
ЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ В УПРАВЛІННІ ДІЯЛЬНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВ

УДК 657 (470+571)

Юлія МАНАЧИНЬСКА

кандидат економічних наук,
старший викладач кафедри обліку і аудиту,
Чернівецький торговельно-економічний інститут КНТЕУ

МОДЕЛЮВАННЯ ПРИРОСТУ ЕКОНОМІЧНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА НА ОСНОВІ АКТУАРНОГО БАЗИСУ

У статті розкрито процес фундаментального аналізу приросту економічної вартості бізнесу в ході здійснення основної операційної діяльності підприємства на базі актуарної фінансової звітності із застосуванням зарубіжного досвіду. Наведено модель залишкового операційного прибутку, в основу якої покладено формулу Гордона та статичне балансове рівняння актуарного бухгалтерського обліку.

Ключові слова: модель, економічна вартість, фундаментальний аналіз, власний капітал, актуарна звітність, операційний прибуток, операційні активи, операційні зобов'язання.

У західній економіці фірми оперують на глобальних ринках капіталу, через які здійснюються операції з акціями та іншими корпоративними заощадженнями потужних корпорацій світу. Для невеликих компаній існують інші різноманітні джерела залучення коштів – від приватних інвесторів до публічних акціонерних товариств з обмеженою відповідальністю, що входять у лістинг фондової біржі [1, с. 188].

Сучасна економіка України теж характеризується суттєвим зростанням ролі фінансових інститутів, біржових та інших інвесторів у залученні джерел фінансування бізнесу, що необхідні для реалізації програм розвитку суб'єктів господарювання в умовах зростання інвестиційної активності на вітчизняному ринку капіталу та залучення іноземних інвестицій.

Біржові інвестори та інші учасники фінансового сектору економіки приймають рішення про вкладення коштів у ту чи іншу організацію за результатами оцінки її інвестиційної привабливості та економічної вартості, що створюється. Основним джерелом фінансової інформації для оцінки вартості комерційної організації виступає їх фінансова звітність [2, с. 128].

А. І. Шигаєв [3] робить акцент на тому, що сучасна фінансова звітність дуже часто зазнає критичної оцінки з точки зору корисності інформації, що в ній наводиться, для прогнозування майбутніх грошових потоків та оцінки вартості організації. У зв'язку з цим для аналізу доданої вартості підприємства чимало біржових та інших інвесторів трансформують традиційну фінансову звітність і фактично отримують нову модель актуарної фінансової звітності, яка надає можливість точніше визначати розмір, терміни та ймовірність майбутніх грошових потоків й результатів діяльності підприємства.

В умовах поглиблення ринкових перетворень зарубіжні аналітики та інвестори складають актуарну фінансову звітність на підготовчому етапі аналізу і оцінки вартості підприємства шляхом трансформації бухгалтерської звітності, що підготовлена відповідно до

МСФЗ [3].

Оцінка вартості бізнесу, тобто реального його приросту загалом на базі актуарної фінансової звітності передбачає паралельне проведення фундаментального аналізу акцій обраного суб'єкта господарювання. Саме застосування методичного інструментарію фундаментального аналізу створює сприятливе підґрунтя для виявлення неправильно оціненого акціонерного капіталу.

Розкриттю змісту процесу моделювання приросту економічної вартості підприємства в ході здійснення основної операційної діяльності присвячені праці таких зарубіжних вчених, як Г. Александер, Д. Бейлі, В. Б. Івашкевич, В. Г. Когденко, М. В. Мельник, Дж. А. Охлсон, С. Пенман, А. І. Шигаєв, У. Шарп та ін.

В умовах поглиблених ринкових перетворень та інвестиційної активності на ринку капіталу України постає нагальна необхідність побудови дієвої системи оцінки вартості суб'єкта господарювання на базі актуарної звітності із здійсненням у паралельній проекції фундаментального аналізу об'єктивної оцінки їх акціонерного капіталу на базі зарубіжного досвіду.

