

Давидов О.І.,

к.е.н., доцент,

професор кафедри фінансів та кредиту,

Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна

МОДЕЛІ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ: ЕКОНОМІЧНИЙ ЗМІСТ ТА ОСОБЛИВОСТІ ПОБУДОВИ

Анотація. У статті досліджено моделі доданої вартості підприємств в контексті їх застосування у вартісно-орієнтованому управлінні на мікрорівні сучасної економіки. Розглянуто методику оцінки приросту вартості підприємств в рамках наявних моделей доданої вартості. Розкрито економічний зміст моделей доданої вартості з урахуванням їх варіативності. Визначено особливості побудови моделей доданої вартості підприємств.

Ключові слова: вартість підприємств, модель, економічна додана вартість, ринкова додана вартість, рентабельність інвестицій за грошовими потоками, грошова додана вартість, акціонерна додана вартість, додана вартість для стейкхолдерів.

Постановка проблеми. В сучасних економічних умовах управління вартістю (*Value-Based Management, VBM*) є управлінською новацією, впровадження якої забезпечує ефективний та стійкий розвиток підприємств на довгострокову перспективу. Сутність *VBM*-концепції полягає у концентрації управлінських зусиль для досягнення головної мети функціонування суб'єктів господарювання, що полягає в максимізації вартості підприємств. При цьому вартість підприємств вважається показником, який містить найбільш повну та достовірну інформацію про результати їх діяльності, на відміну від усіх інших показників.

Реалізація концепції *VBM* передбачає цілеспрямоване управління процесом нарощування вартості підприємств, що обумовило виникнення та використання низки моделей доданої вартості. Найбільш поширеними з них є такі моделі: економічна додана вартість (*Economic Value Added, EVA*), ринкова додана вартість (*Market Value Added, MVA*), рентабельність інвестицій за грошовими потоками (*Cash Flow Return on Investment, CFROI*), грошова додана вартість (*Cash Value Added, CVA*), акціонерна додана вартість (*Shareholder Value Added, SVA*), додана вартість для стейкхолдерів (*Stakeholder Value Added, STVA*).

В умовах існування різних моделей доданої вартості актуалізуються питання обґрунтування вибору тієї чи іншої моделі для вартісно-орієнтованого управління підприємствами, встановлення рівня ефективності використання конкретної моделі в управлінні підприємствами на основі вартісного підходу. Рішення цих питань потребує більш глибокого дослідження моделей доданої вартості у частині виявлення їх економічного змісту та особливостей побудови.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Моделі доданої вартості підприємств досліджували багато вітчизняних та зарубіжних вчених, таких як Г. Арнольд [1], Ф. Вайсенрідер [2], Е. Оттосон [2], Д.Л. Волков [3;4], А.О. Гусев [5], А. Дамодаран [6], Н.Е. Десва [7], І.В. Івашковська [8], Т. Коупленд [9], Т. Коллер [9], Дж. Муррін [9], І.М. Крейдич [10], А.О. Гагарін [10], О.В. Міліччук [11], О.В. Мозенков [12], І.М. Назаренко [13], В.В. Назарова [14], Д.С. Бірюкова [14], К.О. Прохоров [15],

А. Раппопорт [16], Б. Стюарт [17], Д. Стерн [17], І. Таранов [18], К. Уолш [19], Н.В. Шевчук [20].

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Вченими не вироблено єдиного підходу до розуміння економічного змісту моделей доданої вартості підприємств. У наукових дослідженнях щодо цієї проблематики не приділяється достатньо уваги окремим варіантам моделей доданої вартості, існують різні підходи до визначення показника приросту вартості підприємств в рамках тієї чи іншої моделі. Остаточо не встановлені особливості побудови моделей доданої вартості в контексті їх використання у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами.

Мета статті полягає у визначенні економічного змісту та особливостей побудови моделей доданої вартості підприємств в рамках впровадження вартісно-орієнтованого управління на мікрорівні сучасної економіки.

Виклад основного матеріалу дослідження. Модель економічної доданої вартості (*EVA*) була розроблена Б. Стюартом і Д. Стерном, а запатентована компанією “*Stern Stewart & Co*” на початку 90-х років XX століття. Ця модель є однією з найбільш відомих і поширених моделей вартісно-орієнтованого управління компаніями.

Концепцію економічної доданої вартості активно пропагує «Журнал прикладних корпоративних фінансів» (“*Journal of Applied Corporate Finance*”), який видається у США з 1988 року. Модель *EVA* як основний інструмент оцінювання вартості компаній в рамках реалізації *VBM*-концепції успішно використовується такими відомими транснаціональними компаніями, як, зокрема, “AT&T”, “Coca-Cola”, “Siemens”, “Whirlpool”, “Quaker Oats”, “IBM”.

