

МОДЕЛІ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ФІРМИ НА ОСНОВІ ГРОШОВИХ НАДХОДЖЕНЬ

В статье автор представляет собственную классификацию моделей оценки стоимости фирмы, делая акцент на моделях, которые основываются на оценке денежных поступлений. Сделаны выводы о преимуществах и недостатках отдельных моделей и их приемлемости для практического использования.

In the article the author proposes own classification of the firm value estimation models based on money inflow evaluation. Conclusions about advantages and disadvantages of the separate models and their acceptance have been made.

Ключові слова: *вартість фірми, модель дисконтування дивідендів, модель дисконтування грошових потоків, модель скорегованої точної вартості, модель залишкового прибутку.*

Оцінка вартості виступає однією з складових вартісноорієнтованого управління фірмою. В процесі визначення вартості акціонерів важливо вибрати відповідну моделі оцінки. При цьому необхідно розуміти, що на практиці цей вибір залежить від інтересів різних учасників процесу оцінки. Сама фірма може вступати на ринку, по-перше, як виробнича одиниця і, по-друге, як об'єкт купівлі-продажу. В першому випадку її діяльність пов'язана з генеруванням грошових потоків, які виражають так звану *фундаментальну вартість (fundamental value)* фірми, або як її ще називають — *внутрішню вартість (intrinsic value)*, що знаходиться у фокусі уваги власників та менеджерів компанії. Коли ж компанія виступає об'єктом купівлі-продажу на ринку, то це інтереси покупця (*buy-side*), який також переважно орієнтується на прогнозовані обсяги надходжень від бізнесу і продавця (*sell-side*), котрий зацікавлений в оцінці вартості активів компанії. Крім цього, вплив на результати оцінки справляють аналогічні угоди на ринку. Тому в реальності моделі оцінки носять агрегований характер, що значно ускладнює їх класифікацію. Ознайомлення з широким пластом спеціальної літератури на вартісну тематику, зокрема робіт А. Дамодарана [1], Т. Коупленда в співавторстві з Т. Коллером та Дж. Мурін [2], А. Рапппорта [3], Дж. Сінкі [4], Б. Стюарта [5], Д. Волкова [6], а також робіт вітчиз-

зняних фахівців —З. Васильченко [7], О. Мендрула [8], Р. Тиркала та Н. Ткачук [9], дозволяє стверджувати, що усталеної загально-прийнятої класифікації методів та моделей оцінки вартості на сьогодні не існує. Саме через це виникла необхідність у розробці авторського підходу до класифікації. Мова йде про загальні підходи до оцінки бізнесу, проаналізувавши які можна буде зробити висновки щодо їх прийнятності для оцінки вартості банків. Зокрема, для оцінки вартості фірми традиційно використовують три підходи: витратний, порівняльний (ринковий), доходний. У рамках цих підходів усі моделі та методи оцінки вартості фірми ми поділили на дві групи: відносної оцінки (*relative valuation methods*) та прямої оцінки (*direct valuation methods*).

Методи відносної оцінки оцінюють вартість фірми відносно групи порівняно однорідних компаній. Перш за все, аналітик трансформує дані щодо ціни компанії у порівняльні коефіцієнти, потім знаходить відповідні ринкові аналоги і здійснює порівняння, на яких ґрунтується його оцінка щодо справедливої вартості компанії, котра аналізується. Методи відносної оцінки включають оцінку із застосуванням коефіцієнтів доходності, прибутковості та балансової вартості. Найбільш поширеним є використання трьох груп коефіцієнтів відносної оцінки: коефіцієнтів прибутковості, коефіцієнтів доходності; коефіцієнтів балансової вартості.

Методи прямої оцінки дають можливість надати теоретичне значення вартості фірми в кількісному виразі і виражають, так званий витратний підхід до оцінки вартості. В рамках цієї групи ми виділяємо два основних підходи до оцінки вартості компанії, які далі послідовно розглянемо:

- 1) методи чистих активів;
- 2) методи грошових надходжень.

