

теорії і практики управління. – 2004. – № 6. – С 96–100. 3. Крупка Я. Перспективи бухгалтерської оцінки майна та інвестицій // Вісник Тернопільської академії народного господарства. Випуск 3. Тернопіль: Економічна думка, 2002. – С. 164–166. 4. Валдайцев С.В. Оцінка бізнесу і управління стоїмостю підприємства. – М., 2002. 5. Славінський В.І. Теоретичні аспекти формування та обігу капіталу підприємства // Вісник ДонДУЕТ. – 2004. – №3 (23). – С. 51–60. 6. Фролова Л.В., Никитенко О.О. Теоретико-методологічні основи фінансового управління підприємством // Вісник Дон ДУЕТ. Серія. Економічні науки. – 2004. – №3 (23). – С. 261–271, 7. Коупленд Т., Колер Т., Мурын Д. Стоїмості компаній: оцінка і управління. – М., 2002.

УДК 658.155

А.В. Катаєв, В.С. Лакуста

Національний університет “Львівська політехніка”,  
кафедра менеджменту організацій

## ПРОБЛЕМИ ВИБОРУ КРИТЕРІАЛЬНОГО ПОКАЗНИКА РОЗВИТКУ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИХ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ

© Катаєв А.В., Лакуста В.С., 2006

Розглянута сукупність абсолютних та відносних показників діяльності підприємства та здійснюється оцінка відповідності кожного з них певним умовам. На основі такої оцінки запропоновано використовувати як критеріальний показник "рентабельність власного капіталу за нерозподіленим прибутком" для вартісно-орієнтованих підприємств у галузях із динамічним зростанням, та "рентабельність власного капіталу" – для підприємств, що працюють у стабільних галузях.

The article deals with the group of absolute and relative indices of enterprises. The evaluation of the conformity of each of them to certain conditions is accomplished. On the basis of such evaluation, it is suggested to use as the criterion the ratio of “the return on equity by way of undistributed earning” for the value-oriented companies in the dynamic growth branches and “the return on equity” for the enterprises that work in stable branches.

### Постановка проблеми

Розвиток та поглиблення ринкових відносин в Україні логічно призводить до певної еволюції поглядів власників та топ-менеджерів на цілі, завдання та методи розвитку бізнесу. І все більша кількість, керівників та власників в Україні усвідомлюють, що єдиною стратегічною метою діяльності підприємства є зростання його вартості<sup>1</sup>. Відповідно, логічним стає їхнє бажання "трансформувати" підприємство у вартісно-орієнтоване. Як наслідок – виникає потреба сформувати систему показників, яка б давала змогу планувати, контролювати, аналізувати та оцінювати рух компанії у напрямку збільшення вартості підприємства. Різноманітність показників такої системи та їхня потенційна різноспрямованість вимагають виявлення критеріального показника (критерію), динаміка якого чітко корелювала би з динамікою вартості бізнесу. Складність розв'язування цього завдання посилюється специфічними умовами сучасного етапу розвитку ринкових умов в Україні, і, зокрема, нерозвиненістю фондового ринку.

### Аналіз останніх досліджень і публікацій

Питання вибору та застосування показників оцінки розвитку компанії широко висвітлені як в іноземних, так і у вітчизняних наукових виданнях [див., наприклад, 1–5]. Однак здебільшого розглядають показники, придатні для використання акціонерними товариствами, акції яких представлені на біржі. Можливість практичного застосування таких показників підприємствами інших організаційно-правових форм та акціонерними товариствами в умовах нерозвиненості

<sup>1</sup> Автори розглядають це як аксіому і не планують обґрунтовувати цей постулат у межах цієї статті.

фондового ринку та, відповідно, недосконалості інформаційної бази щодо ситуації на ринку та в окремих галузях, тобто в умовах, характерних для сьогоденної стадії розвитку економіки України, оцінюється недостатньою мірою.

### Постановка цілей

Метою дослідження є аналіз показників, які дають змогу оцінювати різні аспекти розвитку вартісно-орієнтованих компаній, та вибір на цій основі критеріального показника розвитку. Визначальними у виборі критерію мають бути: придатність для планування й контролю діяльності та розвитку підприємства, орієнтованого на зростання вартості бізнесу, та можливість застосування цього критерію в умовах України.

### Виклад основного матеріалу

Усвідомлення необхідності забезпечувати зростання вартості компанії в стратегічному аспекті, зумовлює пошук критерію, який враховував би всі найважливіші чинники зростання вартості компанії та давав би змогу, по-перше, планувати розвиток компанії у зазначеному напрямі; по-друге, оцінювати ефективність управлінських рішень на всіх рівнях ієрархії підприємства з огляду на їхній вплив на фактори зростання вартості; та, зрештою, по-третє, давав би змогу будувати ефективну систему мотивації вартісно-орієнтованого підприємства. Здатність ефективного вирішення цих завдань певним показником може бути покладена в основу вибору критерію.

