

РОЗДІЛ 7

ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 658.14/.17

Давидов О. І.

Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна

МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФІНАНСОВОЇ ОЦІНКИ ФУНДАМЕНТАЛЬНО-СТЕЙКХОЛДЕРСЬКОЇ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

У статті досліджено питання розроблення методичного інструментарію фінансової оцінки фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості підприємств. Розглянуто показник фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості як індикатор фінансового результату діяльності підприємств. Побудовано систему показників фінансової оцінки фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості підприємств. Запропоновано авторську методику фінансової оцінки фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості підприємств.

Ключові слова: фундаментально-стейкхолдерська додана вартість, фінансова оцінка, показник, фінансовий результат, доходи, витрати, капітал.

Постановка проблеми. Впровадження інноваційної концепції вартісно-орієнтованого управління забезпечує розвиток підприємств за траєкторією зростання їх вартості.

Реалізація концепції вартісно-орієнтованого управління на мікрорівні сучасної економіки має бути спрямована на збільшення фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості (Fundamental and Stakeholder Value Added, FSVA), в якій відображається інтегральна оцінка додаткових фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів. Фундаментально-стейкхолдерська додана вартість є новою керованою вартістю, максимізація якої в процесі вартісно-орієнтованого управління забезпечує ефективний та стійкий розвиток підприємства на довгострокову перспективу шляхом найбільш повного задоволення як власних фінансових інтересів, так і фінансових інтересів його основних стейкхолдерів.

Впровадження системи вартісно-орієнтованого управління за критерієм зростання фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості потребує розроблення ефективного методичного інструментарію її фінансової оцінки в сучасних умовах функціонування підприємств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Методичні питання оцінки вартості підприємств досліджували у своїх працях такі вчені, як Г. Арнольд [1], Д.Л. Волков [2], А. Дамодаран [3], Р.І. Заворотній [4], І.В. Івашковська [5], Т. Коллер [6; 7], М. Гоедхарт [6], Д. Весселс [6], Т. Коупленд [7], Дж. Муррін [7], О.В. Мілінчук [8], К.О. Прохоров [9], І.І. Таранов [10], Н.В. Шевчук [11]. Особлива увага цими науковцями приділяється вивченню методичних аспектів оцінки економічної доданої вартості (Economic Value Added, EVA), ринкової доданої вартості (Market Value Added, MVA), рентабельності інвестицій за грошовими потоками (Cash Flow Return on Investment, CFROI), грошової доданої вартості (Cash Value Added, CVA), акціонерної доданої вартості (Shareholder Value Added, SVA), доданої вартості для стейкхолдерів (Stakeholder Value Added, STVA).

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Науковцями не розкрито зміст показника фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості з фінансової точки зору. Дослідниками не побудована система показників фінансової оцінки

фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості. Вченими не розроблена методика фінансової оцінки фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості підприємств.

Мета статті полягає в розробленні методичного інструментарію фінансової оцінки фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості підприємств у сучасних економічних умовах.

Виклад основного матеріалу. З фінансової точки зору показник фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості є індикатором фінансового результату, в якому відображається інтегральна оцінка додаткових фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів. Фінансовий результат є підсумком певного зіставлення доходів та витрат діяльності суб'єкта господарювання. У зв'язку з цим проблематика розроблення методичного інструментарію фінансової оцінки фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості (ця проблематика розглядається щодо виробничих промислових підприємств) пов'язана передусім з ідентифікацією доходів та витрат, різниці між якими могла би служити кількісним виміром додаткових фінансових вигід підприємства та його головних стейкхолдерів.

Вихідним пунктом розв'язання вище сформульованого завдання є визначення доходів, які отримує підприємство в процесі своєї діяльності. Ці доходи є джерелами створення додаткових фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів, а також збільшують фундаментально-стейкхолдерську додану вартість.

Доходи підприємства повинні включати операційні та неопераційні доходи. Операційні доходи – це доходи від операційної діяльності; неопераційні доходи об'єднують доходи, не пов'язані з операційною діяльністю підприємства. Операційні та неопераційні доходи у сукупності формують загальний дохід. Розрахунок цього показника можна представити так:

$$I_t = I_{op} + I_{nop}, \quad (1)$$

де I_t – загальний дохід; I_{op} – операційні доходи; I_{nop} – неопераційні доходи.