Методи чистих активів передбачають індивідуальний підхід до оцінки компанії і побудована на окремому визначенні вартості активів та зобов'язань. Ці методи базуються на ліквідаційній вартості, або на вартості заміщення.

Незважаючи на широке застосування зазначених підходів у практиці оціночної діяльності, зокрема й при оцінці вартості банків, більшість фахівців переконані, що найбільш адекватно вартість фірми можна виразити в рамках доходного підходу до оцінки.

Доходний підхід до оцінки виражають **методи грошових надходжень**, які й знаходяться у фокусі даного дослідження. Тому зупинимося на цих методах детальніше.

Основною перевагою методів оцінки, що ґрунтуються на грошових надходженнях, є те, що вони базуються на аналізі майбутніх грошових надходжень акціонерів, тобто на тому, що більш за все цікавить інвесторів. Усі надходження, які створюють вартість акціонерам, мають вигляд дивідендів або / чи грошових потоків, котрі призводять до зростання курсової вартості акцій. Залежно від джерела потоків, що створюють вартість, ми в рамках методів прямої оцінки виділяємо чотири моделі оцінки вартості фірми:

- 1) модель дисконтування дивідендів;
- 2) модель дисконтування грошових потоків;
- 3) модель скорегованої поточної вартості;
- 4) модель залишкового прибутку.

Однак перед тим, як розкрити особливості кожної з моделей, потрібно зупинитись на двох існуючих підходах до оцінки фундаментальної вартості капіталу (V_E).

1. *Операційний підхід (operating approach)* передбачає, що насамперед визначається фундаментальна вартість активів фірми (яку, як зазначалось вище, деякі фахівці на відміну від нас називають вартістю фірми), потім розраховується фундаментальна вартість боргу і, зрештою, шляхом віднімання від V_A значення V_D отримується фундаментальна вартість капіталу.

2. *Капітальний підхід (capital approach)* передбачає, безпосередньо, визначення фундаментальної вартості капіталу фірми шляхом дисконтування за відповідною ставкою майбутніх надходжень.

У рамках даних підходів майбутні надходження, в свою чергу, ми також можемо згрупувати, поділивши їх, як зображено у табл. 1, на:

- а) *грошові потоки (cash flows)* від активу;
- б) *потоки залишкового прибутку (residual income)* від активу.

Врахування форми грошових надходжень, що створюють вартість компанії, має настільки велике значення, що фактично розділило фахівців на два табори. Щоб проілюструвати їх конфронтаційність досить навести цитати з робіт так званих гурів вартісноорієнтованого управління. Так, Коупленд, Коллер, Мурін у своїй відомій книзі назвали розділ, присвячений грошовим потокам, «Гроші усьому голова» [2, с. 91] (в оригіналі «Cash is King», дослівно, «Гроші — це король» [10, с. 69]). А. Блек та інші відповідному розділу своєї монографії дали назву «Прибуток — можливість, гроші — факт» [11, с. 41]. Натомість Б. Стюарт називає параграф своєї роботи «Геть грошові потоки!» [5, с. 3].

Таблиця 1

КЛАСИФІКАЦІЯ МОДЕЛЕЙ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ, ЩО ГРУНТУЮТЬСЯ НА ДИСКОНТУВАННІ ГРОШОВИХ НАДХОДЖЕНЬ

		Підходи до оцінки фундаментальної вартості капіталу (V_E)			
		Операційний		Капітальний	
Грошові надходження	Грошові потоки	Моделі дисконтування грошових надходжень:			
		Модель скорегованої поточної вартості (APV)	Модель дисконтування грошових потоків (DCFM) з дисконтуванням кумулятивних грошових потоків	Модель дисконтування грошових потоків (DCFM) з дисконтуванням вільних грошових потоків на власний капітал	Модель дисконтування дивідендів (DDM)
	Залишковий прибуток	Моделі залишкового прибутку:			
		Моделі дисконтування залишкового операційного прибутку (ReOIM)		Моделі дисконтування залишкового чистого прибутку (REM)	

