

## ТЕОРЕТИЧНИЙ АНАЛІЗ МОДЕЛЕЙ ОЦІНКИ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ

**Новіков В. М.,**

*аспірант кафедри фінансових технологій і підприємництва,*

*Сумський державний університет,*

*vlad.nov.1996@gmail.com*

*Метою цього дослідження є проведення теоретичного аналізу наукових моделей управління доданою вартістю бізнесу, що базуються на розрахункових показниках оцінки в сучасних нестабільних умовах ведення економічної діяльності. Крім цього, серед поставлених завдань дослідження проведено аналіз причин та передумов здійснення власниками та зацікавленими особами оцінки вартості бізнесу, встановлено складові елементи, ефективного управління якими сприятиме зростанню її вартості та нарощенню капіталізації.*

*Основну увагу зосереджено на таких моделях управління як економічна додана вартість, ринкова додана вартість, акціонерна додана вартість та додана вартість грошового потоку. Встановлено, що кожен із застосовуваних у моделі показників має свої характерні особливості, що є його перевагами та недоліками. Наприклад, було з'ясовано, що показник економічної доданої вартості є найбільш використовуваним серед усіх показників через доступність аналітичних даних, врахування багатьох аспектів роботи підприємства, що забезпечує стейкхолдерів необхідним обсягом інформації для прийняття рішень. Водночас його розрахунок потребує від виконавців високої аналітичної точності та прискіпливості. У процесі дослідження визначено, що впровадження ринкової моделі оцінки доданої вартості обмежується компаніями, що є учасниками фондового ринку. До того ж, така модель має схожість з акціонерною моделлю управління. Обидві зосереджують акцент переважно на зовнішньоекономічних, ринкових факторах впливу на вартість активів та інвестиційну привабливість серед потенційних інвесторах. Виявлено, що модель доданої вартості грошового потоку дозволяє краще зрозуміти, на основі знаходження показника чистого грошового потоку, первісної вартості чистих активів та середньозваженої ставки фінансування капіталу, наскільки грошовий потік від інвестицій перевищує вартість їх залучення, що інформує власників, акціонерів та інших осіб про довгострокову ліквідність бізнесу та перспективи зростання його вартості.*

*Отже, зроблено висновок щодо подальших досліджень з питань удосконалення, уніфікації існуючих моделей управління в умовах нестабільності.*

**Ключові слова:** *модель управління, додана вартість бізнесу, оцінка вартості, інвестиційна діяльність, грошовий потік.*

DOI: 10.21272/1817-9215.2022.3-10

### ВСТУП

У процесі вартісного менеджменту варто усвідомлювати, що в сучасних умовах компанія, де персонал зацікавлений у підвищенні своєї ринкової цінності, потребує ефективної моделі управління та наявних для цього методичних інструментів реалізації в умовах наростаючих ризиків та негативних впливів ззовні. Як відомо, одними з причин зростання вартості бізнесу є покращення його ринкових позицій та отримання конкурентних переваг. Управління вартістю бізнесу та підвищення його цінності мають у собі певні складнощі, що стосуються поєднання даних категорій.

У сучасних умовах процес оцінки вартості бізнесу удосконалюється з огляду на значну та постійно зростаючу кількість теоретичних та прикладних досліджень, методичних підходів та моделей. Однак відсутність достатньої інформаційної, аналітичної бази, а також методичної універсальності у розрахунку створює перепони для змістовного аналізу.

Використання різних моделей та методів оцінки вартісного управління, що враховує різні складові та структурні елементи бізнесу, дозволяє виявити зв'язки між аналізованими змінними, встановлювати закономірності, досліджувати вагу та якість впливу змінних на фінансові результати, але з іншого боку є трудомісткою процедурою, це потребує докладання значних зусиль [1].

### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Процес вартісного менеджменту, що базується на застосуванні управлінських

моделей оцінки вартості є питанням дослідження багатьох науковців. Серед учених можна відзначити таких як: Давидов О. І., Дейнека О. В., Ковальов А. І., Михайленко О. В., Проскуріна Н. М., та інші.