Основною метою статті є пошук раціонального алгоритму процесу моделювання приросту економічної вартості підприємства на підставі даних актуарних розрахунків з точки зору його корисності та з метою застосування в процесі прогнозування майбутніх грошових потоків суб'єкта господарювання на основі детальної характеристики підходів зарубіжних науковців у сфері обліково-аналітичного забезпечення системи управління бізнесом.

Інвестиційна діяльність як вкладення інвестицій у здійснення практичної діяльності з ціллю отримання прибутку або досягнення іншого корисного результату надзвичайно різноманітна та обумовлюється цілями та задачами інвестора, їх можливістю брати участь у реалізації певної ідеї, без якої не варто приступати до використання грошових коштів. Якщо розглядати купівлю цінних паперів як джерело отримання

додаткового доходу у вигляді дивідендів, при цьому, природно, остерігатися програшу, то потрібно під час придбання останніх особливу увагу звертати на те, хто виступає емітентом, яка його фінансова історія, який ризик вкладення [7, с. 3]

Для операцій на ринках капіталу застосовуються засоби фінансового забезпечення (цінні папери). Цінний папір виступає засобом заощадження, який обертається (передається). Фірма, яка потребує інвестицій, має можливість отримати необхідний капітал одним із наступних способів: продати частку участі у власному капіталі підприємства; взяти позику на невизначений або фіксований термін. За своєю

сутністю, на думку Б. Раяна [1], позика схожа на договір оренди, коли предметом оренди виступає сума позики, а орендною платою – відсотки, що сплачуються.

На думку У. Шарп, Г. Александер та Д. Бейлі, процес фундаментального аналізу містить пошук та виявлення таких ситуацій, у яких оцінка фінансовим аналітиком майбутніх доходів, є, на думку аналітиків, більш точними порівняно із загальноприйнятими оцінками та ще не отримали відображення в ринковому курсі цінних паперів [6, с. 793].

Етапи процесу фундаментального аналізу акцій наведено на рис. 1.