Модель дисконтування дивідендів (*Dividend Discount Model* — *DDM*) розроблена у 1938 р. у праці Дж. Вільямса [12], однак її основоположниками вважають М. Гордона та Е. Шапіро, які в 1956 р. дали їй достатньо повне описання [13]. Логіка моделі DDM полягає в загально визнаному факті, що справедлива вартість цінного паперу тотожна дисконтованій вартості грошових надходжень, які цей інструмент забезпечує і забезпечить у майбутньому. Надходженнями від акцій є дивіденди, які акціонер зможе отримати в майбутньому. Тому вартість акції, як окремого інвестиційного інструмента, а також вартість власного капіталу фірми в цілому визначаються потоком дивідендів, скорегованим (дисконтованим) за відповідною ставкою:

$$V^{DDM} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(1+k_e)^i}, \quad (1)$$

де V^{DDM} — вартість капіталу фірми, розрахованого за методом DDM; d_i — очікувані чисті дивідендні виплати в i -тому році прогнозування; k_e — вартість залучення власного капіталу.

Таким чином, модель DDM містить два базових елементи: майбутні дивіденди та вартість залучення власного капіталу. Перший елемент можна прогнозувати лише на основі очікуваних темпів зростання доходності та норми дивідендних виплат. У свою чергу, очікувана доходність акції визначається її ризиком, яка визначається за допомогою різних методів, зокрема за допомогою коефіцієнта бета.

Неважко помітити, що модель дисконтування дивідендів ігнорує таке джерело вигоди акціонера, як приріст капіталу. Це обґрунтовується тезою про те, що дивіденди, як джерело доходу, більш важливі для інвестора, ніж непевне зростання курсової вартості акцій. Однак, відома теорія дивідендної непотрібності Міллера—Модільяні постулює протилежне: на думку нобелівських лауреатів саме зростання курсовою вартості акцій є основним спонукальним мотивом інвестора, а не дивіденди. Бачимо, що в фінансовій теорії на сьогодні присутні полярні точки зору щодо впливу дивідендів на вартість фірми, тобто теоретичний каркас моделі дисконтування дивідендів доволі хиткий.

На наш погляд, як і в більшості випадків, раціональне зерно присутнє в усіх сторін дискусії. Розглядаючи дивіденди як довгостроковий потік грошових надходжень можна прийти висновку, що вони позитивно впливають на вартість фірми (про це говорить і факт застосування DDM на практиці). Проте в короткостроковому періоді дивіденди не справляють серйозного впливу на вартість фірми. Наприклад, коли керівництво банку оголошує про відмову від дивідендних виплат і капіталізацію прибутку, це означатиме перерозподіл створеної в поточному періоді вартості на майбутні періоди з метою створення в майбутньому ще більшої вартості. Однак було б нелогічно заявляти, що вартість такого банку дорівнюватиме нулю.

Крім теоретичної невизначеності, модель дисконтування дивідендів має і деякі практичні вади. Як зазначає з цього приводу С. Пенмен, даний підхід вимагає наявності прогнозів щодо дивідендних виплат до нескінченності [14]. Однак зважаючи на теорію дивідендної непотрібності Міллера—Модільяні, яка говорить, що ціна акції не пов'язана з тим, коли має місце сплата дивідендів: до чи після горизонту прогнозування [15], прогнозування дивідендів не дає реальної інформації щодо вартості акції. Тому, вважає Пенмен, при оцінці вартості потрібно базуватись на чомусь більш ґрунтовному, ніж дивіденди. Тому, він радить застосовувати дану модель вибірково, зокрема для компаній, які здійснюють стабільну дивідендну політику, тобто фі-

ксоване співвідношення розміру дивідендних виплат до чистого прибутку [10].

Коупленд та інші фокусують увагу на тому, що дисконтування дивідендів дає менше інформації щодо джерел вартості і не так корисно для виявлення нових можливостей створення вартості. Також, вони застерігають, що зміни структури фінансування при використанні даної моделі здатне спотворити вартість компанії, тому необхідне відповідне коригування [2, с. 168—169].

