		Інші витрати							

де NOPAT – прибуток після сплати податків; WACC – середньозважена вартість капіталу; Inv – інвестований капітал (вартість активів компанії)

Джерело: складено автором

бутку для власників компанії, недоцільно замінювати прибуток після сплати податків NOPAT результатом операційної діяльності за балансом, а інвестований капітал – величиною активів. Це може привести до того, що у показника EVA будуть виявлятися недоліки традиційних показників рентабельності, саме тому бухгалтерські показники фінансової звітності доцільно переводити в економічні. З цією метою автори моделі EVA визначили перелік правок даних бухгалтерського обліку, які нараховують до 154 статей, але з них передбачається використовувати на практиці лише 10–12. Повний перелік правок – комерційна таємниця.

3. Модель ринкової доданої вартості (MVA).

Цей метод є варіацією методу доданої вартості. Обчислюється як різниця між ринковою вартістю компанії (з урахуванням боргу та власного капіталу) та величиною інвестованого капіталу. У відносному вираженні показник визначається відношенням ринкової капіталізації компанії до величини інвестованого капіталу. Цей метод дає змогу оцінити, як фінансовий ринок сприймає результати компанії порівняно з величиною вкладеного капіталу [7].

Найбільш вдалим є спільне використання методів економічної та ринкової доданої вартості (EVA та MVA). Вони мають стійкий взаємозв'язок, який можна подати таким чином. Вартість бізнесу виступає приведеною вартістю очікуваної в майбутньому економічної доданої вартості і величини інвестованого капіталу. Вона може бути визначена так:

$$\text{Вартість компанії} = PV_{EVA} + Inv \quad (4)$$

або

$$PV_{EVA} = \text{Вартість компанії} - Inv. \quad (5)$$

При цьому ринкова додана вартість розраховується шляхом коригування ринкової вартості на величину інвестованого капіталу:

$$MVA = \text{Ринкова вартість компанії} - Inv. \quad (6)$$

У результаті маємо:

$$PV_{EVA} = MVA. \quad (7)$$

Встановлений взаємозв'язок між EVA та MVA має місце як у теорії, так і на практиці. Причому така кореляція набагато сильніша, аніж зв'язок MVA, наприклад, із показником прибутку на акцію або коефіцієнтом дохідності акціонерного капіталу.

З огляду на те, що ринкова додана вартість являє собою очікувану в майбутньому економічну додану вартість бізнесу, на основі цього показника інвестори можуть визначити мож-

ливість цього бізнесу генерувати дохідність, яка перевищуватиме вартість інвестованого капіталу. Якщо дохідність бізнесу забезпечується на рівні вартості капіталу, то EVA буде нульовою. При цьому не виникне ринкова додана вартість.

У зв'язку з цим MVA може бути застосована менеджерами для цілевизначення так само, як EVA, але тільки в тому разі, якщо у компанії є загально визнана ринкова вартість. Слід зауважити про обмеження у використанні MVA, оскільки цей показник може бути розрахований тільки для компаній, акції яких котируються на фондовій біржі. Крім того, він може бути визначений тільки для бізнесу загалом, але не для окремих стратегічних бізнес-одиниць. Ускладнено використання показника MVA і під час прийняття інвестиційних рішень, коли за різними альтернативами є різні розміри бізнесу й неоднакові періоди.

Є думка про необхідність зіставлення результатів застосування на практиці різних методів у межах вартісної концепції, що буде мати найбільшу інформативність для менеджерів компанії. Вибір вартісної моделі повинен враховувати галузь, сферу діяльності підприємства та можливість її застосування в конкретній ситуації.

4. Модель доданої вартості акціонерного капіталу (SVA).

Цей показник визначається як приріст між двома показниками: вартістю акціонерного капіталу після будь-якої операції та вартістю того ж капіталу до проведення цієї операції. Інколи показник SVA розглядається як приріст між розрахунковою вартістю акціонерного капіталу та балансовою вартістю власного капіталу. Незважаючи на відмінності цих двох варіантів, слід зазначити, що вони засновані на ідеї визначення ринкової вартості акціонерного капіталу. У спрощеному вигляді цей метод схожий на метод FCFE.

Розрахунок SVA здійснюється відповідно до тих самих етапів, що і розрахунок FCFE. На останньому етапі обчислюється безпосередньо SVA:

$$SVA = \text{Розрахункова вартість акціонерного капіталу} - \text{Балансова вартість акціонерного капіталу}. \quad (8)$$

Отже, зазначені вище підходи до оцінки вартості компанії як категорії системи оцінки фінансового стану підприємства не є альтернативами одне одному, адже розширю-

Таблиця 2

Часові категорії здійснення оцінки фінансового стану підприємства

Історичний аналіз фінансового стану	Аналіз поточного стану компанії	Перспективний аналіз фінансового стану
аналіз динаміки показників прибутку, доходів, рентабельності та чистих грошових потоків	аналіз балансових показників відносно минулих результатів діяльності	прогнозування доходів компанії; розроблення продукції та оптимізація витрат
<i>джерела</i> : фінансова звітність минулих періодів	<i>джерела</i> : звітність поточного та минулих періодів	<i>джерела</i> : стратегічні плани та програми

Джерело: складено автором

ють межі та можливості фінансового аналізу компанії. Тому для більш ефективної оцінки фінансового стану підприємства зазначені методи доцільно поєднувати [8].