Економічна додана вартість є модифікацією показника економічного прибутку (залишкового доходу), який вимірює фінансовий результат діяльності компанії з урахуванням не лише бухгалтерських витрат, але й альтернативних витрат інвестованого капіталу. Економічний прибуток (залишковий дохід) є результатом віднімання вищевказаних альтернативних витрат з бухгалтерського прибутку.

Розрахунок *EVA* здійснюється за формулою:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC, \quad (1)$$

де *EVA* (*Economic Value Added*) – економічна додана вартість; *NOPAT* (*Net Operating Profit After Tax*) – чистий операційний прибуток, отриманий після уплаты податку на прибуток, але до виплати відсотків;

WACC (*Weighted Average Cost Of Capital*) – середньозважена вартість капіталу;

IC (*Invested Capital*) – інвестований капітал.

У відносних показниках формула (1) трансформується до такого вигляду:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC, \quad (2)$$

де *ROIC* (*Return On Invested Capital*) – рентабельність інвестованого капіталу.

У формулі (1) показник *NOPAT* або *NOPLAT* (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) позначається в науковій літературі ще як *EBI* (*Earnings Before Interest And Taxes*). *EBI* визначається таким чином [4, с. 31]:

$$EBI_j = NI_j + i_j \times (1 - t_j), \quad (3)$$

де NI_j – чистий прибуток організації в j -му році;

i_j – відсоткові витрати в j -му році;

t_j – ставка податку на прибуток в j -му році.

Показник *NOPAT* також може бути обчислений за формулою [21, с. 90]:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - T), \quad (4)$$

де *EBIT* – прибуток до сплати відсотків та податків (*Earnings Before Income And Tax*);

T – ставка податку на прибуток.

Інвестований капітал під час визначення *EVA* є сумою власних і позикових коштів з платних джерел фінансування, що інвестується в активи підприємства. Ці активи необхідні для отримання чистого операційного прибутку.

Вираз «*WACC* × *IC*» у формулі (1) часто називають капітальними витратами (*Capital Charge*).

Коефіцієнт *ROIC* у формулі (2) визначається як відношення *NOPAT* до середньорічної величини інвестованого капіталу *IC*. Чим вище цей коефіцієнт порівняно із середньозваженою вартістю капіталу, тим більше створюється економічної вартості на підприємстві.

У формулі (2) вартісний спред (*ROIC* – *WACC*) виступає своєрідною економічною рентабельністю.

Основною відмінністю між економічною доданою вартістю та економічним прибутком є застосування під час визначення економічної доданої вартості коригувань балансової вартості чистих активів підприємства на капітальні еквіваленти (*Capital Equivalents*) з метою здійснення їх реальної грошової оцінки і відповідних коригувань чистого операційного прибутку.

Розробники моделі економічної доданої вартості Б. Стюарт і Д. Стерн розглядають 164 можливі поправки, але з них на практиці пропонують застосовувати 10–12 [17]. Ці коригування стосуються переважно величини відкладених податків, капіталізованих витрат на науково-дослідні та дослідно-конструкторські розробки, резерву *LIFO*, амортизації гудвілу. Водночас питання складу необхідних в цьому випадку коригувань і загалом їх доцільності залишається досі дискусійним.

Економічна додана вартість може розглядатися як виключно перетворена форма залишкового операційного прибутку, у фокусі показника якого знаходяться чисті операційні ефекти діяльності організації. Тому під час розрахунку показника залишкового операційного прибутку під інвестиціями розуміється балансова вартість чистих активів (*Net Assets, NA*), які визначаються як різниця між загальною величиною активів і безплатними зобов'язаннями (більша частина кредиторської заборгованості). Чисті активи у цьому визначенні є активами організації, які фінансуються за рахунок платних джерел (власний і позиковий капітал) [3, с. 9].

В концепції *EVA* показник вкладеного в активи капіталу позначається спеціальним терміном «чисті операційні активи» (*Net Operating Assets, NOA*). Тоді розрахунок *EVA* за рік t може здійснюватися такими двома способами [5, с. 59–60]:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_t \times WACC, \quad (5)$$

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC \right) \times NOA_{t-1}. \quad (6)$$

Використання цих способів розрахунку *EVA* дає однаковий результат.

Показник *EVA* розглядається як індикатор динаміки вартості підприємства. Додатне значення *EVA* свідчить про збільшення вартості підприємства, від'ємне – про її зменшення. Ситуація $EVA=0$ означає відсутність приросту вартості підприємства.

Розробка моделі ринкової доданої вартості (*MVA*) стала результатом розвитку концепції економічної доданої вартості. Термін «*MVA*» був введений Б. Стюартом в 1999 році. В сучасній науковій літературі показник *MVA* розглядається як очевидний критерій створення ринкової вартості. Водночас існують різні інтерпретації цього показника.

