

*В.Г. АНДРІЙЧУК, доктор економічних наук,
професор, академік НААН
ДВНЗ “Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана”
Р.В. АНДРІЙЧУК, кандидат економічних наук*

Аналіз методології визначення вартості підприємства в межах дохідного підходу

Розвиток підприємства, врешті-решт, спрямований на зростання його вартості, яку є всі підстави розглядати як узагальнений показник ефективності його діяльності. На користь такого висновку свідчить та обставина, що вартість підприємства орієнтована на досягнення не короткострокового, а довгострокового ефекту з урахуванням при цьому перспективних змін. Вона дає змогу «бачити», яким підприємство стане в майбутньому в системі сучасних оцінних координат. Максимізація вартості підприємства економічно вигідна усім заінтересованим сторонам: власникам – бо вона збагачує їх, працівникам – створюється економічна база для підвищення їхньої заробітної плати і здійснення соціальних програм, постачальникам – забезпечується своєчасність розрахунків за продані ними ресурси, споживачам – повніше задовольняються їхні потреби, державі – збільшуються податкові надходження.

У зв'язку з цим особливої актуальності набуває проблема визначення вартості підприємства. В теорії та практиці виокремлюють багато видів вартості підприємства, які мають різне цільове призначення. Наприклад, використовується поняття «ринкова вартість фірми» (market value), що кількісно розраховується як добуток ціни простої акції корпорації (підприємства) на їхню кількість в обігу (ринкова вартість акціонерного капіталу); балансова (бухгалтерська) вартість (book value), яка визначається вартістю активів підприємства, зменшених на величину зобов'язань, а також на вартість привілейованих акцій і нематеріальних ак-

тивів; вартість діючого підприємства як уже існуючий бізнес без залучення на період оцінки інвестицій (working concern value); ліквідаційна вартість (при банкрутстві) та ін.

Мета статті – проаналізувати різні способи визначення вартості підприємства в межах дохідного підходу, що найбільше відповідає потребам ринку, і виявити на основі логічного та математичного аналізу найобґрунтованіші, які дають змогу об'єктивно оцінити вартість суб'єкта господарювання з позиції інтересів усіх заінтересованих сторін – стейкхолдерів.

Вартість підприємства, насамперед, доцільно розглядати як вартість особливого товару, бо лише він спроможний задовольнити потребу власників економічних суб'єктів у зростанні їх матеріального добробуту. Коли йдеться про особливість цього товару, то береться до уваги й те, що він є неподільним, не масовим, не втрачає своєї корисності за правильної стратегії й тактики, має обмежений характер пропонування, а отже, і властивість рідкісності – однієї з фундаментальних категорій щодо обмеженості економічних ресурсів.

Для визначення суто ринкової вартості підприємства воно повинно бути продане. Але продаж підприємства – це разовий акт і одержана в результаті такого продажу вартість (ціна) вже не може бути використана попереднім і новим власниками для цілей стимулювання менеджменту й розв'язання інших прикладних задач із позицій ефективного ведення бізнесу. Тимчасом ринкова вартість, що є результатом капіталізації на ринку капіталу (market value), має переваги

через існування достатньо високого позитивного кореляційного зв'язку між ціною акцій та фінансово-економічним станом підприємства. Позитивні зрушення в ціні акцій підприємства засвідчуватимуть і про його ефективну діяльність, та навпаки.

Проте цей метод оцінки вартості підприємства може бути використаний лише для акціонерних підприємств, акції яких котируються на фондовому ринку. Його вадою є й та обставина, що ціна акцій на фондовому ринку не завжди відображає справжній фінансово-економічний стан підприємства через різні спекулятивні операції, що викликані існуванням агентської проблеми й іншими причинами. Тоді капітал на фондовому ринку може набувати форми фіктивного капіталу, що нерідко породжує великі відмінності між вартістю акціонерного капіталу підприємства і його вартістю як діючого суб'єкта господарювання. Цим зумовлюється потреба в застосуванні й інших методів визначення вартості підприємства на ринкових принципах. Одним із них є метод визначення так званої фундаментальної вартості (fundamental value) або ще як її називають – внутрішньої вартості підприємства (intrinsic value), що ґрунтується на дисконтуванні майбутніх грошових потоків (discounted cash flow, DCF) у тій чи іншій формі.

