

Фінансові новації в оцінюванні капіталізації підприємства

Капіталізація є одним з найбільш популярних критеріїв оцінювання успішності функціонування бізнесу, адже широко характеризує існуючий потенціал підприємства, можливості та перспективи його використання. Стаття присвячена визначенню особливостей оцінювання капіталізації на основі концепції фундаментальної вартості підприємства. В основу дослідження закладено розширений зміст капіталізації підприємства, що дозволило аргументувати доцільність зміщення аналітичного фокусу з процесів формування капіталу на його здатність забезпечувати створення та зростання потоків цінності. Традиційна фінансова проблематика досліджень оцінювання капіталізації підприємства розглядається в аспекті ринкової вартості, що характеризує підприємство переважно як об'єкт інвестиційного інтересу суб'єктів фінансово-економічних відносин. Враховуючи двоїсту вартісну природу підприємства фокус дослідження зміщено в аспект організаційної здатності забезпечувати формування та прирощення цінності, що з фінансової точки зору вимірюється на основі модифікованих моделей економічного прибутку. Результати узагальнення практичного досвіду використання таких моделей свідчать про їх високий рівень інформативності та адекватності, а високий рівень факторної інтерпретації забезпечує реалізацію можливостей здійснення постійного моніторингу критичних точок, що інформують про динаміку формування/руйнування вартості. Обмеження використання модифікованих моделей економічного прибутку у процесах оцінювання капіталізації на основі фундаментальної вартості не є критичними з точки зору аналізу капіталотворення, що дозволяє їх рекомендувати до відповідного практичного використання. Визначено, що оцінювання капіталізації на основі фундаментальної, а не ринкової вартості принципово змінює фокус управлінської бізнес-аналітики, з акцентом на оцінювання організаційної здатності забезпечувати фінансово-економічні результати. Дієвими аналітичними інструментами такого оцінювання визначено модифіковані моделі економічного прибутку.

Ключові слова: капіталізація, фундаментальна вартість, економічний прибуток, додана вартість, грошові потоки.

DOI [https://doi.org/10.33146/2307-9878-2019-3\(85\)-95-99](https://doi.org/10.33146/2307-9878-2019-3(85)-95-99)

O. V. MELNYK

(Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine)

Financial Innovation for Assessing the Enterprise Capitalization

Capitalization is one of the most popular criteria for assessing the success of the functioning and development of a business, because it widely characterizes the existing potential of an enterprise, the possibilities and prospects of its use. The article is devoted to determining the features of capitalization valuation based on the concept of the enterprise fundamental value. The research is based on the expanded content of the enterprise capitalization, which make it possible to argue the expediency of shifting the analytical focus from the processes of capital formation to its ability to provide the creation and growth of value flows. Traditional financial issues of enterprise capital appreciation are considered in the aspect of market value, which characterizes the enterprise mainly as an object of investment interest of subjects of financial and economic relations. Taking into account the dual value nature of the enterprise, the focus of the study has shifted to an organizational capacity to provide value formation and value, which is measured from a financial point of view on the basis of modified models of economic profit. The results of generalizing the practical experience of using such models testify to their high level of informativeness and adequacy, and high level of factor interpretation provides the possibility of continuous monitoring of critical points informing the dynamics of formation / destruction of value. Restrictions on the use of modified models of economic profit in the processes of capitalization based on fundamental value are not critical from the point of view of capital formation analysis. So, modified models of economic profit can be recommended for appropriate practical use. It was determined that capitalization based on fundamental rather than market value fundamentally changes the focus of management business analytics. In particular

* Мельник Оксана Володимирівна, доцент кафедри економічної теорії Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана (м. Київ), кандидат економічних наук, доцент.

emphasis is placed on evaluating organizational capacity to deliver financial and economic results. Modified models of economic profit have been identified as effective analytical tools for such assessment.

Keywords: capitalization, fundamental value, economic profit, value added, cash flows.

Постановка проблеми Капіталізація стає одним з найбільш популярних критеріїв оцінювання успішності функціонування та розвитку бізнесу, адже багатоаспектно характеризує існуючий потенціал підприємства, реальні можливості та перспективи його використання. І науковці, і практики наголошують на тому, що об'єктивність та інформативність критерію капіталізації забезпечується тим, що в основу його формалізації закладається ринкова вартість, яка є об'єктивною характеристикою, якою ринок наділяє підприємство як потенційний об'єкт інвестування.