Складові загального доходу можуть бути визначені за даними фінансової звітності підприємств.

Операційні доходи визначаються так:

$$I_{op} = I_n + I_{oo} + I_{mva}, \quad (2)$$

де I_n – чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг); I_{oo} – інші операційні доходи; I_{mva} – дохід від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю.

Неопераційні доходи розраховуються за формулою:

$$I_{nop} = I_e + I_{of} + I_o + I_c, \quad (3)$$

де I_e – дохід від участі в капіталі; I_{of} – інші фінансові доходи; I_o – інші доходи; I_c – дохід від благодійної допомоги.

Компоненти операційних та неопераційних доходів підприємства у формулах (2) і (3) мають такі коди рядків у «Звіті про фінансові результати (Звіті про сукупний дохід)» (форма № 2): чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) – 2000; інші операційні доходи – 2120; дохід від зміни вартості активів, які оцінюються за справедливою вартістю (додаткова стаття) – 2121; дохід від участі в капіталі – 2200; інші фінансові доходи – 2220; інші доходи – 2240; дохід від благодійної допомоги (додаткова стаття) – 2241.

Отримання суб'єктом господарювання доходів пов'язане з певними витратами. У процесі формування фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості ці витрати зменшують додаткові фінансові вигоди підприємства та його ключових стейкхолдерів, відповідно, величину цієї вартості.

Фінансова оцінка фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості потребує врахування величини повних витрат, з якими пов'язане отримання загального доходу. В цьому контексті слід розглянути передусім явні (визнані) витрати, що відображаються у фінансовій звітності підприємств (експліцитні витрати). За ознакою участі у формуванні фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів ці витрати необхідно розділити на нестратегічні та стратегічні експліцитні витрати.

Нестратегічні експліцитні витрати виконують підтримуючу функцію в процесі формування фундаментально-стейкхолдерської вартості; їх здійснення безпосередньо не пов'язане зі створенням фінансових вигід підприємства та його головних стейкхолдерів.

До нестратегічних експліцитних витрат слід віднести такі витрати, як матеріальні затрати, амортизація, інші операційні витрати, втрати від участі в капіталі, інші витрати.

Цільовим призначенням стратегічних експліцитних витрат є забезпечення формування фундаментально-стейкхолдерської вартості шляхом створення фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів.

Стратегічними експліцитними витратами доцільно вважати такі витрати, як витрати на оплату праці, відрахування на соціальні заходи, фінансові витрати, витрати з податку на прибуток.

Економічний зміст нестратегічних експліцитних витрат обумовлює необхідність зменшення загального доходу підприємства на їх величину під час фінансового оцінювання фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості. Залишковий дохід, що розрахований таким способом, автором пропонується назвати фундаментально-стейкхолдерським доходом (Fundamental and Stakeholder Income, FSI).

Фундаментально-стейкхолдерський дохід характеризує величину отриманого поточного фінансового результату, який слугує основою формування фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів. Таке призначення фун-

даментально-стейкхолдерського доходу реалізується шляхом його подальшого розподілу. Саме в процесі розподілу фундаментально-стейкхолдерського доходу забезпечується формування вищезазначених фінансових вигід через здійснення стратегічних експліцитних витрат і створення чистого прибутку.

Стратегічні експліцитні витрати у формі витрат на оплату праці спрямовані на формування фінансових вигід персоналу, у формі відрахувань на соціальні заходи та витрат з податку на прибуток – на формування фінансових вигід держави, у формі фінансових витрат – на формування фінансових вигід кредиторів. Створення чистого прибутку в процесі розподілу фундаментально-стейкхолдерського доходу забезпечує формування фінансових вигід підприємства та його власників.

Таким чином, показник фундаментально-стейкхолдерського доходу містить інтегровану оцінку фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів, тому може вважатись узагальненим фінансовим індикатором фундаментально-стейкхолдерської вартості.

Фактично показник фундаментально-стейкхолдерського доходу у вигляді фінансового результату будується на основі концепції розширеної доданої вартості.

Додана вартість є новою вартістю, яка створена в результаті операційної діяльності безпосередньо на підприємстві живою працею за допомогою засобів виробництва. Додана вартість визначається шляхом віднімання від виручки від реалізації продукції витрат проміжного споживання (матеріальних затрат, амортизації тощо).