Логіка визначення вартості підприємства таким способом полягає в тому, що власник підприємства (бізнесу) може продати його за ціною, не нижчою за поточну вартість прогнозних майбутніх доходів. У свою чергу для покупця прийнятною може бути така ціна за це підприємство, яка не більша за поточну вартість майбутніх доходів, що ним можуть бути генеровані. Отже, є підстави очікувати, що ймовірніше ціна підприємства дорівнюватиме саме теперішній вартості його майбутніх грошових потоків. Аргументом на користь даного способу оцінки як одного з основних способів дохідного методичного підходу до визначення ринкової вартості підприємства¹ є й та обставина, що за дослі-

¹ Крім дохідного підходу вартість підприємства визначається за витратним підходом (сукупність способів оцінки, що передбачають визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єкта оцінки, з коригуванням їх на суму зносу) і порівняльним (сукупність способів оцінки, аналіз цін продажу та пропонування подібного майна з відповідним коригуванням відмінностей між об'єктами порівняння й об'єктом оцінки).

дженнями зарубіжних учених існує надто тісний зв'язок між ринковою вартістю компанії та її дисконтованими грошовими потоками.

Оцінка вартості підприємства на основі дисконтування грошових потоків є важливою для визначення ступеня довіри ринку до даного бізнесу. Якщо ринкова капіталізація, що сформована на фондовому ринку, значно перевищуватиме, або значно буде нижчою від вартості за дисконтованими грошовими потоками, то це свідчатиме про можливу переоцінку або недооцінку ринком вартості даного бізнесу. За всіх обставин така інформація є цінною для власників і управлінців з огляду прийняття стратегічних рішень та недопущення зростання фіктивного капіталу.

У межах дохідного підходу виділяють методи дисконтованого грошового потоку (DCF) й методи економічного прибутку (economic profit, EP). В рамках методів дисконтованого грошового потоку, розвиток яких пов'язаний передусім із появою теорії лауреатів Нобелівської премії Міллера та Модільяні, а в подальшому завдяки працям А. Раппопорта, А. Дамодарана, Б.Стюарта й ін., виділяють більш поширену модель грошового потоку для всього інвестованого капіталу (власного та позичкового) підприємства FCFF (free cash flow to firm) і модель дисконтованого грошового потоку для акціонерного (власного) капіталу. Такі моделі є найбільш придатними для використання в цілях управління ефективністю діяльності підприємства. Все ж найпоширенішою є перша з названих моделей (FCFF), оскільки вона дає змогу врахувати інтереси у вигляді очікуваної дохідності всіх постачальників капіталу фірми – основних її заінтересованих сторін (стейкхолдерів). У зазначеній моделі основним результируючим показником діяльності фірми є її вільний грошовий потік FCFF. Він являє собою суму коштів, що може бути одержана та використана постачальниками як власного (акціонерного), так і позичкового капіталу (кредиторами), тобто містить у собі суму грошей, яка доступна постачальникам капіталу, але після здійснення реінвестицій, тобто:

$$FCFF = EBIT (1-t) - (CE-D) - \Delta NCWC = NOPAT - [(CE-D) + \Delta NCWC], \quad (1)$$

де EBIT (earnings before interest and taxes) – прибуток до сплати процентів та податків; t (tax rate) – ставка податку на прибуток, коефіцієнт; CE (capital expenditures) – капітальні витрати; D (depreciation) – амортизація; NCWC (non-cash working capital) – не грошовий оборотний капітал (запаси сировини, напівфабрикатів тощо); NOPAT = EBIT (1-t) – чистий операційний прибуток підприємства.