Наприклад, Проскуріна Н. М. [11], досліджує показник економічної доданої вартості який дозволяє з кращого боку підійти до управління інтелектуальним капіталом та інших ресурсів компаній. Портний О. В. та Яновська В. П. [2], вказують на необхідність узагальнення та переосмислення вартісних моделей. Використання альтернатив в управлінському мисленні, з огляду на еволюцію наукових досліджень у часі та сучасний нестабільний період розвитку, є запорукою зростання бізнесу. Пошук шляхів оптимізації структури капіталу з метою мінімізації вартості його залучення та максимізації вартості підприємства вивчали такі дослідники як Михайленко О. В., Скоморохова С. Ю. та Чернова А. О. [8], авторами пропонується застосування показника середньозваженої вартості капіталу, що дозволяє оцінити потреби компанії у власних та позикових коштах. З огляду на детальне розкриття питання щодо оцінки позикового капіталу, оцінка вартості власного капіталу дослідниками залишається недостатньо нерозкритою. У свою чергу Давидов О. І. [9], у процесі дослідження моделей управління вартістю на основі економічної, ринкової та грошової доданої вартості, їх детального обґрунтування, доходить до висновку щодо необхідності їх порівняльного аналізу та виявлення найбільш оптимальної та корисної моделі у процесі забезпечення потреб бізнесу та його зростання.

Аналіз публікацій, з огляду на високу інформативність, показав відсутність конкретних методичних напрацювань щодо можливості вироблення інтегральної моделі управління вартістю бізнесу.

#### ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою цього дослідження є оцінка базових моделей управління вартістю підприємств на основі аналізу їх показників в сучасних умовах ведення бізнесу.

#### ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Історичний огляд дозволяє відзначити деякі науково значимі та визначальні моделі управління вартістю бізнесу, серед яких модель DuPont у якій зростання рентабельності інвестицій є маркером ефективного управління. Окрім того набули вагомого значення моделі у яких відзначається вплив та вага ринкової капіталізації компанії у процесі її вартісного зростання. Також варто зупинити увагу на моделі Дж. Майлза – Р. Іззеля, що базується на розрахунку скоригованої теперішньої вартості фірми за рахунок змінної структури його капіталу питома вага якої складає вартість боргового та власного капіталу [2].

Управління компанією передбачає, що її діяльність буде детальним чином оцінена для вирішення конкретних питань. Потреба у оцінюванні вартості компанії з боку власників має свої причини. Переважно така необхідність постає у той час коли бізнес, у силу фінансово-економічних та неекономічних ситуацій, має бути проданий, підданий процесу реорганізації. Наприклад об'єднання з іншою компанією, або повне поглинання нею без права власності, навпаки придбання іншої компанії з метою розширення господарської діяльності та сфери впливу на ринку. Окрім того, серед причин можна назвати необхідність встановлення достовірних даних щодо періоду окупності компанії для розуміння подальших перспектив, проведення оцінки майна для вирішення юридичних питань, тощо [3].

Основні напрямки управління компанією, які сприяють максимізації її вартості, включають управління прибутком, грошовими потоками, капіталом та інвестиціями. Управління прибутком полягає у забезпеченні його якості через підтримку оптимального балансу між обсягом такого прибутку та дотриманням прийняттого ризику. Управління грошовими потоками, а саме забезпеченість підприємства капіталом для операційних, інвестиційних і фінансових потреб, зменшення періоду їх оборотності та оптимізація витрат. Управління капіталом для можливості його

вчасного реінвестування для забезпечення максимальної дохідності [4].

Для управління вартістю бізнесу та оцінки його доданої вартості на сьогоднішній день менеджментом застосовуються різноманітні показники та моделі серед яких варто виділити Економічну додану вартість EVA (Economic Value Added), Ринкову додану вартість, MVA (Market Value Added), Акціонерну додану вартість SVA (Shareholder Value Added) та Додану вартість грошового потоку CVA (Cash Value Added).