Використання концепції розширеної доданої вартості для оцінювання фундаментально-стейкхолдерського доходу як показника фінансового результату передбачає врахування не тільки доданої вартості, яка створюється в процесі операційної (основної) діяльності суб'єкта господарювання, але й додаткової вартості в результаті здійснення неопераційної діяльності підприємства.

Метод визначення фундаментально-стейкхолдерського доходу шляхом віднімання із загального доходу нестратегічних експліцитних витрат фактично є залишковим. Розрахунок фундаментально-стейкхолдерського доходу (FSI) залишковим методом можна представити так:

$$FSI = I_t - E_{ne}, \quad (4)$$

де E_{ne} – нестратегічні експліцитні витрати.

Нестратегічні експліцитні витрати у формулі (4) розраховуються таким чином:

$$E_{ne} = E_m + A + E_{oo} + L_e + E_o, \quad (5)$$

де E_m – матеріальні затрати; A – амортизація; E_{oo} – інші операційні витрати; L_e – втрати від участі в капіталі; E_o – інші витрати.

Складові нестратегічних експліцитних витрат підприємства у формулі (5) мають такі коди рядків у «Звіті про фінансові результати (Звіті про сукупний дохід)» (форма № 2): матеріальні затрати – 2500, амортизація – 2515, інші операційні витрати – 2520, втрати від участі в капіталі – 2255, інші витрати – 2270.

Для обчислення фундаментально-стейкхолдерського доходу може бути використаний також адитивний (сумарний) метод. За цього методу показник фундаментально-стейкхолдерського доходу розраховується як сума часток, на які він розподіляється в процесі задоволення фінансових інтересів підприємства та його ключових стейкхолдерів.

За адитивного методу фундаментально-стейкхолдерський дохід визначається так:

$$FSI = E_{sc} + P_n, \quad (6)$$

де E_{sc} – стратегічні експліцитні витрати; P_n – чистий прибуток.

Стратегічні експліцитні витрати у формулі (6) обчислюються так:

$$E_{sc} = E_p + P_s + E_f + E_{pt}, \quad (7)$$

де E_p – витрати на оплату праці; P_s – відрахування на соціальні заходи; E_f – фінансові витрати; E_{pt} – витрати з податку на прибуток.

Складові стратегічних експліцитних витрат підприємства у формулі (7) мають такі коди рядків у «Звіті про фінансові результати (Звіті про сукупний дохід)» (форма № 2): витрати на оплату праці – 2505, відрахування на соціальні заходи – 2510, фінансові витрати – 2250, витрати з податку на прибуток – 2300.

Відповідно до методів визначення показника фундаментально-стейкхолдерського доходу слід розрізнити залишковий фундаментально-стейкхолдерський дохід, який розраховується за формулою (4), та адитивний фундаментально-стейкхолдерський дохід (він обчислюється за формулою (6)).

Можливості застосування вищезазначених методів обумовлені механізмом створення та розподілу фундаментально-стейкхолдерського доходу.

Стосовно визначення доданої вартості залишковий та адитивний методи досліджувала у своїх наукових працях низка вчених [12, с. 124–143; 13, с. 50–53].

За своєю економічною сутністю залишковий фундаментально-стейкхолдерський дохід характеризує величину справді створеної в процесі фінансово-господарської діяльності підприємства фундаментально-стейкхолдерської вартості та визначає фінансову базу для формування фінансових вигід підприємства, а також його ключових стейкхолдерів. Показник залишкового фундаментально-стейкхолдерського доходу відображає розмір фінансової відповідальності суб'єкта господарювання щодо отримання фінансового результату, який забезпечує задоволення власних та стейкхолдерських фінансових інтересів.

Адитивний фундаментально-стейкхолдерський дохід – це розподілена фундаментально-стейкхолдерська вартість. Адитивний фундаментально-стейкхолдерський дохід є підсумком складання величин конкретних фінансових вигід підприємства та його основних стейкхолдерів. Ці фінансові вигоди утворюються в результаті розподілу залишкового фундаментально-стейкхолдерського доходу через здійснення стратегічних експліцитних витрат і формування чистого прибутку.