У наведеній формулі вираз (CE-D) – це чисті капітальні витрати (net capital expenditures), а $\Delta NCWC$ – обсяг реінвестицій фірми в оборотний капітал. Тому вільний грошовий потік можна розглядати як різницю між операційним прибутком після оподаткування і чистими інвестиціями, що здійснювалися протягом періоду для забезпечення розширеного відтворення.

Вартість підприємства визначається дисконтуванням вільного грошового потоку. Зауважимо, що в сучасних працях, присвячених вартості підприємства, зокрема Н. Дамодарана¹ і Т. Коупленда², представлена удосконалена модель FCFF, оскільки враховує бухгалтерську рентабельність капіталу ROIC (return on invested capital) та ставку реінвестування RR (reinvestment rate), тобто ті параметри, що формують темп зростання операційного прибутку – основного елементу вільного грошового потоку. При цьому RR визначається за формулою:

$$RR = \frac{(CE - D) + \Delta NCWC}{NOPAT}, \quad (2)$$

а рентабельність інвестованого капіталу $ROIC = NOPAT : IC$, де IC (invested capital) – інвестований капітал в активи підприємства (власний капітал + платний позичковий капітал). Показник ROIC відображає віддачу, яку одержують постачальники капіталу на вкладені ними кошти й тому є детермінантою прибутку, який підприємство може одержати за умови збереження поточної ефек-

тивності використання капіталу. З цих формул випливає, що основною ідеєю ROIC і RR в оцінці вартості є та обставина, що прибуток підприємства зростатиме лише тоді, коли воно певну його частину ефективно (рентабельно) реінвестуватиме в основний і оборотний капітал. Саме тому темп такого зростання прибутку залежить від «кількості» та «якості» інвестицій підприємства у майбутньому:

$$g = ROIC \cdot RR, \quad (3)$$

де g – очікуваний темп зростання NOPAT у безстроковій перспективі.

З урахуванням темпу зростання вільний грошовий потік для інвестованого капіталу розраховується з виразу:

$$FCFF = NOPAT \cdot (1 - RR) = NOPAT \cdot \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right). \quad (4)$$

При цьому як Дамодаран, так і Коупленд наголошують, що прогнозування довгострокового темпу зростання підприємства (g) повинне відбуватися з урахуванням темпів зростання економіки країни в цілому.

Дана модель дає змогу визначити обґрунтовану поточну вартість основної діяльності підприємства PV (present value), тобто вартість, яка доступна всім інвесторам. Вона визначається сумою приведеної вартості вільного грошового потоку протягом прогнозного періоду та приведеної вартості грошового потоку в постпрогнозний період, або так званої термінальної вартості TV (terminal value). Тобто сукупна вартість підприємства EV (enterprise value) може бути представлена виразом:

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n}{WACC - g}, \quad (5)$$

де $\frac{FCFF_n}{WACC - g}$ – термінальна вартість

підприємства; $FCFF_n$ – вільний грошовий потік в останньому році прогнозного періоду; g – темп зростання економіки підприємства в постпрогнозний період, коефіцієнт. Якщо такого зростання не передбачається, то $g = 0$. Перший доданок наведеної формули характеризує поточну вартість основної діяльності підприємства (PV). Одержавши

¹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / А. Дамодаран; – 4-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1340 с.

² Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мури; 3-е изд, перераб. и доп. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 576 с.

значення сукупної вартості підприємства, поточну вартість власного (акціонерного) капіталу PV_E (present value of equity) можна визначити через вирахування з PV поточної вартості боргу.

Модель дисконтованого грошового потоку для акціонерного (власного) капіталу прямо оцінює фундаментальну вартість підприємства дисконтуванням вільного грошового потоку на власний капітал FCFE (free cash flow to equity) за витратами на його залучення (K_e). Оскільки FCFE не відображає потоку грошових надходжень для кредиторів, то він являє собою частину вже не операційного, а чистого прибутку підприємства, що залишається в розпорядженні акціонерів після покриття реінвестованих потреб і довгострокової заборгованості, тобто:

$$FCFE = NI - (CF - D) - \Delta NCWC - \Delta Debt_{1-t}, \quad (6)$$

де NI (net income) – чистий прибуток підприємства; $Debt_{1-t}$ (long-term debt) – зменшення довгострокової заборгованості.