Досліджуючи показник економічної доданої вартості «Economic value added» (EVA) варто зазначити, що він призначений для оцінки ефективності забезпечення норми прибутку для власників, акціонерів, або інвесторів, а саме ставки доходу на вкладений зазначеними суб'єктами фінансово-інвестиційної діяльності капітал, що враховує у собі ризик таких вкладень.

За словами Могилової А., серед переваг та переважаючих над іншими показниками факторів застосування показника EVA у процесі ефективного управління вартістю бізнесу є те, що такий показник розраховується на основі бухгалтерських даних, а тому є більш зрозумілим та таким, що піддається кращому трактуванню. Якщо його порівнювати з грошовими потоками то такий показник є більш реалістичним та деталізованим через можливість оцінювання не лише отриманого прибутку, а також ресурсів що використовуються у його досягненні, їх ціни та структури. За показником економічної доданої вартості можна краще зрозуміти операційну ефективність компанії оскільки у розрахунок включені усі грошові надходження та видатки [5].

Серед недоліків такого показника дослідниця [5] зазначає потребу у докладанні високих аналітичних зусиль з боку менеджменту, що вимагає підвищеної чіткості у визначенні складових елементів розрахунку. Окремим недоліком є те, що сутність показника EVA не передбачає оцінку майбутньої діяльності підприємства, а лише акцентується на минулих подіях. Критерій EVA охоплює вузьке коло підсистем бізнесу, переважно це його управлінська складова, що також можна вважати недоліком оскільки якість виконавчих структурних підсистем випускається з уваги. Як наслідок, уявлення про функціонування бізнесу є неповним.

Базування менеджменту підприємства на основі показника EVA у процесі управління його вартістю має на меті перевищення операційного прибутку, тобто рентабельності активів, над понесеними, через використання капіталу, витратами. Ризик у такому випадку має бути виправданий отриманою рентабельністю. У протилежному випадку інвестиційна діяльність втрачає свою актуальність за відсутності реального прибутку чи отриманої рентабельності нижче прийнятного порогового рівня [6].

Зосередженість на економічній доданій вартості дозволяє ученим виділити у процесі вартісно-орієнтованого управління такі функціональні складові як стратегічний та оперативний менеджмент, інвестиційна діяльність за рахунок більш активної комунікації з інвестором, а також винагорода та мотивація [7].

Отже, суть цього показника полягає у тому, щоб визначити наскільки отриманий чистий прибуток покриває витрати на залучення капіталу для отримання такого прибутку. Економічна додана вартість показує наскільки зросла вартість бізнесу та як отримана рентабельність підприємства дозволяє створити його додаткову цінність після задоволення податкових вимог [8].

Впровадження концепту ринкової доданої вартості «Market Value Added» (MVA) є результатом послідовного розвитку моделі економічної доданої вартості. Посилаючись на останні наукові доробки учених, показник MVA пропонується розглядати як маркер вартісного та акціонерного зростання учасників ринкових взаємовідносин. До того ж такий показник має різні форми трактування [9]. Для досягнення економічного ефекту ринкова вартість активів не має бути нижчою за їх балансову вартість, тому позитивне значення показника ринкової доданої вартості є умовою для зростання загальної вартості бізнесу.

На основі моделі управління бізнесом, що базується на його ринковій вартості Давидов І. О. вбачає певні недоліки. Наприклад розрахувати показник MVA можна лише для тих компаній чиї акції обертаються на фондовому ринку, а згідно з цим структурні бізнес-одиниці чи інвестиційні проекти не можуть бути об'єктом оцінки за даною моделлю оскільки за ними не визначається ринкова ціна акцій [9]. Скептицизм щодо такої вартісної моделі управління також виражає Яремко І. Й. [10], з його слів модель ринкової доданої вартості піддається впливу значної кількості ринкових факторів, на які підприємство не може впливати, а тому не може приймати рішення довгострокового характеру, що є запорукою вартісного зростання, і має зосереджуватись на тактичних завданнях та мати короткостроковий вплив на ціну акцій [10].