Адитивний фундаментально-стейкхолдерський дохід може відрізнитись від залишкового фундаментально-стейкхолдерського доходу за величиною, що обумовлене передусім різним способом використання в розрахунках цих показників операційних витрат.

Під час визначення залишкового фундаментально-стейкхолдерського доходу враховуються операційні витрати у вигляді тільки їх окремих елементів (матеріальні затрати, амортизація та інші операційні витрати), які віднесені до нестратегічних експліцитних витрат і відображаються у розділі III «Звіту про фінансові результати (Звіту про сукупний дохід)» (форма № 2).

Адитивний фундаментально-стейкхолдерський дохід складається не лише з окремих елементів операційних витрат (витрати на оплату праці,

відрахування на соціальні заходи), які є стратегічними експліцитними витратами та відображаються в розділі III «Звіту про фінансові результати (Звіту про сукупний дохід)» (форма № 2), але й з компонентів (витрат з податку на прибуток і чистий прибуток), що визначаються з урахуванням всіх операційних витрат у розділі I цього звіту.

Суми операційних витрат у розділах I та III «Звіту про фінансові результати (Звіту про сукупний дохід)» (форма № 2) можуть не співпадати у зв'язку зі специфікою їх бухгалтерського обліку та відображення у фінансовій звітності підприємств, тому одночасне використання під час визначення адитивного фундаментально-стейкхолдерського доходу операційних витрат з розділів I та III вищезазначеного Звіту може приводити до отримання його величини, яка буде відрізнитись від залишкового фундаментально-стейкхолдерського доходу (у його розрахунку застосовуються тільки певні елементи операційних витрат з розділу III «Звіту про фінансові результати (Звіту про сукупний дохід)» (форма № 2)).

Крім того, у збиткових підприємств такі складові адитивного фундаментально-стейкхолдерського доходу, як витрати з податку на прибуток і чистий прибуток, приймають нульові значення, що обумовлює за інших рівних умов відповідне перевищення адитивного фундаментально-стейкхолдерського доходу над залишковим фундаментально-стейкхолдерським доходом (за рахунок останнього покриваються відповідні збитки).

Наявність можливих розбіжностей між значеннями показників залишкового та адитивного фундаментально-стейкхолдерського доходу обумовлює доцільність визначення їх конкретних сфер застосування.

Концептуальне розуміння фінансової оцінки фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості як процесу визначення фінансового результату у вигляді додаткових фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів за принципом «доходи мінус витрати» обумовлює використання під час цього оцінювання саме залишкового фундаментально-стейкхолдерського доходу, який характеризує справді створену фундаментально-стейкхолдерську вартість на підприємстві.

Розрахунок адитивного фундаментально-стейкхолдерського доходу має значення для здійснення ефективного аналізу його структури в контексті визначення рівня задоволеності та ступеня збалансованості фінансових інтересів підприємства, а також його основних стейкхолдерів в процесі здійснення управління підприємствами за критерієм зростання фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості.

Фундаментально-стейкхолдерський дохід, що розраховується за формулою (4), виражає поточний фінансовий результат діяльності підприємства без урахування імпліцитних (неявних, тобто відсутніх у фінансовій звітності підприємств) витрат на отримання загального доходу. Імпліцитні витрати характеризують альтернативні витрати на інвестований у підприємство капітал з урахуванням наявних на ринку інвестиційних альтернатив з тим же рівнем ризику.

В процесі формування фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості імпліцитні витрати також (разом з нестратегічними експліцитними витратами) повинні покриватися за рахунок загального доходу підприємства. На величину імпліцитних витрат зменшується фундаментально-

стейкхолдерський дохід, що реально створений на підприємстві. Такий підхід обумовлює відповідну конструкцію показника FSVA як стратегічного фінансового результату діяльності підприємства, що визначається шляхом віднімання від фундаментально-стейкхолдерського доходу імпліцитних витрат. Отриманий у підсумку показник фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості буде відображати фундаментально-стейкхолдерський дохід, що реально створений суб'єктом господарювання з урахуванням альтернативних інвестиційних витрат. Фактично FSVA визначає величину додавання загального доходу через включення в оцінку (разом з нестратегічними експліцитними витратами) імпліцитних витрат, що пов'язані з інвестуванням капіталу в підприємство. З урахуванням введення в науковий обіг категорії фундаментально-стейкхолдерського доходу ця вимога реалізується шляхом зменшення цього доходу на величину імпліцитних витрат.