Теоретичною основою для поєднання підходів у контексті оцінки фінансового стану підприємства може стати ідея [7] про проведення аналізу компанії в трьох часових категоріях (табл. 2).

З метою оцінки фінансового стану підприємства можуть бути використані різні методи. Однак лише поєднання різних моделей та методів оцінки вартості компанії є більш

ефективним у контексті отримання реальної картини фінансового стану підприємства.

Висновки. Таким чином, оцінка фінансового стану підприємства не втрачає своєї актуальності в умовах мінливого зовнішнього середовища, що вимагає нових підходів до організації цього процесу. У контексті зазначеного виникає необхідність використання та поєднання різного роду моделей оцінки вартості компанії у трьох часових періодах з метою отримання найбільш повного та обґрунтованого уявлення про фінансовий стан підприємства.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Козляченко О.М. Інформаційне забезпечення аналізу фінансового стану підприємства при загрозі банкрутства / О.М. Козляченко // Актуальні проблеми економіки. № 10 (112). 2011. С. 182–187.
2. Ключник О.С. Вдосконалення комплексної оцінки фінансового стану підприємства / О.С. Ключник, О.В. Кондратюк // Науковий вісник Рівненського інституту ВНЗ «Відкритий міжнародний університет розвитку людини «Україна» 2010. № 1. С. 120–127.
3. Литвин Б.М. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / Б.М. Литвин, М.В. Стельмах. К.: «Хай-Тек Прес», 2008. 336 с.
4. Піскунов О.Г. Еволюція підходів до комплексної оцінки фінансового стану підприємства / О.Г. Піскунов, Н.Г. Мтеленко, Т.П. Лободзинська // Економічний вісник Національного технічного університету України «Київський політехнічний інститут» 2009. № 6. С. 80–88.
5. Салига К.С. Методичні підходи діагностування фінансового стану підприємства / К.С. Салига // Держава та регіони. Економіка та підприємництво. № 3. 2011. С. 204–210.
6. Business Valuation Management // The Institute of Cost and Works Accountants of India. – Repro India Limited. 2008. 304 p.
7. Macdonald Blair. Business Valuation Guide. URL: <http://www.perthbusinessvaluations.com/2013/BusinessValuationGuide.pdf>
8. Jan Viebig. Equity Valuation // John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester. 2008. 439 p.

REFERENCES:

1. Kozlyanchenko O.M. (2011) Informacijne zabezpechennya analizu finansovogo stanu pidpryyemstva pry zagrozi bankrutstva [Information support for analysis of the financial condition of an enterprise in case of threat of bankruptcy] / O.M. Kozlyachenko // Aktualni problemy ekonomiky. #10 (112). PP. 182–187 (In Ukrainian)
2. Klyuchnyk O.S. (2010) Vdoskonalennya kompleksnoyi ocinky finansovogo stanu pidpryyemstva [Improvement of the comprehensive assessment of the financial state of the enterprise] / O. S. Klyuchnyk, O. V. Kondratyuk // Naukovyj visnyk Rivnenskogo instytutu VNZ «Vidkrytyj mizhnarodnyj universytet rozvytku lyudyny «Ukrayina» # 1. PP. 120–127 (In Ukrainian)
3. Lytvyn B.M. (2008) Finansovyj analiz: navch. posib. [Financial Analysis] / B.M. Lytvyn, M.V. Stelmah. K.: «Haj-Tek Pres». 336 P. (In Ukrainian)

4. Piskunov O.G. (2009) Evolyuciya pidhodiv do kompleksnoyi ocinky finansovogo stanu pidpryemstva [Evolution of Approaches to a Comprehensive Assessment of the Financial Condition of an Enterprise] / O.G. Piskunov, N.G. Mtelenko, T.P. Lobodzynska // Ekonomichnyj visnyk Nacionalnogo tehnicnogo universytetu Ukrayiny «Kyyivskyy politehnicznyj instytut». # 6. PP. 80–88 (In Ukrainian)
5. Salyga K.S. (2011) Metodychni pidhody diagnostuvannya finansovogo stanu pidpryemstva [Methodical Approaches to Diagnosing the Financial Condition of an Enterprise] / K.S. Salyga // Derzhava ta regiony. Ekonomika ta pidpryemnyctvo. #3. PP. 204–210 (In Ukrainian)
6. Business Valuation Management // The Institute of Cost and Works Accountants of India. Repro India Limited. 2008. 304 p.
7. Macdonald Blair. Business Valuation Guide [Online]. URL: <http://www.perthbusinessvaluations.com/2013/BusinessValuationGuide.pdf>
8. Jan Viebig. Equity Valuation // John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester. 2008. 439 p.