Зрозуміло, що такий критерій повинен використовуватись у сукупності з системою показників, що допоможе оцінювати різні аспекти розвитку підприємства. Однак потенційно можлива різноспрямованість та взаємосуперечливість показників системи роблять доцільним використання критерію як основи для прийняття зважених стратегічних та тактичних рішень.

Сукупність показників, які можуть використовуватись вартісно-орієнтованими підприємствами в плануванні розвитку, включає відносні та абсолютні показники. До відносних належать: рентабельність інвестицій (ROI); рентабельність інвестованого капіталу (ROIC); рентабельність власного капіталу (ROE); рентабельність власного капіталу за нерозподіленим прибутком (G); чиста теперішня вартість (NPV) тощо. До абсолютних показників належать: капіталізація; економічна додана вартість (EVA); ринкова додана вартість (MVA) та інші<sup>2</sup>.

Очевидно, що формування системи показників та вибір критеріального показника передбачають усвідомлення позитивних рис та недоліків кожного з них, у прив'язці до конкретних умов господарювання в країні.

Аналіз переваг та недоліків цих показників ми почнемо з групи абсолютних показників. Це видається слушним, оскільки за своєю природою (абсолютність вимірювання) їх сприймають як такі, що чіткіше корелюють зі зростанням вартості товариства.

Показник **ринкова капіталізація** визначається як добуток кількості акцій товариства на їхню ринкову ціну. Практично він характеризує вартість, яку могли б отримати власники товариства, якщо б продали свої корпоративні права на товариство, або, інакше кажучи, характеризує ринкову вартість акціонерного капіталу. Зрозуміло, у зв'язку з цим, що зростання капіталізації, безперечно, відповідає інтересам власників товариства. Отже, цей показник міг би розглядатись як ідеальний для планування розвитку вартісно-орієнтованої компанії.

Однак недоліки, притаманні цьому показнику, змушують піддати сумніву попередню тезу. Зазначимо, насамперед, що на ринкову вартість акцій впливає значне коло чинників. Безумовно, на прозорому та ефективному фондовому ринку, учасники якого є достатньо поінформованими для прийняття самостійних зважених рішень, ринкова вартість акцій товариства буде постійно тяжіти до їхньої "внутрішньої" вартості, визначеної з огляду на ефективність діяльності товариства. Але відхилення ринкової вартості (і деколи – істотні) від внутрішньої цілком можливі й залежать від сприйняття ринком перспектив товариства. Відтак коливання ринкової вартості акцій та капіталізації можуть не залежати від дій товариства. З іншого боку, спроба використання цього показника як критеріального та "прив'язка" до нього системи мотивації топ-менеджерів може

<sup>2</sup> В межах статті ми не розглядаємо показники, в основі розрахунку яких є грошові потоки.

орієнтувати їх на прийняття рішень, що забезпечуватимуть зростання капіталізацій у короткотермінових інтервалах часу, усупереч, можливо, стратегічному зростанню.

Крім того, використання показника ринкової капіталізації можливе лише для акціонерних товариств, акції яких котируються на біржі, і обороти за якими є систематичними та значними. Це робить неможливим використання такого показника як для підприємств в інших організаційно-правових формах, так і для акціонерних товариств, не "представлених" на біржі, тобто для переважної більшості АТ України.

Ці недоліки, на жаль, обмежують використання й іншого показника, пов'язаного з капіталізацією – "**ринковою доданою вартістю**" (MVA). MVA може бути визначена, за однією із методик розрахунку, двома подібними способами, які, зрозуміло, дають тотожні результати. Перший: MVA визначається як різниця між ринковою капіталізацією та балансовою вартістю власного капіталу. Другий: MVA розраховують як різницю загальної капіталізації (сума ринкової капіталізації та ринкової вартості боргових зобов'язань) та інвестованого капіталу. **Інвестований капітал** являє собою суму вартості необоротних активів та "чистого робочого капіталу", тобто тієї частини оборотних активів, яка профінансована довгостроковими фінансовими ресурсами.

Показник MVA може бути навіть кориснішим та інформативнішим для планування діяльності товариства та оцінки її результатів. Фактично він характеризує різницю між ринковою вартістю акціонерного капіталу та капіталом, інвестованим у товариство акціонерами. Відповідно, завданням товариства стає не просто збільшення ринкової капіталізації, а забезпечення її зростання більшою мірою ніж зростає власний капітал товариства, що формуватиме позитивну динаміку MVA. Лише у такій ситуації можна вважати, що "відмова" власників від розподілу усього чистого прибутку у вигляді дивідендів та акумулювання нерозподіленого прибутку (який збільшує власний капітал товариства) є виправданими і працюють на інтереси власників.

Однак, повторимо, використання в розрахунку MVA ринкової капіталізації реплікує на "ринкову додану вартість" всі недоліки, притаманні показнику капіталізації.