Використання імпліцитних витрат у фінансовій оцінці фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості дає змогу врахувати ринкову вартість інвестиційних ресурсів, довгостроковість та сценарність розвитку підприємства, стратегічні альтернативи в інвестуванні коштів, інвестиційні ризики.

Таким чином, фінансова оцінка фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості має передбачати врахування повних витрат на отримання загального доходу через включення в оцінку (разом з нестратегічними експліцитними витратами) імпліцитних витрат, що пов'язані з інвестуванням капіталу в підприємство. З урахуванням введення в науковий обіг категорії фундаментально-стейкхолдерського доходу ця вимога реалізується шляхом зменшення цього доходу на величину імпліцитних витрат.

Імпліцитні витрати на отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу у фінансовій оцінці фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості доцільно визначати так:

$$IE_{fsi} = MCIC_{fsi} \times IC_{fsi}, \quad (8)$$

де IE_{fsi} – імпліцитні витрати, що пов'язані з отриманням фундаментально-стейкхолдерського доходу (у грошових одиницях); $MCIC_{fsi}$ – ринкова вартість інвестованого капіталу (Market Cost of Invested Capital, MCIC), що використовується підприємством для отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу (виражається коефіцієнтом); IC_{fsi} – інвестований капітал (Invested Capital, IC), що використовується підприємством для отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу (у грошових одиницях).

З урахуванням вищезазначеного фундаментально-стейкхолдерську додану вартість (FSVA) автором пропонується визначати за такою базовою формулою:

$$FSVA = FSI - MCIC_{fsi} \times IC_{fsi}. \quad (9)$$

Показник FSI у формулі (9) розраховується за формулою (4).

У формулах (8) та (9) параметр $MCIC_{fsi}$ характеризує відносний рівень ринкових витрат на інвестований у підприємство капітал, який залучається з ринку капіталів та використовується суб'єктом господарювання для отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу.

Показник $MCIC_{fsi}$ виражає альтернативну вартість у вигляді фундаментально-стейкхолдерської дохідності інвестованого капіталу, яку має забезпечити підприємство з урахуванням наявних на ринку інвестиційних альтернатив з еквівалентним ризиком.

Під фундаментально-стейкхолдерською дохідністю інвестованого капіталу слід розуміти відношення фундаментально-стейкхолдерського доходу до величини капіталу, інвестованого у підприєм-

ство та використаного для отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу.

Змістовна характеристика показника $MCIC_{fsi}$ у формулах (8) та (9) дає змогу автору запропонувати його оцінювання в українських економічних умовах на рівні середнього значення фундаментально-стейкхолдерської дохідності інвестованого капіталу за підприємствами галузі.

Таким чином, показник $MCIC_{fsi}$ у формулах (8) та (9) характеризує відносний рівень очікуваної віддачі від інвестованого капіталу у формі фундаментально-стейкхолдерського доходу як найбільш повного результату інвестування за наявних ринкових умов, який формує фінансову базу для виплат доходів підприємству та його ключовим стейкхолдерам. Тим самим запропонований автором показник $MCIC_{fsi}$ відрізняється від показника середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital, WACC), який використовується для встановлення ставки дисконтування під час застосування дохідного підходу до визначення вартості підприємств, а також у відомих моделях доданої вартості, таких як EVA, CVA, SVA.

Під час визначення WACC береться до уваги обмежений результат інвестування капіталу в підприємство у вигляді очікуваних надходжень доходу тільки інвесторам, а саме постачальникам власного та позикового капіталів (цей інвестиційний результат співвідноситься з величиною відповідного капіталу зі зважуванням на частку власного й позикового капіталів у сукупному капіталі підприємства).