Таблиця 1 – Характеристика основних моделей управління доданою вартістю бізнесу (складено на основі [6, 9, 11])

Модель	Характеристика	Формула розрахунку
Економічна додана вартість EVA (Economic Value Added)	Надає оцінку інвестиційної активності підприємства та показує на скільки змінилась її вартість від прийняття рішень менеджментом. Надає розуміння того на скільки виправданим був ризик інвестицій у компанію у порівнянні з альтернативними можливостями інвестування.	$EVA = NOPAT - WACC * IC$ де: NOPAT – чистий операційний прибуток, після сплати податку на прибуток, але до виплати відсотків; WACC – середньозважена ціна капіталу; IC – інвестований капітал. $NOPAT = EBIT \times (1 - T)$ , де: EBIT – прибуток до сплати відсотків та податків; T – ставка податку на прибуток.
Ринкова додана вартість MVA (Market Value Added)	Є продовженням моделі економічної доданої вартості. Є відношенням між ринковою вартістю акціонерного і позикового капіталу та вкладеними інвестиціями. Показує вигоду, яку компанія може отримати від ринку, окрім користування інвестиціями.	$MVA = MVD + MC - TC$ де: MVD – ринкова вартість боргу; MC – ринкова капіталізація; TC – сукупна величина капіталу.
Акціонерна додана вартість SVA (Shareholder Value Added)	Забезпечення вимог акціонерів у зростанні вартості бізнесу через підвищення вартості їх цінних паперів та отриманих фінансових вигод у вигляді дивідендів.	$SV = SVf - SVb$ , де: SVf – розрахункова вартість акціонерного капіталу; SVb – балансова вартість акціонерного капіталу.
Додана вартість грошового потоку CVA (Cash Value Added)	Розрахунок згенерованих грошових потоків як віддачі від вкладених інвестицій, що враховує змінність цінності грошей у часі.	$CVA_j = CB_j - NA_0 \times WACC$ , де: CVA <sub>j</sub> – чистий грошовий потік до відсоткових платежів; NA <sub>0</sub> – чисті активи за первісною вартістю. $CB_j = EB_j + Dep_j - Ed_j$ де: CB <sub>j</sub> – показник чистого грошового потоку до відсоткових платежів; EB <sub>j</sub> - чистий операційний прибуток; Dep <sub>j</sub> - бухгалтерська амортизація; Ed <sub>j</sub> - економічна амортизація.

Модель доданої вартості акціонерного капіталу «Shareholder Value Added» (SVA) є підходом, що покликаний у повній мірі задовольнити потреби акціонерів за рахунок того, що вартість їх акцій, а також дивіденди за ними зростатимуть. Модель SVA передбачає, що розрахунок акціонерної доданої вартості виглядає як різниця між розрахунковою та балансовою вартістю капіталу, що отримують акціонери.

Серед завдань, які постають перед менеджментом компаній, згідно моделі SVA, виділяють наступні:

– за тримачів капіталу (власників корпоративних прав), які згодні інвестувати у власний капітал підприємства потрібно вести ефективну конкуренцію та пропонувати вигідні умови співпраці. Реалізація цього потребує проведення на ринках капіталу дієвої маркетингової політики;

– обсяг мінімальних виплат по дивідендах для капіталовкладників не має відрізнятись від загальноринкового середнього рівня. Це потребує оптимізації дивідендної політики з огляду на існуючі провідні моделі регулювання. Також підприємство має здійснювати прибуткову діяльність, що підтверджується у фінансових звітах.

Модель доданої вартості грошового потоку «Cash Value Added» (CVA) можна пояснити як розрахунок перевищення обсягу залишкових грошових потоків, що є віддачею від інвестованого капіталу в компанію, як чинник її ефективності. Методика є розробкою Бостонської консалтингової групи та фінансових аналітиків – Ф. Вайссенрідера та Е. Оттосона. На основі таких підходів пропонується розрахунок показника чистого грошового потоку до платежів за відсотками та показника грошової доданої вартості як різницю між фактичним та потрібним обсягом операційного грошового потоку [9].

Зі слів автора [9], якщо потрібний обсяг операційного потоку коштів є вищим за його фактичний обсяг вартість фірми буде знижуватись через дефіцит фінансових ресурсів, необхідних для відшкодування довгострокових інвестиційних вкладень.