Ширша трактовка ринкової доданої вартості передбачає її визначення за формулою:

$$MVA = MVD + MC - TC, \quad (7)$$

де *MVD* (*Market Value Of Debt*) – ринкова вартість боргу;

MC (*Market Capitalization*) – ринкова капіталізація;

TC (*Total Capital*) – сукупна величина капіталу.

З іншої точки зору ринкова додана вартість розглядається як приріст лише власного капіталу компанії. Тоді *MVA* визначається як різниця ринкової та скорегованої величини балансової вартості власного капіталу.

Окремі дослідники [12, с. 57; 22, с. 259] пропонують здійснювати розрахунок *MVA* таким чином:

$$MVA = MV - IC, \quad (8)$$

де *MV* – ринкова вартість підприємства;

IC – інвестований у підприємство капітал.

На думку Д.Л. Волкова та О.В. Мілінчук, під ринковою доданою вартістю (MVA_o) слід розуміти дисконтований потік залишкового прибутку [4, с. 219; 11, с. 91]:

$$MVA_o = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RI_j}{(1+k)^j}, \quad (9)$$

де *RI* (*Residual Income*) – залишковий прибуток (бухгалтерський прибуток організації за вирахуванням витрат на капітал);

k – ставка необхідної дохідності.

Залишковий прибуток у формулі (9) також називається економічним прибутком (*Economic Profit, EP*).

Розрахунок ринкової доданої вартості може бути варіативним залежно від виду використаного у формулі (9) залишкового прибутку (залишковий чистий прибуток, залишковий чистий операційний прибуток, економічна додана вартість). Параметр *k* у формулі (9) є ставкою необхідної дохідності, яка відповідає варіанту визначення залишкового прибутку (ставка витрат на власний капітал під час використання показника залишкового чистого прибутку; ставка середньозважених витрат на весь капітал (*WACC*) у разі застосування показників залишкового чистого операційного прибутку та економічної доданої вартості).

Порівняння фактичного та планового значень показника ринкової доданої вартості дає уявлення про ступінь задоволення постачальників капіталу в результатах ведення бізнесу.

Концепція ринкової доданої вартості має низку обмежень: розрахунок *MVA* можливий лише стосовно підприємств, з акціями яких здійснюється торгівля на фондовому ринку (відповідно, вони мають ринкові оцінки); ринкова додана вартість може бути визначена по підприємству (бізнесу) загалом, а не за окремими структурними підрозділами та інвестиційними проєктами (по відношенню до них не існує ринкових цін акцій).

Застосування показника ринкової доданої вартості у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами є проблематичним, оскільки на її важливий параметр, а саме ринкову

капіталізацію, впливають багато неконтрольованих менеджментом підприємств факторів. Більш того, оцінка ефективності діяльності підприємства за показником *MVA* може сприяти прийняттю менеджментом рішень, які спрямовані на короткострокове збільшення курсової вартості акцій на шкоду формуванню вартості у довгостроковій перспективі (наприклад, в результаті значного скорочення витрат на науково-дослідні та дослідно-конструкторські розробки).

Модель рентабельності інвестицій за грошовими потоками (інші трактування такі: дохідність інвестицій на основі потоку грошових коштів, грошова рентабельність інвестицій, внутрішня норма дохідності компанії) є альтернативною моделлю по відношенню до *EVA*.

Модель рентабельності інвестицій за грошовими потоками (*CFROI*) передбачає вимірювання очікуваної віддачі у вигляді грошових потоків від інвестицій з урахуванням тимчасової цінності грошей. Ця модель застосовується такими консалтинговими компаніями, як «Бостонська Консалтингова Група» (*Boston Consulting Group, BCG*) та «*HOLT Value Associates*».

Фактично *CFROI* є модифікацією показника внутрішньої норми дохідності (*Internal Rate Of Return, IRR*), який досить широко застосовується для оцінки ефективності інвестиційних проєктів. В рамках моделі *CFROI* методика розрахунку та аналізу *IRR* використовується по відношенню не до тих інвестицій, що плануються, а до вже зроблених вкладень. Відповідно, *CFROI* розглядається як показник результатів діяльності компанії та індикатор створення нової вартості для акціонерів. Компанія вважається фінансово ефективною з позицій створення приросту вартості для акціонерів, коли значення *CFROI* у звітному періоді перевищує ставку середньозважених витрат на капітал.

Модель *CFROI* ґрунтується на низці припущень. Передусім термін корисного використання амортизуючих активів вважається терміном функціонування бізнесу загалом, по закінченню якого він ліквідується. Також передбачається, що активи компанії генерують операційні грошові потоки протягом всього терміну корисного використання амортизуючих активів.