Під час використання у формулах (8) та (9) показника $MCIC_{fsi}$ слід акцентувати увагу на таких важливих моментах:

1) $MCIC_{fsi}$ – це відносний показник, тобто він виражається коефіцієнтом від величини інвестованого капіталу, що підприємство використовує для отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу;

2) показник $MCIC_{fsi}$ характеризує не реальну вартість залучення капіталу конкретним підприємством, а альтернативну вартість використання цього капіталу з урахуванням альтернативних можливостей його інвестування за незмінного рівня ризику;

3) величина $MCIC_{fsi}$ є саме ринковою вартістю інвестованого капіталу, яка виражає відносний рівень ринково необхідних (нормативних) витрат на інвестований капітал; ця вартість формується на відповідному ринку капіталів, на якому встановлюються особливі вимоги до фундаментально-стейкхолдерської дохідності інвестованого капіталу; при цьому враховуються ринкові фактори формування фундаментально-стейкхолдерського доходу, ризики інвестування в підприємство як елемент сучасної ринкової системи;

4) параметр $MCIC_{fsi}$ відповідає середньоринковому відношному рівню віддачі інвестованого капіталу у вигляді створеного фундаментально-стейкхолдерського доходу на одиницю вкладених коштів, а не середньоринковій дохідності виключно для постачальників власного та позикового капіталів; показник $MCIC_{fsi}$ відображає середньоринкові вимоги до фундаментально-стейкхолдерської дохідності інвестованого капіталу з одним і тим самим рівнем ризику вкладень, тобто $MCIC_{fsi}$ – це ринкова норма фундаментально-стейкхолдерської дохідності інвестованого капіталу.

Показник IC_{fsi} у формулах (8) та (9) відображає сукупність усіх фінансових (власних та позико-

вих) ресурсів, які залучаються підприємством для фінансування своєї діяльності на платній основі та інвестуються в необоротні й оборотні активи задля отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу в результаті діяльності суб'єкта господарювання.

Вираз $MCIC_{fsi} \times IC_{fsi}$ у формулах (8) та (9) характеризує абсолютну величину ринкових витрат на інвестований капітал, що використовується для отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу підприємства.

Згідно із запропонованою методикою фінансового оцінювання фундаментально-стейкхолдерська додана вартість є кінцевим фінансовим результатом у формі частини створеного підприємством фундаментально-стейкхолдерського доходу, що залишається після компенсації ринкових витрат на інвестований капітал.

Таким чином, показник FSVА оцінює не тільки проміжний фінансовий результат діяльності підприємства у вигляді фундаментально-стейкхолдерського доходу, але й ефективність його отримання через врахування ринкових витрат на інвестований капітал.

Відповідно до формули (9) показник FSVА визначає величину додавання підприємством фундаментально-стейкхолдерської вартості протягом певного періоду в результаті отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу в розмірі, який перевищує ринкові витрати на інвестований капітал. Величина цього перевищення оцінює стратегічний фінансовий результат діяльності підприємства у вигляді додаткових фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів. Отримання такого результату забезпечує довгостроковий розвиток суб'єкта господарювання шляхом найбільш повного задоволення як власних фінансових інтересів, так і фінансових інтересів своїх головних стейкхолдерів.

Показник FSVА є індикатором якості управлінських рішень, який характеризує ступінь ефективності використання інвестованого капіталу за фундаментально-стейкхолдерським доходом в результаті дій менеджменту.

При $FSVA > 0$ підприємство отримує фундаментально-стейкхолдерський дохід у розмірі, що перевищує ринкові витрати на інвестований капітал. Це свідчить про ефективність використання інвестованого капіталу та створення фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості підприємства.

Якщо $FSVA = 0$, то це означає, що зароблений підприємством фундаментально-стейкхолдерський дохід компенсує лише ринкові витрати на інвестований капітал. Тоді не створюється фундаментально-стейкхолдерська додана вартість, а в результаті діяльності підприємства забезпечується середньоринкова норма віддачі від інвестованого капіталу за фундаментально-стейкхолдерським доходом з компенсацією відповідного ризику.

Ситуація $FSVA < 0$ пов'язана з тим, що розмір отриманого підприємством фундаментально-стейкхолдерського доходу є недостатнім для відшкодування ринкових витрат на інвестований капітал. Таке значення FSVА характеризує неефективне використання інвестованого капіталу за фундаментально-стейкхолдерським доходом та свідчить про те, що фундаментально-стейкхолдерська додана вартість підприємством не формується.

З урахуванням розуміння показника $MCIC_{fsi}$ як ринкової норми фундаментально-стейкхол-

дерської дохідності інвестованого капіталу вираз $MCIC_{fsi} \times IC_{fsi}$ у формулах (8) та (9) можна визначити як нормативний фундаментально-стейкхолдерський дохід, який має заробляти підприємство в умовах наявності інвестиційних альтернатив на ринку з тим же рівнем ризику. Показник FSI у формулі (9) характеризує фактичну (реальну) величину фундаментально-стейкхолдерського доходу.