Дамодаран застерігає, що DDM має тенденцію недооцінювати акції з низьким показником Р/Е та високою нормою дивідендних виплат, одночасно недооцінюючи акції з високим коефіцієнтом Р/Е та низькими або нульовими дивідендними виплатами [1, с. 459—460]. Тобто, використовуючи модель дисконтування дивідендів, важко об'єктивно оцінити компанії, які не повністю виплачують акціонерам доходи, що припадають на їхню частку у капіталі.

На сьогодні модель дисконтування дивідендів має обмежене практичне застосування, у фаховій літературі часто висловлюється думка, що вона надто консервативна. Це, на нашу думку, не зовсім справедливо не лише з точки зору теорії, але й практики оцінки вартості. Зокрема, саме за таким підходом радять здійснювати оцінку вартості фінансових інститутів, і особливо банків, Коупленд та ін. [2, с. 169, 500—501], А. Дамодаран [1, с. 773—785].

Модель дисконтування грошових потоків (*Discounted Cash Flows Model — DCFM*) ґрунтується на базовому принципі неокласичної фінансової теорії, що теперішня вартість активу дорівнює скорегованій поточній вартості майбутніх грошових потоків, які активи принесуть протягом періоду їх використання. Відповідно, операційна вартість бізнесу визначається як сума скорегованих за ступенем ризику грошових потоків, які активи забезпечать у майбутньому.

Як видно, ця модель є свого роду продовженням моделі дисконтування дивідендів, однак якщо DDM враховує виплати тільки постачальникам власного капіталу, то DCFM приймає до уваги виплати також постачальникам боргу компанії.

Залежно від цілей оціночної діяльності, існує кілька методів визначення операційного грошового потоку компанії. Як говорилося вище, найбільш адекватним є вільний грошовий потік (*FCF*), який вимірює операційні грошові потоки, доступні власникам капіталу фірми. Існує кілька методів розрахунку вільного грошового потоку, з яких ми представимо наступний:

$$FCF_i = NI_i + i_i (1 - t_i) - \Delta NA_i \quad (2)$$

де FCF_i — вільний грошовий потік в i -му році; NI_i — чистий прибуток фірми в i -му році; i_i — процентні витрати в i -му році; t_i — ставка оподаткування прибутку в i -му році; ΔNA_i — приріст чистих активів фірми в i -му році, що визначається як різниця між активам компанії і безкоштовними зобов'язаними.

З формули (2) видно, що до складу FCF не включають дивіденди, а процентні платежі, котрі враховуються при розрахунку, корегуються на ставку оподаткування з метою уникнення подвійного оподаткування. Взагалі, FCF виражає грошовий потік після оподаткування, що моделює випадок, коли б ресурси компанії складались би лише з акціонерного капіталу. Повністю модель дисконтування грошових потоків може бути представлена наступною формулою:

$$V^{FCF} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCF_i}{(1 + k_W)^i} - D_{BV}, \quad (3)$$

де V^{FCF} — вартість капіталу фірми, розрахованого за методом DCFM; FCF_i — вільні грошові потоки в i -му році прогнозування; k_W — ставка середньозважених витрат на капітал; D_{BV} — балансова вартість боргу.

Що стосується тривалості періоду прогнозування, то він залежить від стабільності галузі, в якій працює компанія, фінансової стабільності самої компанії, сталості макроекономічної ситуації, що включаючи процентні ставки, інфляцію, податкову політику тощо. Як правило, горизонт прогнозування складається від одного до десяти періодів, рідко — до сорока періодів. Формула вартості фірми виглядатиме наступним чином:

$$\begin{array}{l} \text{Вартість} \\ \text{фірми} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Поточна вартість} \\ \text{Операційних} \\ \text{грошових потоків} \\ \text{протягом прогнозного} \\ \text{періоду} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Поточна вартість} \\ \text{Операційних} \\ \text{грошових потоків} \\ \text{після прогнозного пе-} \\ \text{ріоду} \end{array} \quad (4)$$