Наступний з абсолютних показників – "**економічна додана вартість**" (EVA) – є одним з лідерів за популярністю в цій групі показників. Показник "EVA" визначається:

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

або:

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

де NOPAT – net operating profits after taxes – операційний прибуток після оподаткування, але до виплати відсотків за кредитами; WACC – середньозважена вартість інвестованого капіталу; IC – інвестований капітал; ROIC – **рентабельність інвестованого капіталу**:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}. \quad (3)$$

Підкреслимо, що *формально* NOPAT може бути розрахований як ЕВІТ, зменшений на податок на прибуток від всього обсягу ЕВІТ, однак коректне визначення NOPAT дещо складніше, оскільки вимагає істотної кількості корегувань даних фінансової звітності.

Аргументом на користь показника EVA є те, що він прямо корелює зі зростанням вартості компанії та враховує структуру її капіталу. Дійсно, економічний зміст цього показника полягає у тому, що підприємство заробляє додану вартість, а, відтак, працює на збільшення своєї вартості, якщо чистий операційний прибуток цього підприємства (розрахований за припущення, що компанія не використовує платних зобов'язань) перевищує мінімальний рівень виплат за користування капіталом, вкладеним у це підприємство власниками та кредиторами. Цей "мінімальний рівень виплат" включає і відсотки за зобов'язаннями, і мінімально прийнятний для власників рівень прибутковості інвестицій. Або, інакше кажучи, вартість компанії зростатиме, якщо рентабельність інвестованого капіталу (ЕВІТ) перевищує WACC. Абсолютне значення EVA залежатиме як від цього перевищення, так і від суми інвестованого капіталу.

Зазначимо, що EVA дає змогу побачити основні чинники зростання вартості: фактори, які впливають на зростання ЕВІТ, та фактори мінімізації WACC. Крім того, методика розрахунку EVA дає змогу розраховувати його не тільки для підприємства загалом, але й для його підрозділів. Відповідно виникає потенційна можливість будувати на його основі систему мотивування для менеджерів різних рівнів управління.

Разом з тим, використання цього показника може бути спряжене з низкою негативних моментів. Передовсім, від'ємне значення показника EVA на певному відрізку часу (а EVA – завжди "миттєвий знімок") не завжди є критичним. Зокрема, від'ємність EVA може бути наслідком інтенсивного зростання компанії, яка генерує значні прибутки, але потребує для свого розвитку динамічного збільшення інвестованого капіталу. Зрозуміло, що розвиток задля розвитку при постійному зменшенні вартості компанії навряд чи відповідає інтересам власників. І така ситуація упродовж тривалого часу є небажаною. Але вона може бути цілком прийнятною в короткотермінових періодах. Мотивування менеджерів компанії за досягнення певних (позитивних) значень показника EVA може призводити до того, що менеджери будуть в певні моменти штучно пригальмовувати розвиток компанії, не використовуючи, можливості подальшого зростання її вартості. Крім того, проблема побудови системи мотивації на базі EVA може проявлятися не тільки на рівні топ-менеджерів, але й на нижчих щаблях ієрархії. Дійсно, для керівника підрозділу (напрямку бізнесу) впровадження в своєму підрозділі інвестиційних проектів з потенційним рівнем EVA більшим, ніж в середньому в компанії, але нижчим ніж вже досягнутий у підрозділі, стає практично неприйнятним, оскільки негативно впливатиме на "мотивуючий" для цього менеджера показник. Відповідно, проект, корисний для компанії, може бути не реалізовано.

Отже, застосування EVA може призводити до того, що стратегічні пріоритети товариства можуть бути підмінені тактичними завданнями. З огляду на цю проблему значно кориснішим з позицій стратегічного управління є застосування показника "**чиста теперішня вартість**" (NPV), адже NPV дає змогу побачити повноформатну картину розвитку компанії, а EVA змальовує лише короткотерміновий фрагмент цієї картини [див. наприклад 6, с. 224]. Максимізація NPV, навіть за умови від'ємних значень EVA в певні моменти часу є пріоритетнішим завданням, ніж максимізація EVA. З цих міркувань, для стратегічного управління доцільніше використовувати не EVA, а показник MVA, який за економічним змістом є близьким до NPV. Достатньо згадати, що MVA з фінансового погляду являє собою теперішню вартість всіх майбутніх EVA, продисконтованих через WACC [див., наприклад, 1, с. 145, 161]

Зауважимо також, що істотні проблеми застосування EVA в країнах з перехідною економікою, характерною ознакою яких є відсутність фондового ринку, пов'язані з методикою його розрахунку, і, зокрема, розрахунком WACC. Нагадаємо, що WACC розраховується:

$$WACC = \alpha_E \times K_s + \alpha_D \times K_d \times (1 - K_{пп}), \quad (4)$$

де  $\alpha_E$  – частка обсягу власного капіталу товариства (за **ринковою** оцінкою) в загальному обсязі капіталу;  $\alpha_D$  – частка обсягу зобов'язань (за **ринковою** оцінкою) в загальному капіталі товариства;  $K_s$  та  $K_d$  – відповідно, вартість власного капіталу та зобов'язань;  $K_{пп}$  – коефіцієнт податку на прибуток.