Головна відмінна особливість моделі *CFROI* полягає в тому, що на її основі вимірюється не абсолютна сума створеної (або зруйнованої) вартості, а її відносна величина у вигляді дохідності підприємства за наявними інвестиціями.

Показник *CFROI* розраховується за формулою [4, с. 222]:

$$CFROI = \frac{CF^{adj}}{CI^{adj}}, \quad (10)$$

де CF^{adj} – скореговані на інфляцію грошові притоки (*Inflation Adjusted Cash Inflows*);

CI^{adj} – скореговані на інфляцію грошові інвестиції в організацію (*Inflation Adjusted Cash Investments*).

Формула (10) дає лише загальне теоретичне уявлення про показник *CFROI*. Для здійснення практичного розрахунку цього показника необхідно визначити такі параметри, як валові інвестиції (*Gross Investments, GI*), валовий грошовий потік (*Gross Cash Flow, GCF*), очікуваний термін корисного використання активів (n), очікувана ліквідаційна вартість активів у кінці терміну корисного використання (*Salvage Value, SV*). Вищевказані параметри характеризуються особливим економічним змістом та специфічним порядком розрахунку [4, с. 222–223].

1) Валові інвестиції – це вартість чистих активів організації в оцінці за їх первісною вартістю у поточних грошових одиницях, тобто з коригуванням на інфляцію. При цьому в розрахунок чистих активів не включається ділова репутація (*Goodwill*).

2) Під валовим грошовим потоком розуміється чистий грошовий ефект, отриманий організацією у звітному періоді. Визначення вказаного ефекту включає три етапи:

- розрахунок показника чистого операційного прибутку (*EBI*);
- коригування показника *EBI* на негрошові складові, окрім амортизації (на величини оціночних резервів, резервів майбутніх платежів та інших негрошових складових);
- коригування показника *EBI* на величину амортизаційних відрахувань звітного періоду.

3) Очікуваний термін корисного використання активів – термін корисного використання сукупних чистих активів організації, що складається з середнього віку активів та очікуваного залишкового терміну використання.

4) Очікувана ліквідаційна вартість активів у кінці терміну корисного використання передбачається в сумі неамортизуючих активів за допущення, що амортизуючі активи повністю погашають свою вартість в кінці цього терміну. Таким чином, вказана величина визначається шляхом множення величини валових інвестицій, що розраховані згідно з попередніми допущеннями, на частку неамортизуючих активів на момент оцінки.

Модель грошової доданої вартості (інші трактовки такі: модель доданої вартості грошового потоку, модель доданої вартості потоку грошових коштів) характеризує залишкові грошові потоки, що генеруються інвестиціями в підприємство. Тому показник грошової доданої вартості (*CVA*) також називають залишковим грошовим потоком (*Residual Cash Flow, RCF*).

В рамках вартісно-орієнтованого управління розроблені та використовуються два способи визначення *CVA*:

- спосіб, запропонований Бостонською консалтинговою групою;
- метод, розроблений у 1996 році шведськими фінансовими консультантами Ф. Вайсенрідером та Е. Оттосомом.

Обидва способи визначення *CVA* відповідають фінансовій моделі аналізу та націлені на вимірювання віддачі у вигляді грошових потоків (*Cash Flows*) від інвестованого капіталу з урахуванням витрат на залучення та обслуговування цього капіталу. Водночас вищевказані способи розрахунку *CVA* мають суттєві відмінності.

Грошова додана вартість у версії Бостонської консалтингової групи [23] розраховується за формулою:

$$CVA_j = CBI_j - NA_o \times WACC, \quad (11)$$

де CBI_j (*Cash Flow Before Interest*) – чистий грошовий потік до відсоткових платежів;

NA_o (*Net Assets*) – чисті активи за первісною вартістю.

Показник чистого грошового потоку до відсоткових платежів (CBI_j) є чистим операційним прибутком (EBI_j), збільшеним на бухгалтерську амортизацію (Dep_j) та зменшеним на економічну амортизацію (ED_j):

$$CBI_j = EBI_j + Dep_j - ED_j. \quad (12)$$

Таким чином, під час визначення CBI_j враховується саме економічна амортизація, під час розрахунку якої, на відміну від бухгалтерської амортизації, розподіл вартості раніше зроблених інвестицій на зменшення прибутку наступних звітних періодів здійснюється з урахуванням можливостей реінвестування амортизаційних сум.