В основу параметризації та оцінювання визначення капіталізації традиційно закладають методи розрахунку ринкової вартості підприємства, не фокусуючись на тому, що у переважній більшості дані методи базуються на вихідній інформації підприємства внутрішнього характеру. Відповідно виникає низка питань щодо уточнення видів вартості, які доцільно закладати в основу формалізації капіталізації, актуалізується потреба обґрунтування вибору методів, на основі яких здійснюються відповідні розрахунки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Проблематика оцінювання капіталізації на основі розрахунку ринкової вартості підприємства досить широко представлена як у публікаціях зарубіжних (А. Бухвалова, Д. Волкова, М. Дедкова, І. Івашковська, Т. Малова, Т. Теплова, Г. Хотинська, Дж. Крамер, Г. Пушнер), так і вітчизняних (І. Булесв, Н. Брюховецька, М. Козоріз, О. Мендрула, А. Турило) вчених. При цьому, досить поширеною стає точка зору щодо необхідності здійснення відповідних оцінювань на основі інших видів вартості з використанням сучасних аналітичних моделей, що описані у теорії вартісно-орієнтованого управління (*Value Based Management, VBM*). У такому аспекті дана проблематика досліджують такі зарубіжні вчені як Г. Арнольд, Р. Брейлі, Ю. Брігхем, Дж. Ван Хорн, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррін; серед науковців пострадянського простору І. Астраханцева, Д. Волков, І. Івашковська, Т. Теплова, М. Кудіна, О. Олексюк, П. Ситник, Ю. Цемашко, Н. Шевчук.

Аналітичні новації в оцінювання капіталізації пов'язані з одного боку, з її більш широким змістовним трактуванням, яке відображає її сутнісну природу за сучасних умов господарювання підприємства, з іншого – з цільовою спрямованістю процесу оцінювання. Якщо говорити про капіталізацію як критерій ефективності управління підприємством, то є сенс розглядати її з точки зору факторів впливу на результати капіталотворення, які є підконтрольними менеджменту. У такому випадку мова йде про внутрішнє оцінювання капіталізації аспектів підприємства як суб'єкта економічних відносин, що характеризується здатністю формувати та природоувати цінність. Відповідно, логічно

говорити про оцінювання капіталізації підприємства на основі фундаментальної вартості, що є новим зрізом дослідження даної проблематики.

У зв'язку з цим, **метою статті** є обґрунтування вибору методів, на основі яких здійснюються відповідні оцінки, а також аналітичних моделей, які закладаються в основу факторної інтерпретації результатів капіталотворення.

Виклад основного матеріалу. Традиційно в економічних наукових дослідженнях аналітична проблематика капіталізації розглядається у таких аспектах: бухгалтерському, тобто з точки зору результатів фінансово-господарської діяльності, що ініціюються з боку джерел фінансування, тобто пасиву балансу; фінансовому, як процесу перетворення фінансових ресурсів на прибуток (традиційний підхід) або вартість підприємства (вартісний підхід); економічний, як перетворення можливостей зовнішнього середовища на потоки цінності (стратегічно-орієнтований підхід). Так як ціннісна проблематика є порівняно більш широкою ніж вартісна⁵, то відповідно актуалізується дослідження капіталотворення не тільки з точки того, що підприємство виступає потенційним об'єктом вкладення капіталу та характеризується ринковою вартістю, але і є суб'єктом економічних відносин, тобто виробником цінності для усіх стейкхолдерів, що проявляється у його фундаментальній вартості.

Оцінювання капіталізації на основі фундаментальної вартості передбачає окреслення результуючої складової даного процесу, яка може бути представлена двома елементами: вартістю наявних ресурсів, що задіяні у процесах капіталотворення та величиною новоствореної вартості (доданої вартості), що формують дані ресурси у процесах капіталотворення (рис. 1).

Щодо вартості ресурсів, як результату процесів капіталізації, то традиційно даний аспект формалізується у вигляді балансової вартості чистих активів (витратний підхід). При цьому, з економічної точки зору, цілком зрозуміло, що даний підхід недооцінює існуючий потенціал підприємства, ігноруючи ціннісний аспект його нематеріальної складової. Однак даний недолік частково компенсується тим, що друга складова фундаментальної вартості – новостворена (додана) є узагальнюючою характеристикою здатності потенціалу формувати та пропонувати цінність, а сама організаційна здатність виступає нематеріальною складовою ресурсного потенціалу підприємства.