Отже, для розрахунку WACC, а відповідно, і EVA, необхідно знати як  $K_s$ , так і ринкову оцінку обсягу власного капіталу<sup>3</sup>. Найпростіший спосіб оцінки власного капіталу – через ринкову капіталізацію – стикатиметься в умовах нерозвиненості ринку з проблемами, про які вже згадувалось. Використання "внутрішньої" (розрахункової) вартості обсягу власного капіталу, наприклад, через визначення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків, вимагає використання достовірної ставки дисконтування. Зазвичай використовують "бажану для власників дохідність" –  $K_s$ . Але розрахунок  $K_s$  в умовах України для більшості товариств також може бути складною (якщо взагалі вирішуваною) справою. "Класично"  $K_s$  розраховують за "моделлю оцінки капітальних активів" як:

<sup>3</sup> Ми використовуємо термін "обсяг власного капіталу", щоб підкреслити відмінність між грошовою оцінкою власного капіталу та вартістю залучення цього капіталу.

$$K_s = r_f + \beta(r_m - r_f), \quad (5)$$

де  $r_f$  – безпечна ставка відсотків;  $r_m$  – середня ставка відсотків на ринку акцій (зазвичай визначають на основі репрезентативного ринкового індексу [див., наприклад: 7, с. 114]);  $\beta$  – коефіцієнт "бета", який характеризує систематичний ризик для цінних паперів компанії.

Якщо значення  $r_f$  та  $r_m$  в умовах України потенційно можна визначити<sup>4</sup>, то визначення  $\beta$ , яка в країнах з розвинутою економікою досліджується, аналізується та оприлюднюється для різних галузей, в українських умовах стає майже нереальною задачею. Звісно, компанії, акціями яких систематично торгують на біржі, можуть самостійно визначити коефіцієнт  $\beta$ , але достовірність такого розрахунку може бути забезпечена лише тривалими спостереженнями за поведінкою акцій товариства на ринку та динамікою фондового індексу.

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)} = \frac{\sigma_i \times \sigma_m \times \rho_{im}}{\sigma_m^2} = \frac{\sigma_i \times \rho_{im}}{\sigma_m}, \quad (6)$$

де  $\sigma_i$  та  $\sigma_m$  – відповідно дисперсія дохідності акцій та ринкового індексу;  $\rho_{im}$  – кореляція між дохідністю акцій та ринковим індексом.

Для тих компаній, акціями яких не торгують на біржі, можна спробувати розрахувати "облікову"  $\beta$  через дисперсію рентабельності активів компанії (ROA) та, наприклад, галузевої ROA [див., наприклад, 3, с. 483]:

$$\beta = \frac{ROA_i \times \rho_{im}}{ROA_m}, \quad (7)$$

де ROA – відношення чистого прибутку до балансової вартості активів підприємства.

Однак і цей спосіб розрахунку  $\beta$  вимагає інформації щодо середньої рентабельності активів в галузі, яку сьогодні в Україні також систематично не досліджують і не оцінюють.

Отже, використання EVA підприємствами України обмежуватиметься складністю коректного визначення "вартості власного капіталу", а єдиним способом "обійти" цю проблему є застосування непрямих (опосередкованих та наближених) методів оцінки вартості власного капіталу або її суб'єктивне оцінювання. Ми не поділяємо погляд, який іноді зустрічається в літературі і згідно з якою EVA може застосовуватись як інтегральний показник в умовах відсутності фондового ринку [див., наприклад, 5, с.132]

Отже, показник EVA, з одного боку, досить чітко може корелювати зі зростанням вартості товариства на коротких відрізках часу; може розраховуватись на різних рівнях товариства; робить наочними основні чинники впливу на вартість товариства – нарощування операційного прибутку та зменшення вартості залучення фінансових ресурсів. З іншого боку, цей показник більш придатний для короткострокового, ніж для стратегічного планування; побудова на його основі системи мотивації для менеджерів різних рівнів управління генеруватиме ризик підміни стратегічних цілей тактичними; специфіка розрахунку EVA дає змогу "повноцінно" застосовувати його лише акціонерними товариствами, в умовах розвинутого фондового ринку. Ефективнішим для стратегічного управління може бути використання MVA (визначеної як теперішня вартість майбутніх EVA) або NPV. До речі, порівняння MVA та NPV, в контексті можливих проблем з точним розрахунком WACC, на нашу думку, свідчить про певну перевагу другого показника, оскільки в розрахунку NPV наближеність визначення WACC впливатиме лише на один параметр – ставку дисконту. Водночас, в розрахунку MVA неточна (наближена) оцінка WACC впливатиме як на ставку дисконту, так і на визначення EVA. Цей двоякий вплив буде односпрямованим. Тобто, наприклад, заниженість WACC буде як збільшувати значення майбутніх EVA (чисельник), так і зменшувати ставку дисконтування (знаменник).