В цьому випадку економічна амортизація визначається як рівновеликий щорічний потік відрахувань, який відшкодує до кінця терміну корисного використання активів їх первісну вартість у результаті інвестування цього потоку в альтерна-

тивні вкладення за ставкою середньозважених витрат на капітал. Для визначення річної величини економічної амортизації використовується формула анuitету:

$$ED_j = \frac{GFA_j \times WACC}{(1 + WACC)^n - 1}, \quad (13)$$

де *GFA* (*Gross Fixed Assets*) – необоротні (амортизовані) активи в оцінці за первісною вартістю;

n – термін корисного використання необоротних (амортизованих) активів.

Розрахунок *CVA* за підходом Ф. Вайссенрідера та Е. Оттосона є одним з найскладніших варіантів визначення грошової доданої вартості. В рамках цього підходу діяльність компанії розглядається як процес здійснення різних витрат та інвестицій, які приносять певний рівень прибутку. При цьому інвестиції поділяються на стратегічні та підтримуючі.

Під стратегічними інвестиціями розуміються інвестиції, які створюють додаткові стійкі потоки грошових коштів і тим самим забезпечують приріст вартості компанії. Підтримуючі (нестратегічні) інвестиції виконують функції традиційних операційних витрат, які не формують довгостроковий потік вигод та спрямовані на підтримання раніше створеної вартості компанії.

Грошова додана вартість за підходом Ф. Вайссенрідера та Е. Оттосона визначається як різниця фактичного та потрібного операційного грошового потоку [2, с. 37–40]:

$$CVA = OCF - OCFD, \quad (14)$$

де *OCF* – фактичний операційний грошовий потік;

OCFD – потрібний операційний грошовий потік.

Розрахунок фактичного операційного грошового потоку у формулі (14) здійснюється за формулою:

$$OCF = NS - OpEx - \Delta WC - MI, \quad (15)$$

де *NS* – чиста виручка від реалізації;

OpEx – операційні витрати;

ΔWC – приріст оборотних активів;

MI – підтримуючі інвестиції.

Під потрібним операційним грошовим потоком у формулі (14) розуміється величина грошових коштів, яку необхідно отримати для повного відшкодування стратегічних інвестицій. Потрібний операційний грошовий потік визначається за відомою формулою поточної вартості анuitету:

$$OCFD = \frac{SI \times WACC \times (1 + WACC)^n}{(1 + WACC)^n - 1}, \quad (16)$$

де *SI* – стратегічні інвестиції.

Оцінка величини *CVA* за формулою (14) дає уявлення про тренд вартості компанії. В ситуації *CVA > 0* компанія заробляє достатньо коштів для своєї поточної діяльності, тому її вартість збільшується. За перевищення потрібного операційного грошового потоку над фактичним операційним грошовим потоком величина грошової доданої вартості буде від'ємною, що означає зменшення вартості компанії. В останньому випадку йдеться про дефіцитність потоку грошових коштів, тобто про його недостатність для перекриття величини потоку грошових коштів, що потребується для відшкодування стратегічних інвестицій.

Модель акціонерної доданої вартості (*SVA*) була розроблена А. Раппапортом [16] та використовувалася консалтинговою компанією "LEK/Alcar Consulting Group". А. Раппапорт розглядав акціонерну додану вартість як приріст між двома показниками, а саме вартістю акціонерного капіталу після здійснення деякої операції та вартістю того ж самого капіталу до здійснення цієї операції.

Модель *SVA* орієнтована на оцінку фактичного приросту акціонерного капіталу шляхом безпосереднього вимірювання величини зміни вартості підприємства з точки зору його акціонерів. При цьому зміна вартості власного капіталу пов'язується А. Раппапортом як з операційними результатами діяльності компанії, так і з інвестиційними рішеннями.

Величина *SVA* розраховується як сума приведеної вартості чистого грошового потоку та приросту приведеної вартості залишкової вартості у звітному (прогнозованому) періоді. При цьому чистий грошовий потік за період – це різниця між чистим операційним прибутком та величиною інвестицій приросту в позаоборотні активи та робочий капітал організації. Залишкова вартість визначається у вигляді відношення чистого операційного прибутку до середньозважених витрат на капітал [4, с. 232–237].

Інша трактовка *SVA* передбачає, що акціонерна додана вартість – це різниця між розрахунковою вартістю акціонерного капіталу і балансовою вартістю акціонерного (власного) капіталу [19]. Для розрахунку ринкової вартості акціонерного капіталу використовуються широко відомі методи оцінки вартості компанії шляхом дисконтування грошових потоків. У спрощеному вигляді процедура визначення *SVA* в цьому випадку включає такі етапи [12, с. 54–55].

1) Визначення потоків грошових коштів у межах горизонту планування.

2) Встановлення ставки дисконтування. За останню приймається середньозважена ціна капіталу (*WACC*) в разі врахування грошових потоків до всіх власників капіталу або вартість власного капіталу, коли беруться до уваги грошові потоки, що припадають на власників акціонерного капіталу. Визначення суми дисконтованих грошових потоків у межах горизонту планування.