Відповідно, базову формулу (9) розрахунку FSVА можна в більш загальному вигляді представити так:

$$FSVA = FSI_f - FSI_n, \quad (10)$$

де FSI_f – фактичний (реальний) фундаментально-стейкхолдерський дохід; FSI_n – нормативний фундаментально-стейкхолдерський дохід.

Формула (10) дає змогу трактувати фундаментально-стейкхолдерську додану вартість як наднормативний фундаментально-стейкхолдерський дохід, який отримує підприємство в результаті інвестування капіталу.

Фінансова оцінка FSVА може бути представлена в іншому вигляді в результаті здійснення низки математичних перетворень базової формули (9):

$$\begin{aligned} FSVА &= FSI - MCIC_{fsi} \times IC_{fsi} = \frac{FSI \times IC_{fsi}}{IC_{fsi}} - MCIC_{fsi} \times IC_{fsi} = \\ &= \frac{FSI}{IC_{fsi}} \times IC_{fsi} - MCIC_{fsi} \times IC_{fsi} = \left(\frac{FSI}{IC_{fsi}} - \right. \\ &\left. - MCIC_{fsi} \right) \times IC_{fsi} = (FSR_{ic} - MCIC_{fsi}) \times IC_{fsi}, \quad (11) \end{aligned}$$

де FSR_{ic} – фундаментально-стейкхолдерська дохідність (Fundamental and Stakeholder Return, FSR) інвестованого капіталу.

Фундаментально-стейкхолдерська дохідність інвестованого капіталу (FSR_{ic}) визначається, як було показано раніше, відношенням фундаментально-стейкхолдерського доходу підприємства до величини інвестованого капіталу, що використовується для отримання цього доходу.

Розрахунок фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості за формулою (11) показує, що така вартість створюється тоді, коли фундаментально-стейкхолдерська дохідність інвестованого капіталу підприємства перевищує ринкову норму фундаментально-стейкхолдерської дохідності інвестованого капіталу, яка відображається показником ринкової вартості інвестованого капіталу $MCIC_{fsi}$.

Вираз $(FSR_{ic} - MCIC_{fsi})$ у формулі (11) автором пропонується називати спредом фундаментально-стейкхолдерської дохідності (Spread of Fundamental and Stakeholder Return, SFSR) інвестованого капіталу. Цей показник характеризує величину відхилення фактичної (внутрішньої для підприємства) від нормативної (ринкової, зовнішньої щодо підприємства) фундаментально-стейкхолдерської дохідності інвестованого капіталу.

Відповідно, формулу (11) можна представити так:

$$FSVA = SFSR_{ic} \times IC_{fsi}, \quad (12)$$

де $SFSR_{ic}$ – спред фундаментально-стейкхолдерської дохідності інвестованого капіталу.

Спред фундаментально-стейкхолдерської дохідності у формулі (12) виражає наднормативну фундаментально-стейкхолдерську дохідність інвестованого капіталу.

Формули (11) і (12) дають змогу інтерпретувати фундаментально-стейкхолдерську додану вартість як абсолютну величину наднормативного

фундаментально-стейкхолдерського доходу, який отримує підприємство в результаті забезпечення більш високого (порівняно з ринковим) рівня віддачі інвестованого капіталу у вигляді фундаментально-стейкхолдерської дохідності.

Висновки і пропозиції. Фінансова оцінка фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості ґрунтується на визначенні фінансового результату діяльності суб'єкта господарювання у вигляді різниці між його доходами та витратами, яка кількісно вимірює додаткові фінансові вигоди підприємства та його ключових стейкхолдерів.

Фінансове вимірювання фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості передбачає врахування повних витрат на отримання загального доходу через включення в оцінку нестратегічних експліцитних витрат та імпліцитних витрат в процесі інвестування капіталу в підприємство.

Згідно із запропонованою методикою фінансове оцінювання фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості здійснюється шляхом

визначення кінцевого фінансового результату у формі частини створеного підприємством фундаментально-стейкхолдерського доходу, що залишається після компенсації ринкових витрат на інвестований капітал.