Другу частину формули (4) називають *залишковою вартістю бізнесу (continuing value — CV, або residual value)*. З урахуванням цього, представимо її наступним чином:

$$\begin{array}{l} \text{Вартість} \\ \text{фірми} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Поточна вартість} \\ \text{операційних грошових} \\ \text{потоків протягом} \\ \text{прогнозного періоду} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Поточна вартість} \\ \text{залишкової вартості} \end{array} \quad (5)$$

На вибір тривалості прогнозного періоду впливають два основних чинники: прогноз періодичних грошових потоків компанії і прогноз її залишкової вартості. Другий чинник обернений першому: більш тривалий період прогнозування зменшує вплив залишкової вартості та поточну вартість фірми і навпаки. При періоді прогнозування понад 20 років залишковою вартістю взагалі можна знехтувати. Коли ж грошові потоки важко піддаються прогнозуванню, прогнозний період необхідно скоротити. В цьому випадку залишкова вартість складатиме лівову частку вартості фірми, або навіть усю її суму.

Важливий принцип фінансової теорії передбачає, що інвестори повинні отримати доходи, котрі адекватні ризикам інвестування. В протилежному разі вони вишукуватимуть більш доходні об'єкти інвестування. Як мінімум, вартість капіталу повинна дорівнювати «*вартості можливості*» (*opportunity cost*), що означає доходність, відповідну альтернативним інвестиціям з еквівалентним ризиком. Цю ставку деколи називають бар'єрною ставкою (*hurdle rate*), так як вона виражає критичне значення доходності з точки зору інвестора (власника).

На практиці для визначення ставки дисконтування застосовуються два підходи:

- 1) середньозважені витрати на залучення капіталу (*weighted average cost of capital — WACC*);
- 2) бар'єрна ставка.

Обидва підходи мають своїх прихильників, хоч у методу середньозважених витрат на капітал їх значно більше. Ці фахівці стверджують, що WACC точніше відображає ризики, які притаманні грошовим потокам фірми. Середньозважені витрати на капітал визначаються як витрати інвесторів за вирахуванням податкових знижок, котрі отримує компанія, наприклад, знижок, що стосуються процентних виплат. Натомість, використання бар'єрної ставки, як свідчать дані досліджень, ефективно при оцінці вартості фірми, котра є об'єктом придбання [16, с. 99].

Потрібно зазначити, що модель дисконтування грошових потоків може мати варіації, які виражають як капітальний, так і операційний підходи до оцінки власного капіталу компанії. Іншими словами, шляхом дисконтування грошових потоків можна або безпосередньо визначати вартість власного капіталу, або оцінювати вартість власного капіталу, спершу визначивши вартість активів фірми.

При уважному розгляді можна зробити висновок, що при застосуванні капітального підходу модель дисконтування грошо-

вих потоків є продовженням моделі дисконтування дивідендів. По-різному трактуються лише грошові надходження, котрі підлягають дисконтуванню. Так, коли в DDM ці надходження приймають вигляд дивідендів, то при капітальному підході DCFM — це залишок грошових потоків після виконання усіх фінансових зобов'язань та потреб у інвестиціях, який визначається як вільні грошові потоки на власний капітал (*free cash flow to equity* — *FCFE*). Різницю між моделями DDM та DFCFEM можна пояснити наступним чином: коли у першому випадку до уваги приймаються виплачені інвесторам кошти, то у другому — ті кошти, які ними зароблені. Застосування методу DFCFEM, таким чином, дає змогу інвесторам побачити наскільки їх реальні надходження відрізняються від вартості, створеною компанією. Якщо співвідношення грошових коштів інвесторів (які включають дивіденди та викуп звичайних акцій) до вільних грошових потоків на власний капітал знаходиться в межах 1, це означає, що виплати акціонерам адекватні тим, що може собі дозволити компанія. Відповідно, якщо цей показник менший за 1, компанія недоплачує акціонерам, коли ж він більший за 1 — виплати перевищують «справедливий» рівень, що може мати місце або за рахунок вичерпання компанією ліквідних коштів, або через емісію нових випусків цінних паперів.