Фундаментальними детермінантами вартості моделі FCFE є рентабельність власного капіталу ROE, на відміну від ROIC, а також відповідно визначена ставка реінвестування й темпи зростання чистого прибутку підприємства.

Варто зазначити, що основним недоліком даної моделі оцінки є та обставина, що FCFE дисконтується лише по вартості залучення власного капіталу, а отже, не враховується структура фінансування і відповідні ризики, що з нею пов'язані, тобто тим самим розкривається недостатньо інформації про джерела вартості.

Важливим питанням визначення вартості підприємства викладеним методом FCFF є вибір ставки дисконтування. Виходячи з сутності FCFF, вона має відображати альтернативну дохідність капіталу (суму грошей), яка доступна всім постачальникам капіталу. Такою ставкою дисконтування є середньозважена вартість капіталу (середньозважені витрати на капітал) WACC (weighted average cost of capital). Із сутності останньої впливає, що вартість фірми збільшується за рахунок більш високих темпів зростання (g) доти, доки рентабельність інвестованого ка-

піталу фірми (ROIC) перевищує витрати на капітал (WACC).

Оскільки вільний грошовий потік відображає суму грошей, які доступні постачальникам власного і позичкового капіталу, то й вартість капіталу (витрати на капітал) має враховувати дохідність як власного капіталу, так і боргу, а тому визначається на рівні середньозважених витрат вартості на залучення сукупного капіталу WACC:

$$WACC = K_e \cdot W_e + K_d \cdot W_d \cdot (1-t), \quad (7)$$

де K_e і K_d – вартість власного й позичкового капіталу; W_e і W_d – частка власного та позичкового капіталу в структурі авансованого капіталу; t – ставка податку на прибуток; $1-t$ – податковий щит.

Вартість позичкового капіталу представлена процентними ставками за взяті кредити, випущені облігації й за інші платні боргові зобов'язання. Значно складніше визначити вартість власного капіталу. Для акціонерних підприємств, акції яких котируються на фондовій біржі та при цьому фондовий ринок є достатньо розвиненим, вартість власного капіталу може бути визначена за моделлю оцінки капітальних активів CAPM (capital asset pricing model) (українська аббревіатура МОКА).

Наведемо формулу вартості власного капіталу (R) в моделі CAPM:

$$R = R_o + \beta \cdot (\bar{R} - R_o), \quad (8)$$

де R_o – безризикова ставка, яку інвестор гарантовано може одержати на ринку (процентна ставка по державних облігаціях); R – середньоринкова дохідність цінних паперів на ринку капіталу; $\bar{R} - R_o$ – нескоригована ринкова премія за ризик; β – бета-коефіцієнт – коефіцієнт систематичного (загального) ризику. Цей ризик впливає на весь ринок капіталу, а отже, й на акції самого підприємства, що в ньому котируються. Коефіцієнт систематичного ризику β – це лінійний коефіцієнт співвідношення між середньоринковою дохідністю акцій та дохідністю акцій підприємства. Якщо $\beta > 1$, наприклад 1,2, то за падіння загальноринкової дохідності на 1% дохідність акцій підприємства знизиться на 1,2%, і навпаки. Тобто за таких умов підприємство відчутніше реагує на дію фактора систематичного ризику, ніж

ринку у цілому. Зрозуміло, що в разі, коли $\beta < 1$, то підприємство менш чутливе до такого впливу.