⁵ Автор дотримується наукової позиції відповідно до якої вартість (ціна/витрати) є одним із елементів тернарної інваріантної структури економічної цінності (корисність ↔ вартість ↔ значимість змісту).

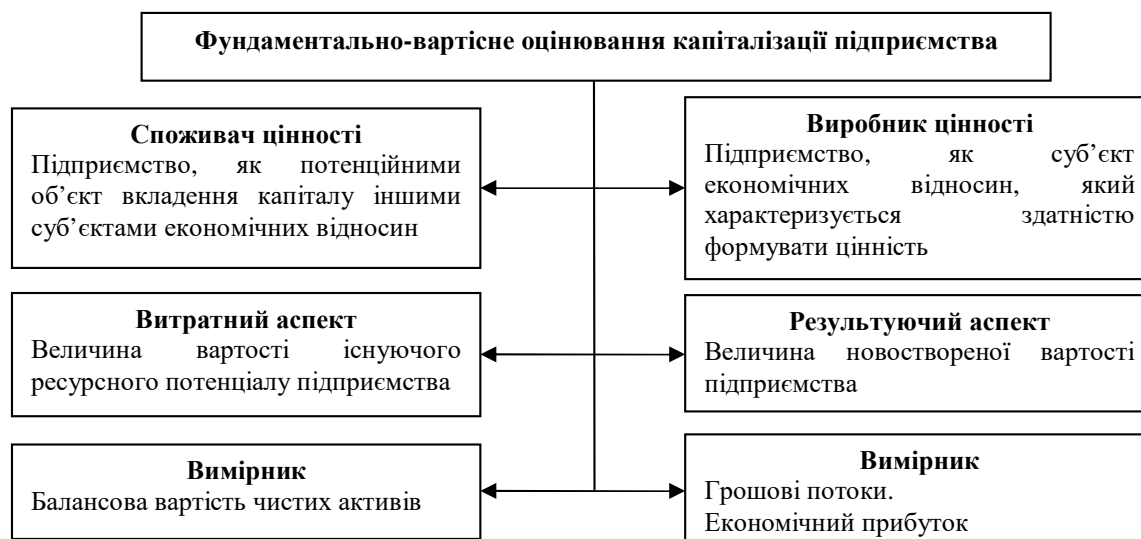


Рис. 1. Формалізація логіки оцінювання капіталізації підприємства на основі фундаментальної вартості
Джерело: побудовано автором.

У фінансових наукових джерелах виділяють два методологічні підходи до оцінювання величини доданої вартості – на основі дисконтованих грошових потоків та на основі економічного прибутку. Відповідно до першого підходу накопичена додана вартість підприємства визначається очікуваними грошовими потоками, які дисконтуються за ставкою, що відображає рівень ризику, притаманний цим потокам. Прихильники даного підходу вважають, що це найбільш прогресивний метод оцінювання доданої вартості підприємства, так як зводить до одного числового значення сукупні результати діяльності підприємства протягом певного часового горизонту. Не заперечуючи переваг використання концепції дисконтованих грошових потоків, варто наголосити на тому, що її використання дещо обмежує аналітичні можливості менеджменту порівняно з використанням концепції економічного прибутку, так як грошові потоки характеризуються низьким рівнем факторної інтерпретації, що не дозволяє здійснювати своєчасний моніторинг ключових показників, які характеризують критичні точки формування/руйнування вартості.

Щодо використання концепції економічного прибутку, то модифікованими моделями її реалізації є ринкова додана вартість (*MVA, Market Value Added*); економічна додана вартість (*EVA, Economic Value Added*); акціонерна додана вартість (*SVA, Shareholder Value Added*); додана грошова вартість (*CVA, Cash Value Added*); грошова рентабельність інвестицій (*CFROI, Cash Flow Return on Investment*); внутрішня норма прибутковості (*IRR, Internal Rate of Return*). Значимо, що у сучасній теорії капіталізації відзначається певна дискусія стосовно особливостей використання модифікованих аналітичних моделей економічного прибутку у процесах оцінювання капіталотворення. Зміст дискусії полягає у тому, що прихильники першого наукового напрямку [1-5] заперечують визначальну роль економічного прибутку в поясненні динаміки капіталізації та