Незважаючи на спорідненість обох моделей, результати оцінки з їх використанням даватимуть аналогічні результати лише за умови реалізації на практиці певних припущень, зокрема, тотожності дивідендів та FCFE, або ж при перевищенні FCFE над дивідендами — інвестування суми перевищення у проекти з нульовою чистою теперішньою вартістю¹. У реальності, результати оцінки за двома методами як правило відрізняються і переважно у сторону перевищення оцінки за методом DCFM результатів дисконтування дивідендів. Різниця між ними виражає вартість контролю над дивідендною політикою компанії.

Операційний підхід у моделі дисконтування грошових потоків передбачає дисконтування вільних грошових потоків фірми (FCFF), які включають суму грошових потоків, які належать усім власникам вимог (claimholders) до фірми². Врахування цих вимог дає перевагу методу дисконтування FCFF у порівнянні з DFCFEM при оцінці компаній, які мають високий рівень фінан-

¹ За умови вірної оцінки проектів ринком, інвестування в них забезпечує нульову чисту теперішню вартість.

² Включаючи й дивіденди на привілейовані акції, котрі не враховувались при розрахунку вільних грошових потоків на власний капітал.

сового важеля. Ще одна перевага стосується методики оцінки: при використанні вільних грошових потоків фірми не потрібно брати до уваги грошові потоки боргу, як це має місце в моделі DFCFEM, а оцінка боргу в довгостроковій перспективі може виявитись достатньо складною, якщо враховувати зміни у фінансовому важелі. Натомість, при оцінці за допомогою FCFE потрібно мати інформацію щодо коефіцієнта боргу та процентних ставок, щоб вирахувати середньозважені витрати на залучення капіталу. Саме тому, лише у випадку адекватного прогнозу щодо фінансового важеля результати оцінки за методами дисконтування вільних грошових потоків фірми та вільних грошових потоків на власний капітал будуть тотожними. В реальності досягнення такої отожності є проблематичним.

На сьогодні модель дисконтування грошових потоків є чи не найпоширенішою методикою оцінки вартості. Хотілося б, однак, зупинитись на недоліках даної моделі, що має принципове значення для оцінки вартості банківської фірми. Зокрема, дискусійним є питання вибору адекватної ставки дисконтування. Крім цього, DCFM вимагає доволі тривалого періоду прогнозування, а це знижує її придатність для фірм, які нарощують свою інвестиційну активність. На практиці існують проблеми в прив'язці даної моделі до системи мотивації керівників, так як чисельність даних ускладнює аналіз і дає змогу маніпулювати ними.

Модель скорегованої поточної вартості (*Adjusted Present Value — APV*), як і DCF-метод, оцінює загальну вартість компанії шляхом дисконтування її майбутніх грошових потоків. Ці моделі подібні ще й тим, що вартість об'єкту визначається не прямо, а як різниця між повною вартістю компанії та ринковою вартістю її боргу.

Модель APV вимірює вартість фірми у два кроки. По-перше, визначається вартість компанії таким чином, що ніби вона фінансується за рахунок власного капіталу. У другий крок додається вартість так званого *податкового щита (tax shield)*, пов'язаного з фінансуванням за рахунок боргу. Зокрема, процентні виплати за борг не підлягають оподаткуванню, використання боргу знижує витрати фірми і підвищує операційні грошові потоки та вільний грошовий потік.

Автор моделі APV Стюарт Майерс поділяв грошові потоки фірми на дві категорії:

1) реальні грошові потоки, котрі відображають поточну вартість майбутніх вільних грошових потоків і можуть бути розра-

ховані, наприклад, за моделлю оцінки капітальних активів (Capital Assets Pricing Model — CAPM);

2) поточну вартість сторонніх ефектів, основним з яких є податковий щит [17].

Так як ризики, пов'язані з даними компонентами, звичайно відрізняються, доцільно їх дисконтувати за різними ставками. Вільний грошовий потік дисконтується на вартість акціонерного капіталу фірми, а грошовий потік, пов'язаний з податковим щитом, дисконтується за ставкою, котра відповідає відповідній вартості боргового капіталу.