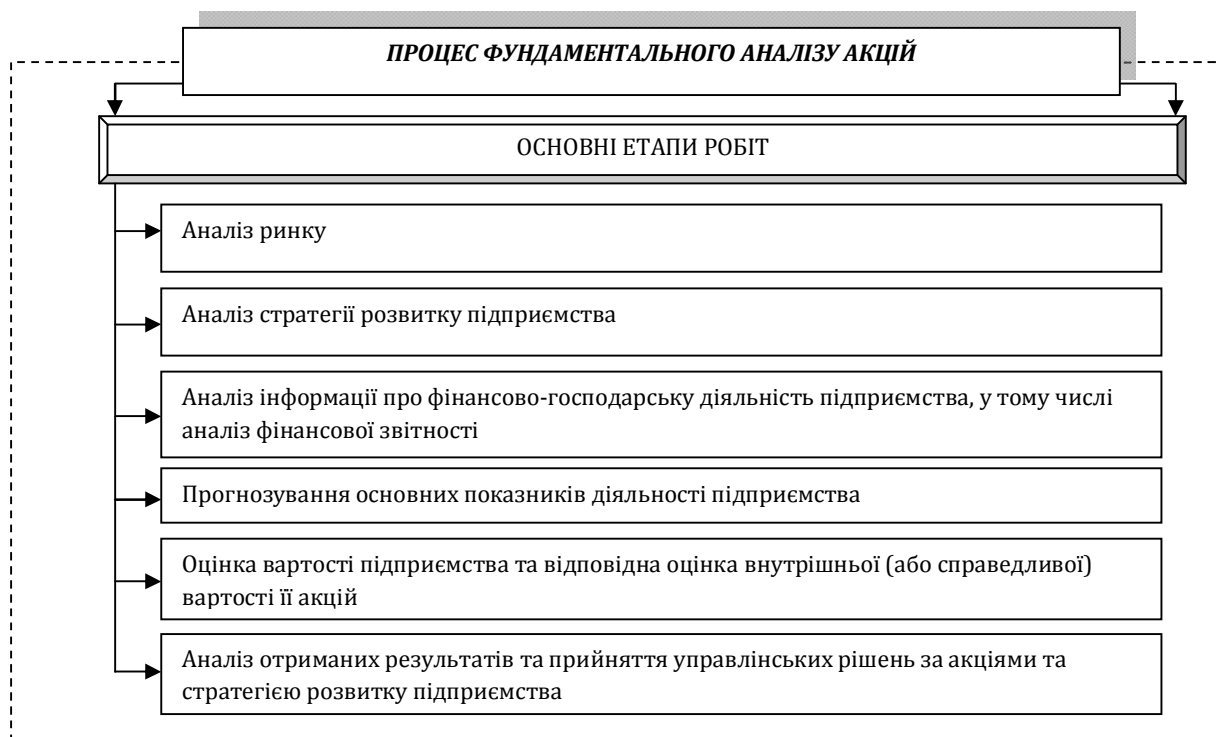


Рис. 1. Основні етапи робіт у процесі фундаментального аналізу акцій суб'єкта господарювання [2, с. 129-130]

Виконання першого етапу, яким, як видно з даних рис.1, є аналітична оцінка ринку, дозволяє розібратися із ринковою ситуацією, оцінити перспективи розвитку ринку, виявити рушійні сили приросту економічної вартості, визначити типову модель взаємодії в динаміці чинників приросту економічної вартості, вивчити вплив прогнозних обчислень на розвиток економіки та галузі на цю модель [2].

Реалізація другого та третього етапів фундаментального аналізу дозволяє вивчити різницю між системою чинників приросту економічної вартості підприємства та типової галузевої моделі чинників приросту вартості. Загалом перші три етапи фундаментального аналізу акцій спрямовані на формування інформаційної бази для наступного етапу.

На етапі прогнозування складаються взаємопов'язані прогнози рушійних чинників приросту економічної вартості на базі актуарної фінансової звітності та здійснюється попередня оцінка їх виконання. У разі, якщо прогноз актуарної фінансової звітності виявляється невиконаним (тобто, якщо підприємство не може забезпечити прогнозний обсяг капіталовкладень), то за таких обставин прогноз

рушійних чинників формування приросту доданої вартості повинен бути переглянутий [3].

Рішення щодо стратегії розвитку суб'єкта господарювання приймаються керівниками вищих ланок управління за результатами оцінки прогнозної динаміки вартості підприємства і порівняння доходів із витратами [2, с. 130].

Відповідно до чинного законодавства в Україні рівноправними учасниками ринку цінних паперів можуть бути як індивідуальні та корпоративні інвестори, так і інституціональні інвестори. Вони можуть виступати інвесторами, посередниками по біржових та небіржових операціях, випускати власні цінні папери та здійснювати операції з цими та іншими цінними паперами [7, с. 2].

У процесі оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів або під час здійснення будь-яких капіталовкладень постійно виникає проблема співвідношення грошових коштів, витрачених або отриманих у різні моменти часу. Проблема полягає не тільки в тому, що інвестори, володіючи вільними грошовими коштами, мають альтернативні можливості їх використання та отримання прибутку, але і різної

цінності грошових коштів у часі [7, с. 320].

За таких обставин побудована на базі прогнозних розрахунків актуарна фінансова звітність стає дієвим підґрунтям для об'єктивного фундаментального аналізу приросту економічної вартості суб'єкта господарювання в ході здійснення основної операційної діяльності за активного ринку капіталу.

Розрахунок вартості суб'єкта господарювання для акціонерів (або економічної вартості власного капіталу підприємства, V_{BK}) за даними актуарної фінансової звітності при застосуванні моделі залишкового прибутку, здійснюють за формулою:

$$V_{BK} = BK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{ЗалП_t}{(1+k_E)^t} + \frac{CV_{ЗалП}}{(1+k_E)^T}, \quad (1)$$

де BK_0 – величина власного капіталу підприємства у звітному році; $ЗалП_t$ – залишковий прибуток підприємства (residual earning – RE) в рік t ; T – тривалість періоду прогнозування, років; $CV_{ЗалП}$ – продовжена вартість залишкового прибутку в постпрогнозованому періоді; k_E – необхідна норма дохідності власного капіталу [3].