За умови, що акції підприємства не котируються на фондовій біржі, або воно не є акціонерним товариством, то вартість власного капіталу такого підприємства розраховують як суму безризикової ставки та премії за ризик¹:

$$R = R_o + r, \quad (9)$$

де r – премія за ризик, що враховує компенсацію за всі види ризику, притаманні діяльності підприємства, а саме: ризик неточності прогнозування очікуваних грошових потоків (надбавка 1-3%), ризик структури капіталу (0-2%), високий рівень поточної заборгованості (0-2%), ризик неякісного менеджменту й погіршення ситуації підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції (2-4%), специфічні галузеві ризики (0-2%), інфляційні ризики.

Даний кумулятивний метод оцінки вартості власного капіталу простий у застосуванні, проте його вадою є суб'єктивізм в оцінках премії за ризик, тому необхідно дуже

$$EP = NOPAT - IC * WACC = \left(\frac{NOPAT}{IC} - \frac{IC * WACC}{IC} \right) * IC = (ROIC - WACC) * IC, \quad (11)$$

де $ROIC - WACC$ – вартісний спред (спред дохідності капіталу).

З наведеної формули бачимо, що EP додатний, якщо рентабельність інвестованого капіталу перевищує витрати на його залучення. Отже, згідно з принципами дохідного підходу наявність додатного економічного прибутку свідчить про створення вартості підприємством, її примноження. І навпаки, за умови, що вартісний спред $ROIC - WACC$ від'ємний, підприємство не примножує вартість і власникам капіталу доцільніше було б його інвестувати в альтернативні сфери діяльності з еквівалентним рівнем ризику або вживати кардинальних заходів щодо підвищення ефективності виробництва. При цьому слід наголосити, що в розглянутих моделях оцінки вартості підприємства період, упродовж якого вартісний спред є дода-

ретьельно підходити до визначення рівня таких оцінок.

Раніше вже зазначалося, що в межах дохідного підходу визначення вартості підприємства, крім розглянутого методу дисконтування грошового потоку, використовуються також метод економічного прибутку. Згідно з концепцією А.Маршалла, яким уперше було запропоновано методіку визначення економічного прибутку (EP), останній являє собою бухгалтерський прибуток фірми, зменшений на витрати на залучення капіталу (в сучасній літературі синонімом економічного прибутку є залишковий прибуток RI (residual income) або надприбуток (abnormal profit). За версією McKinsey & Co економічний прибуток визначається за формулою:

$$EP = NOPAT - IC * WACC, \quad (10)$$

де IC – інвестований капітал.

Вираз $IC * WACC$ – витрати на залучення капіталу.

Дану формулу економічного прибутку можна представити у вигляді так званого вартісного спреду, тобто виразити EP через різницю фактичної й очікуваної дохідності (рентабельності) капіталу:

тним, визначається як період володіння конкурентними перевагами (competitive advantage period, CAP). Фундаментальна вартість створюється саме упродовж даного періоду, а тому в обох моделях він виступає орієнтиром для визначення прогнозного періоду оцінки.

У літературі аналогами операційного економічного прибутку є модель залишкового операційного прибутку ReOI (residual operating income) С. Пінмена² та модель економічної доданої вартості (economic value added, EVA) консалтингової компанії Stern Stewart & Co³. Істотною відмінністю останньої є використання при її розрахунку певних фінансових поправок до звітності.

Якщо операційний економічний прибуток показує, на скільки ефективно з позиції створення вартості функціонує підприємство для постачальників капіталу – акціо-

¹ Терещенко О. Ставка дисконтування: проблеми розрахунку та шляхи їх вирішення / О.Терещенко // Світ фінансів. – 2006. – №4. – С.81-83.

² Penman Stephen H. Financial Statement Analysis and Security Valuation / Stephen H Penman. – Mc Graw – Hill: N. Y., 2001. – 800 p.

³ Stewart G.Bennet. The Quest for Value /G.Bennet. – Harper Business, 1991. – 781 p.