Дамодаран пропонує трьохфазну методику оцінки скорегованої поточної вартості. На першому етапі він оцінює вартість фірми без фінансового важеля. На другому етапі враховується поточна вартість податкових преференцій від володіння боргом. Отримані результати сумуються. На третьому етапі оцінки визначається ризик дефолту компанії, який віднімається від попереднього результату [1].

Перевагою методу APV є застосування різних ставок дисконтування для різних компонентів боргу. Особливо прийнятним є застосування APV для оцінки компаній, які мають складну структуру оподаткування, та витрати яких на процентні виплати не відповідають ринковій вартості залучення капіталу [16, с. 139—140]. Однак слід відзначити проблеми, пов'язані з визначенням ризику дефолту компанії.

Модель залишкового прибутку (*residual income model — RIM*) базується на концепції економічного прибутку, запровадженою ще в 1890 р. Альфредом Маршаллом. Ця концепція була фактично наново відкрита у 60-х роках минулого століття Е. Едварсом та П. Беллом, а також М. Міллером та Ф. Модільяні. У 80—90-х роках дана концепція продовжила розвиток у роботах Дж. Олсона, що призвело до появи відповідної моделі оцінки, названої моделлю Едварда—Белла—Олсона (ЕВО). Значний внесок у її розробку внесли С. Пінмен, В. Бернард, П. Олсон. Найбільшим популяризатором моделі економічного прибутку вважають Б. Стюарта, творця знаменитої методики EVA® (Economic Value Added).

Модель залишкового прибутку визначає, що вартість власного капіталу фірми складається з двох складових: балансової вартості власного капіталу на момент оцінки та дисконтованого потоку залишкового прибутку. Залишковим прибутком (*residual income — RI*) прийнято вважати бухгалтерський прибуток компанії за вирахуванням альтернативних витрат на капітал:

$$RI_i = \pi_i - k \cdot I_{i-1}, \quad (6)$$

де π_i — балансовий прибуток i -го року; k — необхідна доходність на капітал; I_{i-1} — балансова вартість інвестицій на початок i -го (кінець $i-1$ року).

Залежно від способу розрахунку балансового прибутку у факховій літературі розглядається два варіанти моделі залишкового прибутку, а саме модель залишкового операційного прибутку та модель залишкового чистого прибутку.

Залишковий операційний прибуток являє собою операційний прибуток компанії, тобто чистий прибуток до процентних витрат, за мінусом альтернативних витрат на капітал. Подамо модель залишкового операційного прибутку у вигляді формули:

$$V_E^{Re OIM} = E_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Re OI_i}{(1 + k_w)^i}, \quad (7)$$

де E_0 — балансова вартість власного капіталу на початок періоду прогнозування; $Re OI_i$ — залишковий операційний прибуток; k_w — середньозважені витрати на капітал (WACC).

Залишковий чистий прибуток є чистим прибутком компанії за вирахуванням альтернативних витрат на капітал. Формула моделі залишкового чистого прибутку наступна:

$$V_E^{REM} = E_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Re_i}{(1 + k_E)^i}. \quad (8)$$

Як впливає з роботи Д. Волкова, за умови вибору адекватних коефіцієнтів дисконтування, моделі залишкового операційного та залишкового чистого прибутку є еквівалентними [6].

Розглядаючи переваги моделі залишкового прибутку не можна не відзначити її відносну простоту та інформативність: за логікою цієї моделі вартість створюють лише грошові надходження, що зароблені компанією понад необхідних доходів. Така ідеологія корелюється з економічною моделлю фірми, позаяк свідчить, що вартість створюють не просто доходи, а надходження, котрі перевищують необхідний рівень доходності. Крім цього, RIM вимагає значно меншого горизонту планування, ніж модель дисконтування грошових потоків, а також придатна для того, щоб лягти в основу системи мотивації керівників компанії. На наш погляд, у порівнянні з вільним грошовим потоком, узагальнений показник, на кшталт згаданого EVA[®], служить більш зрозумілим індикатором результативності банку, як для інсайдерів банку, так і інших груп зацікавлених осіб.