Обсяг прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства в рік t , розраховується наступним чином:

$$ЗалП_t = СП_t - BK_{t-1} * k_E = (ROCE - k_E) * BK_{t-1}, \quad (2)$$

де $СК_t$ – сукупний прибуток підприємства в рік t ; BK_{t-1} – розмір власного капіталу підприємства в попередньому (базисному) році – році $(t - 1)$; $ROCE$ – рентабельність власного капіталу (як співвідношення

$$V_{BK} = ЧОА_0 + \sum_{t=1}^T \frac{ЗалОП_t}{(1+k_F)^t} + \frac{CV_{ЗалОП}}{(1+k_F)^T} - ЧФЗ_0 = BK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{ЗалОП_t}{(1+k_F)^t} + \frac{CV_{ЗалОП}}{(1+k_F)^T}. \quad (5)$$

У західній економічній думці формула (5) отримала назву моделі залишкового операційного прибутку. З одного боку, модель дає змогу значно полегшити роботу по прогнозуванню та оцінці вартості господарюючого суб'єкта, оскільки аналітику безпосередньо під час її застосування не потрібно оцінювати чисті фінансові зобов'язання та прогнозувати чисті фінансові витрати [3].

З іншого боку, модель операційного прибутку, який залишається в розпорядженні суб'єкта господарювання, підкреслює важливість операційної діяльності, в ході якої створюється економічна вартість. Фінансова діяльність може обумовити суттєве зростання рентабельності власного капіталу за рахунок реалізації ефекту фінансового левериджу. Останній базується на прирості рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикових джерел фінансування господарської діяльності підприємства. Проте відповідно до базової концепції фінансового менеджменту таке збільшення рентабельності власного капіталу не чинить впливу на вартість підприємства для акціонерів [2].

Застосування моделі залишкового операційного прибутку створює для аналітиків можливість проігнорувати фінансову діяльність, яка не створює

між обсягом сукупного прибутку та середньорічною вартістю власного капіталу) [3].

Методика обчислення приросту економічної вартості залежить від прийнятого припущення про динаміку прибутку, що залишається у розпорядженні підприємства в постпрогнозованому періоді. Найбільш розповсюдженим є припущення про постійний приріст g , при якому формула Гордона для розрахунку приросту економічної вартості прибутку в постпрогнозованому періоді має наступний вигляд:

$$CV_{ЗалП} = \frac{ЗалП_T * (1-g)}{k_E - g}, \quad (3)$$

де $ЗалП_T$ – величина прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства в останній період прогнозування [2].

Відповідно до статичного балансового рівняння актуарного обліку економічна вартість власного капіталу підприємства дорівнює різниці між економічною вартістю чистих операційних активів ($V_{ЧОА}$) і економічною вартістю чистих фінансових зобов'язань ($V_{ЧФЗ}$):

$$V_{СК} = V_{ЧОА} - V_{ЧФЗ}, \quad (4)$$

Таким чином, якщо чисті фінансові зобов'язання відображаються в актуарному бухгалтерському балансі за справедливою вартістю, то економічна вартість чистих фінансових зобов'язань рівна їх балансовій вартості у звітному періоді ($V_{ЧФЗ} = ЧФЗ_0$). За таких обставин розрахунок вартості суб'єкта господарювання для акціонерів із урахуванням формули статистичного балансового рівняння актуарного обліку ($V_{BK} = ЧОА - ЧФЗ$) А. І. Шигаєв [2] подає наступним чином:

економічну вартість, та сконцентрувати увагу на економічній вартості – операційній діяльності підприємства [3].

За результатами проведеного дослідження процесу фундаментального аналізу приросту економічної вартості на основі актуарного базису здійснено теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення завдання для вітчизняної практики аналізу, яке полягає в обґрунтуванні методичних засад моделювання результатів основної операційної діяльності, в основу якого покладено формулу Гордона, та статичне балансове рівняння актуарного обліку, що сприятиме удосконаленню перспективного аналізу та прийняттю на його основі дієвих управлінських рішень.

Науково-технічний процес, визнаний у всьому світі якості одного із найважливіших факторів економічного розвитку підприємства, часто пов'язують з інвестиційним. Проблема залучення інвестиційних вкладень, які за своїм змістом здатні створити необхідні передумови для економічного розвитку країни та окремих її регіонів, стає першочерговою за умов активного ринку капіталу в Україні. Проте вона виступає не останньою на шляху досягнення поставлених цілей ефективності господарювання загалом.