нерів і кредиторів, то чистий економічний прибуток RE(residual earnings) відображає ефективність використання лише власного капіталу підприємства. Даний варіант залишкового прибутку висвітлено в роботах С. Пінмена, в моделі оцінки вартості підприємства Едварта – Белла – Ольсона (модель EBO)¹, а також у розробках консультантів із компанії Marakon Associates². Крім того, як показник чистого економічного прибутку може бути використаний частковий показник економічної доданої вартості EEVA (equity EVA) із застосуванням відповідних фінансових поправок, що притаманні оригінальній концепції³. Загальну методичку визначення чистого економічного прибутку RE, яка описана в зазначених літературних джерелах, можна представити як:

$$RE = NI - E \cdot K_E = (ROE - K_E) \cdot E, \quad (12)$$

де **NI** (net income) – чистий прибуток; **E** (equity) – вартість власного капіталу; **ROE** – рентабельність власного капіталу, **ROE = NP:E**.

Тепер розглянемо модель оцінки вартості підприємства на основі операційного EP, що є найбільш прийнятною для застосування на практиці з огляду на зазначені раніше переваги моделі дисконтованого FCFF. Така модель передбачає, що сукупна фундаментальна вартість підприємства є сумою балансової вартості інвестованого капіталу та приведеної вартості економічних прибутків, що будуть одержані в майбутньому:

$$PV = IC + \sum_{t=1}^n \frac{EP}{(1+WACC)^t}. \quad (13)$$

Відповідно до даної моделі, аналогічно моделі дисконтованого грошового потоку для всього капіталу підприємства, фундаментальна вартість акціонерного (власного) капіталу PV_E визначається вирахуванням із сукупної вартості капіталу підприємства поточної вартості боргу.

¹ Edwards E. The theory and measurement of business income/E. Edwards, P.Bell. – University of California Press: Berkeley, C.A., 1961. – 317 p.

² Mc Taggart J. The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns / J Mc Taggart, P.Contes, M.Mancis. – Free Press: N.Y., 1994. – 367 p.

³ Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости [Электронный ресурс] // Издательская группа «Дело и сервис» / О.Н. Щербакова. – Режим доступа: <http://www.dis.ru/library/fm/archive/2003/3/1670.html>.

За умов однакового розрахунку всіх вхідних параметрів моделі FCFF і EP математично дають однакові результати. Їхній логічний взаємозв'язок, за твердженням Коупленда та ін., полягає в тому, що в разі, коли компанія щорічно заробляє стільки, скільки достатньо для покриття своїх середньозважених витрат на капітал, то дисконтна вартість її вільного грошового потоку має точно збігатися з величиною інвестованого капіталу. Тобто, компанія коштує рівно стільки, скільки в неї початково вкладено. Компанія коштує більше чи менше вкладеного в неї капіталу лише до тієї міри, до якої вона заробляє більше чи менше своїх середньозважених витрат на капітал. Отже, надбавка чи знижка до інвестованого капіталу має дорівнювати приведеній вартості майбутнього економічного прибутку компанії⁴.

Зв'язок даних моделей оцінки вартості підприємства також можна простежити через показник чистої приведеної вартості NPV (net present value). Якщо спрощено розглядати підприємство як одиничний інвестиційний проект, то його NPV дорівнюватиме приведеній вартості економічних прибутків, що генерується підприємством протягом економічного життя проекту, тобто:

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EP}{(1+WACC)^t}. \quad (14)$$

Здійснимо розширене математичне доведення даної еквівалентності, спираючись на базові дослідження А. Дамодарана. Відомо, що за своєю суттю NPV є показником доданої вартості, яку створює проект (а в даному випадку підприємство) понад вкладені в нього кошти (інвестиції). Тому чиста приведена вартість є сумою приведених вартостей очікуваних грошових потоків проекту без урахування коштів для інвестиційних потреб⁵:

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{NOPAT_t + D}{(1+WACC)^t} + \frac{SV}{(1+WACC)^n} - IC, \quad (15)$$

де $NOPAT_t + D$ – операційний грошовий потік; SV (salvage value) – ліквідаційна вартість підприємства (активів проекту).