3) Розрахунок продовженої, тобто дисконтованої, вартості грошових потоків за межами горизонту планування (вартість завершального грошового потоку – *Terminal Value*).

4) Визначення сумарної дисконтованої вартості грошових потоків. Ця величина і приймається як вартість всього капіталу компанії (якщо в розрахунок бралися грошові потоки до всіх власників капіталу) або як вартість безпосередньо акціонерного капіталу (якщо враховувалися грошові потоки власникам акціонерного капіталу).

5) Застосування до отриманої величини (вартості акціонерного капіталу фірми) низки коригувань (наприклад, додавання вартості нефункціонуючих активів, оскільки передбачається, що оцінка приведених грошових потоків визначає вартість тільки функціонуючих активів).

6) Безпосередній розрахунок *SVA*:

$$SVA = \text{розрахункова вартість акціонерного капіталу, що буде створена майбутніми інвестиціями (підсумок пункту 5)} - \text{балансова вартість акціонерного капіталу} \quad (17)$$

Останніми роками все більше поширення отримує модель доданої вартості для стейкхолдерів (*STVA*). Відповідно до цієї моделі реальний процес створення нової вартості ув'язується з формуванням вигод не лише власників (акціонерів) підприємства, але й усіх інших його стейкхолдерів, які мають інтереси щодо цього суб'єкта господарювання.

Значний вклад в дослідження проблематики доданої вартості для стейкхолдерів зробила І.В. Івашковська [8]. На її думку, модель *STVA* ґрунтується на множинності інтересів фінансових і нефінансових стейкхолдерів. Їх оцінювання та балансування виступає невід'ємною умовою аналізу та вибору стратегічних

альтернатив, формування інтегрованої моделі управління вартістю компанії для забезпечення її гармонічного розвитку в інноваційній економіці. При цьому концептуально створення доданої вартості для стейкхолдерів визначається єдиним критерієм економічного прибутку. Вартість для стейкхолдерів формується в процесі створення потоків економічних прибутків як для фінансових, так і для нефінансових стейкхолдерів.

Фінансові зміни корпоративної стратегії ґрунтуються на принципі неспадання вартості для всіх стейкхолдерів, що передбачає наявність свого роду «точок перелому» в самому процесі створення цієї вартості. Ці точки є такою комбінацією ключових стратегічних та фінансових характеристик компанії, за якої зміна вартості для всіх стейкхолдерів дорівнює нулю. Ця нульова відмітка вартості визначає критичні рівні відповідних показників. Тобто йдеться про новий тип аналізу беззбитковості компанії з позицій фінансової моделі компанії та її ключового критерію – економічного прибутку.

Аналіз точок стратегічного руйнування вартості пропонується І.В. Івашковською проводити в двох часових ракурсах, а саме довгостроковому та річному. Довгостроковий ракурс аналізу точки стратегічного руйнування вартості містить:

- визначення мінімально допустимої границі дохідності капіталу (сукупного або власного) через пошук витрат на сукупний капітал або витрат на власний капітал залежно від моделі, що приймається для розрахунків, а саме потоку вільних грошових коштів на сукупний капітал і відповідної конструкції ставки витрат на капітал у формі середньозваженої ставки (WACC) або потоку вільних грошових коштів для власників і, відповідно, ставки витрат на власний капітал;

- визначення порогових або критичних значень потоків вільних грошових коштів (для всіх інвесторів або для власників) шляхом обчислення ануїтетів майбутніх потоків, що забезпечують нульову зміну справжньої вартості компанії під час введення стратегічної альтернативи, що розглядається з урахуванням ставки витрат на капітал та горизонту прогнозування.

Річний ракурс аналізу точки стратегічного руйнування вартості ґрунтується на припущенні про нульовий економічний прибуток та передбачає визначення порогового значення рентабельності продажів, яку можна розрахувати як на очікуваний приріст обсягу продажів, так і на весь прогнозований річний обсяг продажів.

І.В. Івашковська також вважає необхідним введення фінансових коефіцієнтів нового типу для виявлення змін вартості для всіх стейкхолдерів як на рівні компанії загалом, так і на рівні її підрозділів зокрема. До таких фінансових коефіцієнтів належить передусім індекс накопиченого економічного прибутку, який розраховується таким чином [8, с. 200]:

$$RII = \frac{\sum_{t=1}^n PV_{RI_t}}{\sum_{t=1}^n PV_{INV_t}}, \quad (18)$$

де *RII* (*Residual Income Index*) – індекс накопиченого економічного прибутку;

PV_{RI_t} (*Present Value Of Residual Income*) – приведена вартість економічного прибутку року *t*;

PV_{INV_t} (*Present Value Of Investments*) – приведена вартість інвестицій року *t*.