доводять, що більш суттєву роль відіграє бухгалтерський прибуток та традиційні показники, що розраховані за даними фінансової звітності. Так, в типовому дослідженні [1] за даними вибірки компаній з індексу *Stern Stewart Performance – 1000* з'являється модель *EVA* із формою показника остаточного прибутку (*RI, residual income*), потоком грошових коштів від основної діяльності (*CFO*) і бухгалтерським прибутком до обліку надзвичайних статей (*EBEF*). В якості залежної змінної використаний показник прибутковості акцій, скоригований з урахуванням ринкового індексу (*MktAdjRet*). Науковці визначають здатність кожного з представлених чотирьох показників в поясненні зміни прибутковості акцій і оцінюють також, чи збільшують «еквіваленти власного капіталу», що входять в модель *EVA*, її значущість впливу. При оцінюванні моделі з лаговими змінними регресії всі коефіцієнти виявилися значущими на 5 %-му рівні. Однак у поясненні динаміки ринкової капіталізації з вибірки більш високий внесок (за значеннями *F*-статистики) припадав на потік грошових коштів від основної діяльності (*CFO*) і нараховані витрати. На прикладі даної вибірки дослідники зробили висновок про те, що компоненти *EVA* у вигляді змінних «витрати на капітал в абсолютному вимірюванні» і поправок «еквівалентів власного капіталу» несуть в собі додаткову інформацію для інвесторів і впливають на формування ринкової капіталізації, але їхній внесок у пояснення змін прибутковості акцій не перевищує вкладу прибутку. Модель *EVA* у всіх тестах на даній вибірці показувала нижчу пояснює здатність, ніж бухгалтерський прибуток.

Прихильники другого напрямку [6] зробили повторне дослідження на даних американських компаній і вступили в наукову дискусію з Г. Біддлом та його співавторами. Повторне дослідження охоплює більш широкую вибірку та більш тривалий період (1983-1999 рр.) та здійснено у три етапи. Перший – стосується того ж періоду, що і робота Г. Біддла.

Однак результати є іншими: за критерієм нормованого коефіцієнта детермінації (R^2_{adi}) найбільш високу пояснювальну здатність має саме показник *EVA*, далі економічний прибуток – у спрощеній формі остаточний прибуток (*RI*), потім бухгалтерський прибуток і потік грошових коштів від основної діяльності. Висновки перевірені в додаткових специфікаціях, аналогічно застосованим в роботі Г. Біддла.

Другий етап дослідження, проведений за даними за більш пізній період, підтвердив, що економічний прибуток, вимірний на основі остаточного прибутку (*RI*), має більш високу пояснювальну здатність, але рівень значимості парних відмінностей виявився нижче. Додатковий, третій етап – це дослідження по канадських компаніях, в яких фінансовий облік на момент дослідження суттєво відрізнявся від стандартів *US GAAP*, що спричинило зростання ролі поправок до даних звітності в моделі *EVA*. Результати цього етапу дослідники розглядають лише як індикативні, так як вибірка була суттєво меншою. Проте пояснювальна здатність економічного прибутку у формі *EVA* виявилася вищою, ніж у традиційних бухгалтерських показниках [7, с. 412-416]. Аналогічні висновки щодо більш високого ступеня взаємозв'язку економічного прибутку з ринковою капіталізацією порівняно з традиційними бухгалтерськими показниками представлені у результатах наукових досліджень за вибірками із бази консалтингової компанії *Stern Stewart Performance – 1000* [8], публічних компаній Австралії [9], Португалії [10], Греції [11], Бразилії [12], Росії [13-15].

Основним принципом аналізу економічного прибутку в контексті капіталотворення є врахування альтернативних варіантів вкладення капіталу з певним рівнем ризику та економічним ефектом, що відповідає ризику. Принцип економічного прибутку як база аналітичної моделі капіталізації означає необхідність врахування втраченого інвестиційного доходу та діагностування ризику інвестування, пошук співставних за рівнем ризику альтернатив, аналіз їх результатів і порівняння отриманої величини бухгалтерського прибутку з втраченими можливостями. Реалізація даного принципу зумовлює необхідність пошуку адекватних підходів до виявлення та оцінювання результатів процесу капіталізації. В наукових публікаціях, які пропонують використовувати модель економічного прибутку для оцінювання рівня капіталізації підприємства наголошується на тому, що це є дієвим інструментом як на стадії розробки концепції стратегії капіталізації, так і на етапі її впровадження.