⁴ Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. / Т.Коупленд, Т.Колер, Дж. Мурин; 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2007. – С. 148.

⁵ Для спрощення доведення приймається, що реінвестиції дорівнюють нулю.

З метою подальшого дослідження припустимо, що існує альтернативний інвестиційний проект з аналогічними інвестиціями у розмірі IC , проте він генерує доходи (грошові потоки), що лише забезпечують відшкодування витрат на залучення капіталу. Тобто проект не створює додаткової вартості, а тому його $NPV=0$. Також припустимо, що активи проекту можуть бути ліквідованими в останньому періоді за своєю початковою вартістю (тобто $SV = IC$). Отже, для цього проекту виконується наступна рівність:

$$0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{IC \cdot WACC}{(1+WACC)^t} + \frac{IC}{(1+WACC)^n} - IC, \quad (16)$$

або

$$IC = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{IC \cdot WACC}{(1+WACC)^t} + \frac{IC}{(1+WACC)^n}, \quad (17)$$

де $IC \cdot WACC$ – грошовий потік проекту, за умови, що дохідність інвестованого в проект капіталу знаходиться на рівні середньозважених витрат на капітал $WACC$.

Підставивши одержане значення IC для умовного проекту в формулу NPV оригінального проекту (формула 15), одержимо:

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{NOPAT_t + D}{(1+WACC)^t} + \frac{SV}{(1+WACC)^n} - \sum_{t=1}^{t=n} \frac{IC \cdot WACC}{(1+WACC)^t} - \frac{IC}{(1+WACC)^n}, \quad (18)$$

або

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{NOPAT_t}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D}{(1+WACC)^t} + \frac{SV}{(1+WACC)^n} - \sum_{t=1}^{t=n} \frac{IC \cdot WACC}{(1+WACC)^t} - \frac{IC}{(1+WACC)^n}. \quad (19)$$

Якщо припустити, що оригінальний проект (підприємство) не має ліквідаційної вартості ($SV = 0$) і сума приведених вартостей амортизації, розрахованої лінійним методом, еквівалентна теперішній вартості інвестованого капіталу (тобто $\sum_{t=1}^{t=n} \frac{D}{(1+WACC)^t} = \frac{IC}{(1+WACC)^n}$), то формула NPV набуває вигляду:

$$\begin{aligned} NPV &= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{NOPAT_t}{(1+WACC)^t} + \frac{IC}{(1+WACC)^n} + \\ &+ 0 - \sum_{t=1}^{t=n} \frac{IC \cdot WACC}{(1+WACC)^t} - \frac{IC}{(1+WACC)^n} = \\ &= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{NOPAT_t}{(1+WACC)^t} - \sum_{t=1}^{t=n} \frac{IC \cdot WACC}{(1+WACC)^t} = \\ &= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{NOPAT_t - IC \cdot WACC}{(1+WACC)^t} = \\ &= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EP}{(1+WACC)^t}. \end{aligned} \quad (20)$$

Одержана рівність ілюструє той факт, що NPV як показник відображає грошові потоки підприємства та економічний прибуток. Вони ж є відображенням доданої вартості, яку створює підприємство понад вкладений у нього капітал. Така еквівалентність NPV і EP ще раз підтверджує спорідненість моделей грошового потоку та економічного прибутку в оцінці вартості підприємства.

На основі викладеного можна зробити такі висновки:

з-поміж існуючих трьох підходів до визначення вартості підприємства перевагу слід віддавати дохідному підходу, що найбільше відповідає ринковим принципам ведення бізнесу. Саме в межах цього підходу вартість підприємства розглядається як вартість особливого товару завдяки його винятковим властивостям: обмеженості пропонування, рідкості, збереження корисності, унікальності у задоволенні найнеобхідніших потреб власників;

вартість підприємства як діючого суб'єкта господарювання доцільно визначати як фундаментальну (внутрішню) вартість, що ґрунтується на дисконтуванні майбутніх грошових потоків і дає змогу оцінити ступінь довіри ринку до даного бізнесу;