Як видно з формули (18), інвестований капітал зіставляється з сумою дисконтованих економічних прибутків. Іншими словами, економічні прибутки нормуються за показником інвестованого капіталу для забезпечення порівнянності результатів, які отримані за різними стратегічними альтернативами.

Коефіцієнт *RII* можна розглядати як свого роду повний індекс, що виражає накопичений ефект мовою економічного прибутку. Більш простий варіант індексу представлений індексом фінансової стійкості стратегії (*Financial Sustainability Strategic Index, FSSI*), який визначається за формулою [8, с. 201]:

$$FSSI = Spread \times M \times CE, \quad (19)$$

де *Spread* – спред дохідності капіталу;

M – кількість років в рамках періоду прогнозування, в яких очікується позитивний спред дохідності капіталу;

CE – інвестований капітал.

Проблему оцінки вкладу стейкхолдерів у приріст вартості компанії пропонується І.В. Івашковською вирішувати шляхом розроблення модифікованих форм показника економічного прибутку, що розраховані відносно фінансового та нефінансового капіталів (зокрема, шляхом розрахунку цього показника стосовно компонентів інтелектуального капіталу, а саме клієнтського, людського та організаційного капіталів).

Інший варіант моделі доданої вартості для стейкхолдерів представлений К.О. Прохоровим [15]. На думку вченого, логіка формування доданої вартості для стейкхолдерів базується на ресурсному характері відносин підприємства та його зацікавлених сторін, який передбачає очікування учасниками отримання вигод на рівні, що не менше цінності витрачених сил та часу. Ця обставина обумовлює дії цих учасників з огляду на відповідність фактичних результатів вищевказаним очікуванням у напрямі максимізації своїх вартостей. Тоді за постійної та збільшуючої позитивної віддачі обміну обопільною максимізуючою за правилом Парето-оптимальності дією буде одночасне нарощування сторонами обсягів транзакцій аж до вичерпання запасу ресурсів, що вони мають. У разі ж спадної граничної корисності ресурсних потоків сторони будуть нарощувати обмін доти, доки граничний дохід однієї з них не стане рівним граничним витратам. Отже, вчений робить висновок про спряженість максимізації вартості компанії з одночасною максимізацією вартостей її зацікавлених сторін, що в сукупності веде до максимізації вкладу цієї економічної системи у суспільний добробут.

Вартість компанії (*V_i*), що створюється завдяки контактам з тим чи іншим стейкхолдером, пропонується К.О. Прохоровим визначати таким чином: [15, с. 13]:

$$V_i = \sum_{n=1}^N \frac{R_m - C_m}{(1 + d_o)^n} = \sum_{n=1}^N \frac{\sum_{k=1}^K \bar{X}_{ik} r_{ok} - \sum_{l=1}^L \bar{X}_{il} P_{ol}}{(1 + d_o)^n}, \quad (20)$$

де *R_m* – вартість ресурсів отриманих;

C_m – вартість ресурсів переданих;

d_o – ставка дисконтування;

N – тривалість прогнозного періоду;

X_{ik} – натуральний обсяг ресурсу *k*, отриманого підприємством;

r_{ok} – цінність (дохідність) використання ресурсу *k* підприємством;

X_{il} – натуральний обсяг ресурсу *l*, що переданий підприємством;

P_{ol} – цінність (ціна) ресурсу *l* для підприємства;

K, L – кількість найменувань отриманих і переданих ресурсів відповідно.

Висновки. Моделі доданої вартості характеризуються загальною спрямованістю на визначення величини приросту вартості підприємств у рамках реалізації концепції вартісно-орієнтованого управління на мікроекономічному рівні.

В моделях доданої вартості оцінюються результати діяльності суб'єкта господарювання з урахуванням відповідних витрат, відображається взаємозв'язок вартісноутворюючих процесів на підприємстві з інвестуванням як одним із головних факторів економічного росту, враховується ефективність формування та використання капіталу підприємства.

Моделі доданої вартості суттєво відрізняються одна від одної за методикою оцінки кінцевих результатів діяльності суб'єкта господарювання та витрат щодо їх досягнення, інформаційною базою для розрахунків, ступенем врахування вигод стейкхолдерів підприємства.

З'ясування економічного змісту та особливостей побудови моделей доданої вартості має велике значення для проведення їх порівняльного аналізу з позицій ефективності застосування у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами.

Подальші дослідження пов'язані з визначенням можливостей і напрямів удосконалення моделей доданої вартості в процесі їх використання у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами в сучасних економічних умовах.