У дійсності, результати оцінки за методом залишкового прибутку може співвідноситись з аналогічною оцінкою за методом дисконтування грошових потоків. Однак простота моделі залишкового прибутку дозволяє менеджменту отримати користь від обмежень, закладених у дану методику оцінки. Також, гіпотетично, менеджери можуть вдаватись до більш ризикованих інвестицій, що призведе до підвищення економічного прибутку зараз проти зниження темпів зростання вартості в майбутньому.

Вибір адекватної моделі оцінки є важливим завданням менеджменту, адже «вмонтувавши» цю модель у стратегію діяльності компанії, власники та / або керівники отримують індикатор результативності фірми, якості управління. Тож запропонована нами класифікація, як і аналіз переваг та недоліків окремих моделей оцінки, покликані допомогти уникнути помилок у процесі вартісноорієнтованого управління. Однак при цьому потрібно зауважити, що модель оцінки сама по собі не здатна забезпечити створення вартості.

Література

1. *Дамодаран Асват*. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. — 2-е изд., исправл. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 1341 с.
2. *Коупленд Т., Коллер Т., Мури Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. — 576 с.
3. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. — Free Press: N. Y., 1986.
4. *Синки Дж.* Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 1018 с.
5. *Stewart B.* The Quest for Value: A Guide for Senior managers. — N.Y., 1999.
6. *Волков Д. Л.* Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компаний: проблема совместимости. — Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 8. — Вып. 3 (№ 24). — С. 3—36.
7. *Васильченко З. М.* Комерційні банки: реструктуризація та реорганізація: Монографія. — К.: Кондор, 2004. — 528 с.
8. *Мендрул О. Г.* Управління вартістю підприємств: Монографія. — К.: КНЕУ, 2002. — 272 с.
9. *Туркало Р., Ткачук Н.* Проблеми оцінки ринкової вартості капіталу банку. — Світ фінансів. — Вип. 3 (12). — 2007. — С. 144—154.
10. *Copeland T., Koller T., Murrin J.* Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. — N.Y., 1995.

11. *Black A., Wright P., Davis J.* In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance. — London: Financial Times Prentice Hall, 2001. — 366 p.

12. *Williams J.* The Theory of Investment Value. — Harvard University Press: Cambridge, MA, 1938.

13. *Gordon M., Shapiro E.* Capital equipment analysis: The required rate of profit. — Management Science 3 (1): 102–110. 1956.

14. *Penman S.* A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculation for the Dividend Discount Model. — Review of Accounting Studies. — 1998. — N 2. — P. 303–323.

15. *Miller M., Modigliani F.* Dividend policy, Growth and Valuation of Shares. — Journal of Business. 1961. — Vol. 34. — October. — P. 411–433.

16. *Феррис Кеннет, Пеширо Барбара Петти.* Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении: Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2005. — 256 с.

17. *Myers S. C.* Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: Implications for Capital Budgeting. — Journal of Finance. January 1974. — P. 1–25.

Стаття надійшла до редакції 15.01.2008 р.

УДК 336.64

О. В. Іщук,
аспірант кафедри фінансів підприємств,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

ПРОБЛЕМИ ФІНАНСУВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

В статті аналізуються проблеми фінансування інноваційної діяльності підприємств, акцентуючи увагу на системності та комплексності даного питання. Актуальність проблеми статті заключається в недостаточності раскрытия научної літературою чітких методик і комплексних систем введе­ння фінансування інноваційної діяльності на підприємстві.

The article considers the problems of financing of innovative activity of enterprises and accenting attention on the system and complexity of the given question. Actuality of problems of the article consists in insufficiency of opening by scientific literature of clear methods and complex systems of introduction of financing of innovative activity on an enterprise.

Ключові слова: інновації, фінансування інноваційної діяльності підприємства, джерела фінансування інноваційної діяльності підприємства, групування джерел фінансування інноваційної діяльності підприємства.