Показник фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості оцінює величину додавання підприємством фундаментально-стейкхолдерської вартості протягом певного періоду в результаті отримання фундаментально-стейкхолдерського доходу в розмірі, який перевищує ринкові витрати на інвестований капітал. Величина такого перевищення характеризує стратегічний фінансовий результат діяльності суб'єкта господарювання у вигляді додаткових фінансових вигід підприємства та його ключових стейкхолдерів.

Подальші дослідження пов'язані з діагностикою рівня фундаментально-стейкхолдерської доданої вартості підприємств, виявленням тенденцій та факторів її формування у сучасних економічних умовах.

Список використаних джерел:

1. Arnold G. The handbook of corporate finance. A business companion to financial markets, decisions and techniques. Pearson education. Financial Times Prentice Hall, 2005. 716 p.
2. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента ; изд. дом Санкт-Петербургского государственного университета, 2008. 320 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2004. 1342 с.
4. Заворотній Р.І. Фінансова оцінка бізнесу: теорія, практика та інноваційні підходи : монографія. Київ : КНЕУ, 2012. 295 с.
5. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров. Москва : ИНФРА-М, 2013. 430 с.
6. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and managing the value of companies. Fifth edition. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2010. 862 p.
7. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / пер. с англ. 3-е изд., перераб. и доп. Москва : Олимп-Бизнес, 2005. 576 с.
8. Мілінчук О.В. Ефективність вартісно-орієнтованого управління: ключові показники. *Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки*. 2016. № 1 (75). С. 86–96.
9. Прохоров К.О. Управление стоимостью компании на основе согласованного взаимодействия заинтересованных сторон как управленческая инновация : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством (управление инновациями)» ; Ярославский государственный университет имени П.Г. Демидова. Ярославль, 2011. 27 с.
10. Таранов І.І. Оцінювання ефективності діяльності компанії в системі вартісно-орієнтованого управління. *Галицький економічний вісник*. 2012. № 3. С. 47–60.
11. Шевчук Н.В. Сучасні моделі оцінювання доданої вартості підприємства. *Стратегія економічного розвитку України*. 2014. № 35. С. 271–277.
12. Вакульчик О.М. Корпоративне управління: економіко-аналітичний аспект. Дніпропетровськ : Пороги, 2003. 257 с.
13. Юрчик Г.М., Самолюк Н.М. Теоретичні аспекти формування, розподілу та перерозподілу доданої вартості. *Економіка та суспільство*. 2018. Вип. 14. С. 49–59. URL: http://www.economyandsociety.in.ua/journal/14_ukr/6.pdf (дата звернення: 28.02.2019).

Давыдов А. И.

Харьковский национальный университет имени В. Н. Каразина

МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ФИНАНСОВОЙ ОЦЕНКИ ФУНДАМЕНТАЛЬНО-СТЕЙКХОЛДЕРСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Резюме

В статье исследованы вопросы разработки методического инструментария финансовой оценки фундаментально-стейкхолдерской добавленной стоимости предприятий. Рассмотрен показатель фундаментально-стейкхолдерской добавленной стоимости как индикатор финансового результата деятельности предприятий. Построена система показателей финансовой оценки фундаментально-стейкхолдерской добавленной стоимости предприятий. Предложена авторская методика финансовой оценки фундаментально-стейкхолдерской добавленной стоимости предприятий.

Ключевые слова: фундаментально-стейкхолдерская добавленная стоимость, финансовая оценка, показатель, финансовый результат, доходы, затраты, капитал.

Davydov O. I.

V. N. Karazin Kharkiv National University

METHODOLOGICAL TOOLS FOR FINANCIAL VALUATION OF THE FUNDAMENTAL AND STAKEHOLDER VALUE ADDED OF ENTERPRISES

Summary

The article deals with the development of methodological tools for financial valuation of the fundamental and stakeholder value added of enterprises. The indicator of the fundamental and stakeholder value added as the indicator of financial result of enterprises performance is considered. The system of the indicators of financial valuation of the fundamental and stakeholder value added of enterprises is created. The author's method of financial valuation of the fundamental and stakeholder value added of enterprises is proposed.

Keywords: fundamental and stakeholder value added, financial valuation, indicator, financial result, income, expenses, capital.