Література:

1. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам: Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Г. Арнольд ; пер. с англ. ; под ред. О.Б. Максимовой. – Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2007. – 752 с.
2. Weissenrieder F. Cash Value Added – a new method for measuring financial performance / F. Weissenrieder, E. Ottoson // Gothenburg Studies in Financial Economics, Study. – 1996. – Vol. 1. – P. 34–46.
3. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д.Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3. – № 2. – С. 3–42.
4. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д.Л. Волков. – СПб. : Высшая школа менеджмента ; Изд. дом Санкт-Петербургского гос. ун-та, 2008. – 320 с.
5. Гусев А.А. Концепция *EVA* и оценка эффективности деятельности компании / А.А. Гусев // Финансовый менеджмент. – 2005. – № 1. – С. 57–66.
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
7. Деева Н.Е. Вартісні моделі стратегічного управління корпораціями / Н.Е. Деева // Агросвіт. – 2015. – № 19. – С. 9–15.
8. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И.В. Ивашковская. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 430 с.
9. Стоимость компаний: оценка и управление / [Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин] ; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
10. Крейдич І.М. Проблеми вартісно-орієнтованого управління розвитком підприємства / І.М. Крейдич, А.О. Гагарін // Економічний вісник Національного технічного університету України «Київський політехнічний інститут». – 2016. – № 13. – С. 208–212.
11. Мілінчук О.В. Ефективність вартісно-орієнтованого управління: ключові показники / О.В. Мілінчук // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – 2016. – № 1. – С. 86–96.
12. Мозенков О.В. Проблеми застосування вартісних показників для оцінки діяльності та прогнозування розвитку підприємств з корпоративними правами / О.В. Мозенков // Економіст. – 2009. – № 6. – С. 54–59.
13. Назаренко І.М. Фінансові індикатори діагностики капіталу з позиції ціннісного та вартісного підходів / І.М. Назаренко // Бізнес-Інформ. – 2016. – № 2. – С. 273–278.
14. Назарова В.В. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании / В.В. Назарова, Д.С. Бирюкова // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». – 2014. – № 3. – С. 393–414.

15. 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)» / К.О. Прохоров ; Ярославский государственный университет имени П.Г. Демидова. – Ярославль, 2011. – 27 с.
16. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance / A. Rappaport. – New York : Free Press, 1986.
17. Stewart B. The Quest For Value. The EVA management guide / B. Stewart, D. Stern. – New York : Harper Business, 1999.
18. Таранов І. Оцінювання ефективності діяльності компанії в системі вартісноорієнтованого управління / І. Таранов // Галицький економічний вісник. – 2012. – № 3. – С. 47–60.
19. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш ; пер. с англ. – 2-е изд. – М. : Дело, 2001. – 360 с.
20. Шевчук Н.В. Сучасні моделі оцінювання доданої вартості підприємства / Н.В. Шевчук // Стратегія економічного розвитку України. – 2014. – № 35. – С. 271–277.
21. Мозенков О.В. Ринкова вартість компаній у системі захисту корпоративних прав держави / О.В. Мозенков, В.В. Калюжний // Фінанси України. – 2009. – № 2. – С. 82–98.
22. Романенко О.В. Стратегічний аналіз вартості підприємства / О.В. Романенко // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка». – 2013. – Вип. 21. – С. 256–261.
23. Shareholder Value Metrics. Shareholder Value Management Series. Booklet 1. – Boston Consulting Group, 1996.

Давыдов А.И. Модели добавленной стоимости предприятий: экономическое содержание и особенности построения

Аннотация. В статье исследованы модели добавленной стоимости предприятий в контексте их применения в стоимостно-ориентированном управлении на микроуровне современной экономики. Рассмотрена методика оценки прироста стоимости предприятий в рамках существующих моделей добавленной стоимости. Раскрыто экономическое содержание моделей добавленной стоимости с учётом их вариативности. Определены особенности построения моделей добавленной стоимости предприятий.

Ключевые слова: стоимость предприятий, модель, экономическая добавленная стоимость, рыночная добавленная стоимость, рентабельность инвестиций по денежному потокам, денежная добавленная стоимость, акционерная добавленная стоимость, добавленная стоимость для стейкхолдеров.

Davydov O.I. Models of value added of enterprises: economic content and peculiarities of their construction

Summary. In the article there are analyzed the models of value added of enterprises in the context of their application in value-based management at the micro level of the economy nowadays. The method of enterprise value increase estimation within the framework of the existing models of value added is considered. Taking into account their variability it is described the economic content of the value added models. Peculiarities of construction of value added models of enterprises are determined.

Keywords: value of enterprises, a model, economic value added, market value added, cash flow return on investment, cash value added, shareholder value added, stakeholder value added.