В силу того, що усі модифіковані показники економічного прибутку мають свої обмеження та недоліки практичного використання та внаслідок того, що область даних вартісних показників є відносно новою з наукової точки зору, то одним із варіантів використання даних моделей є їх комбінування в процесі оцінювання капіталізації підприємства. Однак варто враховувати, щоб задовольнити потреби бізнес-аналітиків, має бути

обґрунтований критерій, на основі якого буде вибудовуватися система оцінювання. Тому логічним є в кожній конкретній ситуації обґрунтовано підходити до вибору показників зважаючи на наявність об'єктивної інформації, потреб та контексту бізнес-аналізу.

Висновки. У вартісному аспекті теорія оцінювання капіталізації набуває розширеного змісту, який описується не тільки у категоріях ринкової, але і фундаментальної вартості, що зміщує аналітичний фокус досліджень у площину організаційної здатності забезпечувати формування та прирощення вартості підприємства. Аналітичними фінансовими новаціями оцінювання капіталізації є модифіковані моделі економічного прибутку, практика використання яких доводить їх дієвість та інформативність для менеджменту підприємств. При цьому, виступаючи вимірниками доданої вартості, як результуючого аспекту капіталотворення на підприємстві, усі модифіковані моделі економічного прибутку мають певні переваги та обмеження щодо практичного використання. У зв'язку з цим, їх вибір має визначатися аналітиком в залежності від цілей оцінювання, наявності вихідної інформаційної бази, операційної специфіки діяльності підприємства та конкретних ситуаційних умов.

Основну увагу в подальших дослідженнях доцільно спрямувати на визначення специфічних передумов використання різних модифікованих моделей економічного прибутку та формування переліку порад щодо корегувань вихідної інформаційної бази, яка використовується для здійснення розрахунків, а також особливостей інтерпретації отриманих результатів. Крім того, важливим аспектом оцінювання капіталізації на основі фундаментальної вартості є її факторна інтерпретація, яка набуває методичної специфіки в залежності від того, яку модифіковану модель економічного прибутку закладено в основу розрахунку вартості та є актуальним питанням як з точки зору теорії, так і практики використання.

4 Список використаних джерел

1. Biddle G. C., Bowen R. M., Wallace J. S. Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. *Journal of Accounting and Economics*. 1997. Vol. 24. No. 3. P. 301-336.
2. Chen S., Dodd J. L. Economic Value Added: An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure. *Journal of Managerial Issues*. 1997. Vol. IX. No. Fall. P. 318-333.
3. The Relationship between Economic Value Added and the Stock Market Performance of Agribusiness Firms / Turvey C., Lake L., Duren E.(van), Sparling D. *Agribusiness: An International Journal*. 2000. Vol. 16. No. 4. P. 399-416.
4. Peixoto S. Economic Value Added: Application to Portuguese Public Companies / Moderna University of Porto Working Paper. 2002. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302687

5. Fernandez P. EVA, Economic Profit, Cash Value Added do NOT Measure Shareholder Value Creation: IESE Business School Working Paper. 2002.

6. Perhaps EVA Does Beat Earning-revisiting Previous Evidence / Feltham G., Grant I., Mbagwu C., Vaidyanathan G. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2004. Vol. 16. No. 1.P. 83-88.

7. Ивашковская И. В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2009.

8. Kramer J. K., Pushner G. An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added. *Financial Practice and Education*. 1997. Vol. 7. No. 1. P. 41-49.

9. Worthington A., West T. Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value Added. *Australian Journal of Management*. 2004. Vol. 29. No. 2. P. 201-224.

10. Ferguson R., Rentzier J., Yu S. Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability. *Journal of Applied Finance*. 2005. Vol. 15. No. 2. P. 101-113.

11. The Use of Traditional and Modern Value-based Performance Measures to Evaluate Companies' Implemented and Future Strategies in the Greek Capital Market: The Case of EPS and EVA / Maditinos D., Sevic Z, Theriou N., Dimitriadis E. *Journal of International Research Publications. Economy & Business*. 2007. Vol. 2. P. 35-55.