Саме тому на перший план виходить об'єктивне інформаційне джерело для здійснення фундаментального аналізу приросту економічної вартості бізнесу в ході основної діяльності – актуарна фінансова звітність. Побудована на базі прогнозних розрахунків, остання забезпечує оцінку релевантних витрат та прийняття обґрунтованих управлінських рішень протягом усього періоду ретроспективи із урахуванням надійності та точності прогнозу загалом.

Упровадження у вітчизняну практику оцінки прибутковості господарювання за моделлю залишкового операційного прибутку сприятиме

здійсненню акценту на основній операційній діяльності підприємства, без ретельної оцінки чистих фінансових зобов'язань та понесених протягом усього періоду ретроспективи фінансових витрат.

Тобто першоосновою в ході проведення фундаментального аналізу приросту доданої вартості бізнесу повинна стати основна діяльність суб'єкта господарювання, яка виступає фундаментом та рушійним чинником здійснення діяльності на ринку капіталу з метою отримання бажаних фінансових результатів від операційної діяльності.

Список літератури

1. Райан Б. Стратегический учет для руководителя [Текст] / Б. Райан ; пер. с англ. В. М. Микрюкова. – М. : ЮНИТИ, 1998. – 616 с.
2. Шигаев А. И. Актуарный учет и использование его данных для управления [Текст] / А. И. Шигаев ; под ред. д-ра экон. наук, проф. В. Б. Ивашкевича. – М. : Магистр : ИНФРА-М, 2011. – 224 с.
3. Шигаев А. И. Оценка акций и стоимости коммерческих организаций на основе новой модели финансовой отчетности [Текст] / А. И. Шигаев // Экономический анализ: теория и практика. – 2010. – № 33. – С. 47 – 56.
4. Шигаев А. И. Развитие модели финансовой отчетности в МСФО [Текст] / А. И. Шигаев // Международный бухгалтерский учет. – 2010. – № 16. – С. 47 – 58.
5. Мельник М. В., Когденко В. Г. Экономический анализ в аудите [Текст] / М. В. Мельник, В. Г. Когденко. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 257 с.
6. Шарп У. Ф. Инвестиции [Текст] / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александр, Дж. В. Бэйли; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 249 с.
7. Колтынюк Б. А. Инвестиции [Текст] / Б. А. Колтынюк / [учебник]. – СПб. : Изд-во Михайлова В. А. – 2003. – 848 с.
8. Ohlson J. A. On accounting-based valuation formulae / J. A. Ohlson // Review of Accounting Studies. 2005. Vol. 10. – P. 41 – 47.
9. Ohlson J. A. Juettner-Nauroth B. E. Expected EPS and EPS growth as determinants of value / J. A. Ohlson, B. E. Juettner-Nauroth // Review of Accounting Studies. 2005. Vol. 10. – P. 63 – 72.
10. Penman S.H. Financial Statement Analysis and Security Valuation / S.H. Penman. – 3rd ed. New York : McGraw-Hill / Irwin, 2007. – P. 58 – 65.

РЕЗЮМЕ

Маначинская Юлия

Моделирование прироста экономической стоимости предприятия на основе актуарного базиса

В статье раскрыт процесс фундаментального анализа прироста экономической стоимости бизнеса в ходе осуществления основной операционной деятельности предприятия на базе актуарной финансовой отчетности с применением зарубежного опыта. Предложена модель остаточной операционной прибыли, в основу которой положена формула Гордона и статическое балансовое уравнение актуарного бухгалтерского учета.

RESUME

Manachynska Yulia

A modeling of increase of economic cost of enterprise on the basis of actuarial base

In the article the process of fundamental analysis of increase of economic cost of business is exposed in the process of realization of basic operating activity of enterprise on the base of the actuarial financial reporting with application of foreign experience. There has been proposed model of remaining of operating profit on the basis of the formula of Gordon.

Стаття надійшла до редакції 24.02.2013 р.