<sup>4</sup> Зокрема для оцінки  $r_m$  можна скористатись українськими фондовими індексами: PFTS Index; УФС index; KP-Dragon Index; SOKRAT Index.

Основними коефіцієнтами групи *відносних показників* є, як зазначалось, рентабельність капіталу (ROI); рентабельність інвестованого капіталу (ROIC); рентабельність власного капіталу (ROE); рентабельність власного капіталу за нерозподіленим прибутком (G).

Показник **рентабельності капіталу** розраховують:

$$ROI = \frac{EBIT}{IC} . \quad (8)$$

Практично, застосування ROI дає змогу оцінити ефективність використання підприємством інвестованого капіталу (обсягу довгострокових фінансових ресурсів, а саме власного капіталу та довгострокових зобов'язань за "балансовою" оцінкою) безвідносно до наявності в його структурі довгострокових зобов'язань та їхньої частки. Дійсно, знаменник формули представлений всім обсягом інвестованого капіталу, незалежно від джерел його формування; чисельник – характеризує результат операційної діяльності, без врахування впливу на нього відсоткових виплат за кредитами та податків. Такий підхід дає змогу порівнювати ефективність діяльності різних підприємств з нівелюванням впливу на цю ефективність фінансового важеля. Він є корисним також для порівняння рентабельності капіталу, досягнутої товариством, з середньогалузевою. Підкреслимо, що подання ROI як добутку рентабельності продажів та оборотності капіталу, демонструє основні шляхи підвищення рентабельності капіталу, до якого повинно прагнути підприємство. Показник "рентабельність капіталу" порівняно легко може бути розрахований для підрозділів компанії. Ця його властивість може бути використана, наприклад, для формування внутрішньофірмових трансфертних цін [див., наприклад: 8, с. 60–62]. Це також дає змогу потенційно використовувати показник ROE для побудови системи мотивації менеджерів на різних рівнях управління. Але зростання вартості компанії буде визначатись не стільки зростанням ROI, скільки збільшенням спреду між ROI та вартістю залучення сукупного капіталу. Відмінність останнього показника від WACC полягає у тому, що для розрахунку вартості залучення сукупного капіталу використовують відсотки за зобов'язаннями без урахування "податкового щита" Але всі проблемні моменти розрахунку цього показника збігаються з окресленими вище проблемами обчислення WACC. Відтак, переважна більшість АТ в Україні та підприємства всіх інших (ніж АТ) організаційно-правових форм стикатимуться з проблемами визначення вартості залучення сукупного капіталу та цього спреду. З іншого боку, мотивування керівників бізнес-одиниць або напрямів за нарощування ROI потенційно створюватиме ті самі загрози, що й при використанні для цих потреб EVA. До того ж ROI в цьому аспекті є менш "прозорим" і складніше сприймається, ніж EVA.

**Рентабельність інвестованого капіталу** є показником, доволі близьким до ROI. Відмінність полягає у тому, що для розрахунку ROIC використовують "очищений" від впливу податків результат від операційної діяльності<sup>5</sup> (див. (3)).

Економічний зміст показника можна сформулювати як оцінку економічної ефективності діяльності підприємства за припущення, що в структурі його капіталу відсутні зобов'язання. Відповідно для підприємства, яке дійсно не використовує платних зобов'язань для фінансування своїх активів значення ROIC буде майже тотожним до значення рентабельності власного капіталу. Близькість показників ROIC та ROI зумовлює майже повне проєціювання позитивів та негативних моментів застосування ROI на ROIC. Важливою відмінністю є лише те, що зростання вартості компанії корелюється зі спредом між ROIC та WACC.

**Рентабельність власного капіталу** характеризує ефективність використання власного капіталу підприємства.

$$ROE = \frac{NI}{E_0} , \quad (9)$$

де NI – чистий прибуток; E<sub>0</sub> – обсяг власного капіталу за балансовою оцінкою на початок періоду.

---

<sup>5</sup> Нагадаємо, що коректний розрахунок NOPAT вимагає численних корегувань даних фінансової звітності і його значення може не збігатися з результатом, отриманим за розрахунком через EBIT.

З огляду на те, що ROE відображає прибутковість інвестицій власників у підприємство, він дає змогу їм оцінити прибутковість як первинних інвестицій у товариство (купівля акцій або часток), так і реінвестиції (нагромадження нерозподілених прибутків). Порівнюючи значення ROE з бажаною прибутковістю інвестицій<sup>6</sup>, власники мають можливість оцінити рівень задоволення своїх очікувань. Використання суб'єктивної оцінки щодо "бажаної прибутковості" у такому разі може бути цілком виправданим, і, як мінімум, не впливатиме на точність розрахунку ROE, а лише визначатиме бажання (небажання) власника й надалі володіти часткою або акціями підприємства.