у рамках методів дисконтованого грошового потоку може бути використана модель грошового потоку для всього інвестованого капіталу ($FCFF$) та модель дисконтованого грошового потоку для акціонерного (власного) капіталу ($FCFE$). Перевагу доцільно віддавати моделі $FCFF$, оскільки вона дає змогу враховувати інтереси у вигляді очікуваної дохідності всіх постачальників капіталу підприємства – її основних заінтересованих сторін, тоді як модель $FCFE$ не враховує

структури капіталу, а отже, й відповідних ризиків. Причому варто орієнтуватися на удосконалену модель FCFF, що враховує рентабельність капіталу ROIC і ставку реінвестування – параметри, які беруть до уваги темп зростання операційного прибутку в перспективі;

дисконтування вільного грошового потоку здійснюється за ставкою, що відповідає середньозваженій вартості капіталу (WACC), в якій вартість власного капіталу може бути визначена за методикою моделі CAPM або кумулятивним методом залежно від того, чи є підприємство акціонерним і яка ступінь розвинутості фондового ринку;

у межах дохідного підходу вартість підприємства може бути визначена й методом економічного прибутку в двох модифікаціях. Перевагу доцільно віддавати моделі операційного економічного прибутку, а не чис-

того економічного прибутку, що відображає ефективність використання лише власного капіталу. За умов однакового розрахунку всіх вхідних параметрів модель FCFF і модель операційного економічного прибутку дають ідентичні результати;

зв'язок даних моделей вартостей підприємства простежується через показник чистої приведеної вартості (NPV), розглядаючи при цьому підприємства як одиничний інвестиційний проект. Тоді його NPV дорівнюватиме приведеній вартості економічних прибутків, що генеруються підприємством протягом економічного життя проекту. Здійснено розширене математичне доведення даної еквівалентності, що є ще одним підтвердженням спорідненості моделей грошового потоку та економічного прибутку в оцінці вартості підприємства.

Проаналізовано методологічні підходи до визначення вартості підприємств у межах методів дисконтованого грошового потоку та методів економічного прибутку, здійснено узагальнення щодо доцільності застосування з-поміж них тих методів, які найбільше відповідають ринковим принципам ведення бізнесу, а також розширене математичне доведення ідентичності результатів, оцінки вартості за моделями FCFF та EP.

Проанализированы методологические подходы определения стоимости предприятий в границах методов дисконтированного денежного потока и методов экономической прибыли, проведены обобщения относительно целесообразности применения среди них тех методов, которые наиболее соответствуют рыночным принципам ведения бизнеса, а также расширенное математическое приведение идентичности результатов оценки стоимости по моделям FCFF и EP.

Methodological approaches to enterprise value determination in terms of discounted cash flow and economic profit methods are examined. Were made generalizations of feasibility of the methods, which are the most relevant to market principles of business. Expanded mathematical evidence of identity of valuation results obtained via FCFF and EP models is presented.

*

**М.П. БУКОВИНСЬКА, доктор економічних наук, професор
Національний університет харчових технологій**

Розвиток корпоративної соціальної відповідальності

Появу соціальної відповідальності бізнесу можна зв'язувати з XIX ст., коли Р. Оуен, один із перших, серйозно зайнявся проблемою елементарної відповідальності менеджменту – не як інституту, а як сукупності окремих особистостей, що використовують людські та інші ресурси для досягнення корпоративних цілей. Наприкінці XIX ст. – 30-х роках XX ст., коли проходило становлення самостійних систем управління, у

тому числі й управління соціальними аспектами діяльності компаній, школа Ф. Тейлора обґрунтувала концепцію наукового управління, згідно з якою у вирішенні всіх питань організації праці провідна роль відводилася науці.

Згідно з концепцією, висунутою американцем Р.Е. Вудом, керівником фірми «Сирс», у 30-ті роки XX ст. і підтриманою пізніше К. Дж. Ерроу, бізнес зобов'язаний