12. Souza J. G. C., Jancso P. Does It Pay to Implement a Full-Scale EVA Management System? Evidence from Brazilian Companies: Working Paper (January 2003). URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfin?abstract_id=381541

13. Бухвалов А. В., Волков Д. Л. Исследование зависимости между фундаментальной ценностью и рыночной капитализацией российских компаний. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 8. Менеджмент*. 2005. № 1. С. 26-44.

14. Березинец И. В., Волков Д. Л. Управление ценностью: анализ, основанный на бухгалтерских показателях моделей оценки. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ, 2006. (Научные доклады. № 3(R)-2006).

15. Ивашковская И. В., Слободина М. В. Эмпирический анализ экономической прибыли телекоммуникационных компаний в странах с развивающимися рынками капитала. *Корпоративные финансы*. 2009. № 6(10). С. 57-69. URL: <http://www.ecsocman.edu.ru/cQoumal/msg/331425.html>

4 References

1. Biddle, G. C., Bowen, R. M., Wallace, J. S. (1997). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, (3), 301-336.

2. Chen, S., Dodd, J. L. (1997). Economic Value Added: An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure. *Journal of Managerial Issues*, Vol. IX, No. Fall, 318-333.

3. Turvey, C., Lake, L., Duren, E.(van), Sparling, D. (2000). The Relationship between Economic Value Added and the Stock Market Performance of Agribusiness Firms. *Agribusiness: An International Journal*, Vol. 16, (4), 399-416.

4. Peixoto, S. (2002). Economic Value Added – Application to Portuguese Public Companies. Moderna University of Porto Working Paper. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfin?abstract_id=302687

5. Fernandez, P. (2002). EVA, Economic Profit, Cash Value Added do NOT Measure Shareholder Value Creation. IESE Business School Working Paper. Retrieved from <https://ideas.repec.org/p/ebg/iesewp/d-0453.html>

6. Feltham, G., Grant, I., Mbagwu, C., Vaidyanathan, G. (2004). Perhaps EVA Does Beat Earning-revisiting Previous Evidence. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16, (1), 83-88.

7. Ivashkovskaya, I. V. (2009). Modelirovaniye stoimosti kompanii. Strategicheskaya otvetstvennost sovetov direktorov [Modeling company value. Strategic Responsibility of Boards of Directors]. Moskva: INFRA-M (in Russian).

8. Kramer, J. K., Pushner, G. (1997). An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added. *Financial Practice and Education*, Vol. 7, (1), 41-49.

9. Worthington, A., West, T. (2004). Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value Added. *Australian Journal of Management*, Vol. 29, (2), 201-224.

10. Ferguson, R., Rentzier, J., Yu, S. (2005). Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability. *Journal of Applied Finance*, Vol. 15, (2), 101-113.

11. Maditinos, D., Sevic, Z, Theriou, N., Dimitriadis, E. (2007). The Use of Traditional and Modern Value-based Performance Measures to Evaluate Companies' Implemented and Future Strategies in the Greek Capital Market: The Case of EPS and EVA. *Journal of International Research Publications. Economy & Business*, Vol. 2, 35-55.

12. Souza, J. G. C., Jancso, P. (January 2003). Does It Pay to Implement a Full-Scale EVA Management System? Evidence from Brazilian Companies: Working Paper. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfin?abstract_id=381541

13. Bukhvalov, A. B., Volkov, D. L. (2005). Issledovaniye zavisimosti mezhdru fundamentalnoy tsennostyu i rynochnoy kapitalizatsiyey rossiyskikh kompaniy [Investigation of the relationship between fundamental value and market capitalization of Russian companies]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ser. 8. Menedzhment*, (1), 26-44 (in Russian).

14. Berezinets, I. V., Volkov, D. L. (2006). Upravleniye tsennostyu: analiz, osnovanny na bukhgalterskikh pokazatelyakh modeley otsenki [Value management: analysis based on accounting indicators of valuation models]. Sankt-Peterburg: NII menedzhmenta SPbGU, (in Russian).

15. Ivashkovskaya, I. V., Slobodina, M. V. (2009). Empiricheskiiy analiz ekonomicheskoy pribyli telekommunikatsionnykh kompaniy v stranakh s razvivayushchimisya rynkami kapitala [An empirical analysis of the economic profit of telecommunication companies in countries with emerging capital markets]. *Korporativnyye finansy*, 6(10), 57-69. Retrieved from <http://www.ecsocman.edu.ru/cQoumal/msg/331425.html> (in Russian).