Позитивною стороною показника "рентабельність власного капіталу" є те, що він інтегрує в собі дію значного кола чинників діяльності підприємства. Так, на відміну від "рентабельності капіталу", ROE враховує вплив структури капіталу та оподаткування на результативність діяльності підприємства, що може бути проілюстровано зв'язком між ROI та ROE:

$$ROE = ROI + (ROI - K_d) \times \frac{D}{E} - \frac{T}{E}, \quad (10)$$

де  $D/E$  – відношення зобов'язань ( $D$ ) до власного капіталу ( $E$ ) за балансовою оцінкою;  $T$  – податок на прибуток.

Іншим класичним свідченням "комплексності" показника "рентабельність власного капіталу" може бути подання ROE за формулою Дюпона. Відповідно, застосування показника ROE дає змогу системно підходити до планування розвитку компанії через вплив на рентабельність продажів, оборотність активів, співвідношення зобов'язань та власного капіталу.

ROE достатньою мірою корелює зі зростанням вартісної оцінки власного капіталу підприємства. Разом з тим, оскільки на рівень ROE можуть істотно впливати структура капіталу підприємства та вартість залучення зобов'язань, можлива ситуація, коли зростання рентабельності власного капіталу супроводжується від'ємними значеннями EVA. Доволі часто така ситуація, як зазначалось, зустрічається у компаній з динамічним ростом, які для фінансування свого розвитку залучають надмірні обсяги кредитів (що може призводити до їхнього подорожчання), не забезпечуючи адекватного зростання рентабельності капіталу. Механізм такого явища описується ефектом фінансового важеля (EFL), формула розрахунку якого може бути отримана певним модифікуванням (10)

$$EFL = (ROI - K_d) \times \frac{D}{E} \times (1 - K_m). \quad (11)$$

Економічним змістом EFL є те, що він показує приріст (зменшення) ROE порівняно з ROIC, зумовлений використанням зобов'язань для фінансування розвитку підприємства. Очевидно, що в ситуації, коли рентабельність капіталу є меншою, ніж ставка відсотків за зобов'язаннями, підприємство "втрачає" частину ROE (навіть за його позитивної динаміки), а, відтак, отримує і зменшення вартості компанії.

З урахуванням EFL ROE може бути так розраховане:

$$ROE = ROIC + EFL. \quad (12)$$

Очевидно, що завдання максимізації ROE повинно доповнюватись умовою досягнення позитивного EFL.

Рентабельність власного капіталу, як зазначалось, оцінює ефективність діяльності підприємства через порівняння чистого прибутку та власного капіталу. Однак лише частина чистого прибутку, а саме нерозподілений прибуток є джерелом нарощування власних фінансових ресурсів підприємства для його подальшого розвитку. У зв'язку з цим інтерес становить показник **рентабельності власного капіталу за нерозподіленим прибутком** ( $G$ ). Економічним змістом цього показника є те, що він дає змогу оцінити (і спланувати) той рівень нарощування обсягів продажу, який підприємство може забезпечувати власними ресурсами.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Як остання може виступати  $K_s$ .

<sup>7</sup> Відтак, іншою назвою коефіцієнта  $g$  є "коефіцієнт забезпеченості стійких темпів зростання".

$$G = b \times ROE = b \times \frac{NI}{R_{ev}} \times \frac{R_{ev}}{A} \times \frac{A}{E}, \quad (13)$$

де  $b$  – коефіцієнт нерозподіленого прибутку, тобто відношення нерозподіленого прибутку до чистого прибутку;  $R_{ev}$  – обсяг продажів продукції;  $A$  – обсяг активів підприємства за балансовою оцінкою.

Очевидно, що  $g$  перебуває під впливом чотирьох груп взаємопов'язаних чинників: рентабельності продажів ( $NI/R_{ev}$ ), оборотності активів ( $R_{ev}/A$ ), мультиплікатора власного капіталу ( $A/E$ ) та коефіцієнта нерозподіленого прибутку ( $b$ ). Перші дві групи відображають вплив на  $g$  операційної діяльності, дві останні групи – вплив фінансової політики. Відповідно забезпечення бажаного рівня  $g$  передбачатиме вплив на підвищення рівня операційної ефективності компанії та (або) коригування політики щодо структури капіталу підприємства та виплат дивідендів. Взаємозалежність цих чотирьох груп чинників детермінує комплексність підходу до планування  $g$ , вимагає, приймаючи управлінські рішення, враховувати практично всі ключові аспекти діяльності підприємства.

Оцінюючи зв'язок динаміки  $g$  зі зростанням вартості компанії, варто враховувати декілька обставин.

По-перше, згадаймо, що для компанії в умовах розвинутого фондового ринку важливим є підтримання певного рівня "чистого прибутку на акцію" (EPS) та намагання нарощувати значення показника "відношення ринкової вартості акції до EPS" (P/E) – індикатора сприйняття ринком перспектив розвитку компанії. Позитивна динаміка цих показників на пряму корелює зі зростанням ринкової вартості компанії. Але ці показники можуть бути подані так<sup>8</sup>:

$$EPS = \frac{D_0 \times (1 + g)}{(1 - b)}, \quad (14)$$

$$P_0 / E = \frac{(1 - b)}{K_s - g}. \quad (15)$$

Розрахунок обох показників, як бачимо, базується на врахуванні значень  $g$  та  $b$ . Збільшення EPS та P/E зумовлене зростанням  $g$  та (або) зменшенням  $b$ . Тобто нарощування  $g$  необхідно передовсім досягати за рахунок росту ROE.

По-друге, як зазначалось, на ефективному ринку ринкова вартість акцій тяжіє до її "внутрішньої" вартості. Відповідно, збільшення внутрішньої вартості акцій впливає на зростання значення такого показника оцінки вартості компанії, як "ринкова капіталізація". Своєю чергою, внутрішня вартість акції визначається:

$$P^{вн} = \frac{D_1}{K_s - g} = \frac{D_0 \times (1 + g)}{K_s - g}. \quad (16)$$

Отже, і зростання внутрішньої вартості акції безпосередньо залежить від збільшення  $g$ .

Отже, зростання  $g$  цілком відповідає інтересам власників, впливаючи на зростання вартості компанії. Підкреслимо, що цей висновок залишається коректним для підприємств, незалежно від їхньої організаційно-правової форми та ступеня розвиненості фондового ринку. Додатковим підтвердженням цього може бути, наприклад, те, що в розрахунку внутрішньої вартості компанії дисконтуванням майбутніх грошових потоків, обов'язково враховують дві частини грошових потоків. Перша – грошові потоки в роки, які прогноуються безпосередньо (зазвичай – до п'яти років), та друга частина – грошові потоки наступних за цим періодом років – так звана "terminal value" грошового потоку, [див., наприклад, 2, с. 47]. А цю вартість визначають з огляду на планові темпи зростання продажів, тобто через коефіцієнт  $g$ .

<sup>8</sup> Зауважимо, що попри нібито достатню суб'єктивність "сприйняття ринком перспектив компанії", на ефективному ринку (і за відсутності спекулятивних впливів) P/E досить чітко визначається об'єктивними параметрами розвитку товариства.

У плануванні  $g$  доречним, на нашу думку, є його подання через фінансовий важіль:

$$g = b \times (\text{ROIC} \times (\text{ROI} - K_d) \times \frac{D}{E} \times (1 - K_{\text{м}})), \quad (17)$$

Ця форма розрахунку пов'язує  $g$  з таким показником як ROIC і ROI та у певний спосіб дає змогу запобігти ситуації, за якої зростання  $g$  супроводжується негативними змінами структури капіталу та вартості залучення зобов'язань, в результаті чого компонент "ROI-K<sub>d</sub>" може стати від'ємним.

Крім того, зазначена форма розрахунку дає змогу застосовувати  $g$  для планування і оцінки діяльності підрозділів, напрямів, продуктових ліній. Необхідно лише замінити ROIC та ROI підприємства на рентабельність капіталу та рентабельність інвестованого капіталу структурних одиниць підприємства. Відповідно, прийнятною може бути прив'язка певних мотиваційних заходів для керівників цих підрозділів до досягнення певного рівня  $g$ .

Значний рівень стабільного зростання, досягнутий у певному році, не означає, що цього рівня можна досягти і в довгостроковій перспективі. Однак ми не погоджуємось з твердженням, що, з огляду на цю обставину, варто розглядати  $g$  як "однорічний" показник [див., наприклад, 9, с. 270]. Безперечно, зміна будь-якого з параметрів, які впливають на рівень забезпеченості стійких темпів зростання, призводитиме до зміни  $g$ . Але це не означає неможливості планування рентабельності власного капіталу за нерозподіленим прибутком на тривалий період, як сукупності "річних"  $g$ . Планування  $g$  для певного року може здійснюватись через оцінку планового (прийнятного і бажаного для власників) рівня ROE для цього року. Щоправда, у такій ситуації, некоректно розраховувати  $g$  для як добуток планових  $b$  та ROE. Адже на стійкі темпи зростання в році  $t$  впливатимуть і зміни, акумульовані упродовж попередніх років [див., наприклад: 4, с. 133].

Визначати  $g$  для року  $t$  через планове ROE доцільно так:

$$g_t = (E_{t-1} \times (\text{ROE}_t - \text{ROE}_{t-1}) / \text{NI}_{t-1}) + b \times \text{ROE}_t, \quad (18)$$

Компонент в дужках формули враховує вплив на  $g$  різниці темпів збільшення чистого прибутку в період "t-1; t" та власного капіталу в період "t-2; t-1".

Отже, показник рентабельності власного капіталу за нерозподіленим прибутком тісно пов'язаний з вартістю компанії; може бути розрахованим для підприємств будь-якої організаційно-правової форми; є інтегрувальним результатом дії основних чинників розвитку підприємства; може бути визначеним не тільки на рівні компанії загалом, але й для її підрозділів. Це, на нашу думку, дає змогу успішно використовувати його для тактичного та стратегічного управління як критеріального показника.

Варто зазначити, що такий підхід має сенс для компаній, які працюють на ринках (у галузях), що динамічно зростають, і, особливо, для тих з них, які займають значну частину на ринку (компаній-"зірок" – в термінології матриці БКГ). Саме для таких компаній характерним є те, що їхні планові темпи зростання перевищують досягнутий рівень забезпеченості стійких темпів росту, і, відповідно, намагання "зірок" підвищити рентабельності власного капіталу є цілком природним.

Для компаній, які працюють на стабільному ринку, типовішою є ситуація, коли бажані темпи росту є нижчими, ніж досягнутий рівень  $g$ . Фактично вони генерують "надлишкові" грошові потоки. У цій ситуації максимізація  $g$  є недоцільною. Навпаки, компанія свідомо може зменшувати його, зокрема, розподіляючи у вигляді дивідендів переважну частину прибутку. Для цих підприємств логічніше як критерій використовувати показник рентабельності власного капіталу.

Зрозуміло, що критеріальний показник повинен доповнюватись системою показників. Як елементи такої системи можуть використовуватись всі показники з проаналізованих вище. Найвагомішими мають бути: "чиста теперішня вартість" та "ефект фінансового важеля". Фактично на основі критерію (цільової функції) та цих двох показників (обмежень) можна формувати певну модель розвитку вартісно-орієнтованої компанії.

Застосування такої моделі даватиме змогу підприємствам формувати тактичні та стратегічні цілі, спрямовані на нарощування вартості компанії, та оцінювати ефективність діяльності компанії та результативність управлінських рішень.

### **Висновки**

Все більша кількість керівників і власників підприємств в Україні усвідомлюють, що стратегічною метою діяльності підприємства є зростання його вартості. Для таких вартісно-орієнтованих підприємств важливим стає вибір критеріального показника. Цей показник повинен тісно корелювати зі зростанням вартості компанії в стратегічному аспекті та "проявляти" основні чинники такого зростання. Бажаною є також можливість застосування цього показника на різних рівнях управління компанією. Додатковою вимогою для такого показника в умовах України, з притаманною сьогоднішній стадії її розвитку нерозвиненістю фондового ринку та його інфраструктури, є можливість порівняно простого та коректного розрахунку. Розгляд певної сукупності показників та оцінка їхньої відповідності наведеним вище вимогам, показує, що ідеального показника не існує. Кожен з них має певні позитивні властивості, але й більш чи менш вагомі недоліки. Разом з тим, доцільним видається використання українськими вартісно-орієнтованими підприємствами як критерію одного з двох показників: "рентабельність власного капіталу за нерозподіленим прибутком" та "рентабельність власного капіталу". Перший з них доцільно використовувати компаніям, які працюють в галузях (на ринках), що динамічно зростають. Другий – підприємствам, які працюють у стабільних галузях (ринках). Незаперечною є необхідність застосування спільно з критерієм системи показників розвитку підприємства, що допоможе нівелювати недоліки окремих показників та забезпечуватиме максимально комплексний підхід до нарощування вартості компанії як запоруки зростання добробуту її власників, а, зрештою, і зміцнення економіки країни.

### **Перспективи подальших досліджень**

Напрямом подальших досліджень буде деталізація контуру системи показників, та формування, на основі критерію та цієї системи, економіко-математичної моделі розвитку вартісно-орієнтованих підприємств. Застосування такої моделі дає змогу зазначеним підприємствам цілеспрямовано планувати зростання вартості бізнесу та оцінювати досягнуті результати.

1. Дигер Х., Хунгенберг Х. *Стоимостно-ориентированные концепции контроллинга.* – М., 2005. 2. Феррис К., Пешего Б. *Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении.* – М., 2003. 3. Бригхэм Ю., Эрхардт М. *Финансовый менеджмент.* – СПб., 2005. 4. Damodaran A. *Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any assets.* "John Willey & Sons", 1996. 5. Савчук В.П. *Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент.* – Л., 2005. 6. Колб Р., Родригес Р. *Финансовый менеджмент.* – М., 2001. 7. *Економічний ризик: ігрові моделі / Під ред. В.В. Вітлінського.* – К., 2002. 8. В. Савчук В., Троян І. *Трансфертне ценооб-разование / Финансовый директор.* – 2006. – №2. – С. 58–62. 9. Ван Хорн Дж., Вахович Д. (мл.) *Основы финансового менеджмента.* – М., 2003.