### ВИСНОВКИ З ПРОВЕДЕНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ

Наявність ефективних управлінських моделей є запорукою зростання вартості підприємства у довгостроковому періоді. На сьогодні існуючі методики дозволяють якісно та змістовно проаналізувати ефективність використання ресурсів бізнесу через фінансові показники операційної, інвестиційної та фінансової діяльності для вирішення різних економічних та іншого роду питань, що можуть виникнути. Найбільш застосовувані моделі оцінки управління бізнесу зосереджене та таких показниках як економічна додана вартість, ринкова додана вартість, акціонерна додана вартість та додана вартість грошового потоку, у центрі уваги яких перебувають такі ключові елементи як рух грошових коштів та капіталу, інвестиційна активність компанії та її прибуток.

Такі концепти потребують методичного удосконалення у зв'язку зі своєю трудомісткістю та змінними потребами в оцінці серед зацікавлених внутрішніх та зовнішніх сторін щодо підприємства в сучасних умовах функціонування.

### SUMMARY

#### **Novikov V. M. Theoretical analysis of business value added valuation models**

The purpose of this study is to conduct a theoretical analysis of scientific models of business value added management, based on the estimated indicators of evaluation in the current unstable conditions of economic activity. In addition, among the objectives of the study was an analysis of the reasons and preconditions for the owners and stakeholders to assess the value of the business, identified the components, effective management of which will increase its value and capitalization.

The focus is on management models such as economic value added, market value added, shareholder value added and value added cash flow. It is established that each of the indicators used in the model has its own characteristics, which are its advantages and disadvantages. For example, it was found that the indicator economic value added is the most used among all indicators due to the availability of analytical data, taking into account many aspects of the enterprise, which provides stakeholders with the necessary amount of information for decision-making. At the same time, its calculation requires performers of high analytical accuracy and meticulousness. In addition, this model is similar to the joint-stock management model. Both focus primarily on foreign economic, market factors influencing asset value and investment attractiveness among potential investors. It was found that the value-added model of cash flow allows to better understand, based on finding the net cash flow, the initial value of net assets and the weighted average rate of capital financing, how cash flow from investments exceeds the cost of attracting them, informing owners, shareholders and others liquidity of the business and prospects for its value growth.

Therefore, a conclusion is made on further research on improvement, unification of existing management models in conditions of instability.

**Keywords:** management model, business value added, valuation, investment activities, cash flow.

### СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Шурпенкова Р. Використання математичних методів і моделей в економічному аналізі. *Математичні методи, моделі та інформаційні технології у науці, освіті, економіці, виробництві* : матеріали III всеукр. наук.-практ. конф., м. Маріуполь, 28 квіт. 2021 р. Маріуполь, 2021. С. 119–122.

2. Портний О.В., Яновська В.П. Еволюція моделей ціннісно-орієнтованого управління: від доданої вартості до ESG. *Вісник Київського інституту бізнесу та технологій*. 2020. №4. С. 4–12. URL: <https://herald.kibit.edu.ua/index.php/visnyk/article/view/115/102>
3. Угрімова І.В., Замула О.В. Практичні аспекти методології оцінки бізнесу: досвід країн ЄС, Америки і України. *Економічні науки*. 2020. № 6 (8). С. 45–50. URL: <http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press>
4. Дейнека О.В., Дехтяр Н.А., Пігуль Є.І. Актуальні питання управління вартістю підприємства. *Економіка і суспільство*. 2017. № 12. С. 240–245.
5. Могилова А. Концепція EVA як основа оцінки та управління вартістю підприємства. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету*. 2013. Вип. 34. С. 245–251. URL: [http://www.irbis-nbu.gov.ua/cgi-bin/irbis\\_nbu](http://www.irbis-nbu.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbu)
6. Ковальов А.І., Винокурова О.І. Концепція EVA та оцінка ефективності реструктуризації підприємств. *Теоретичні та прикладні питання економіки*. 2015. № 1. С. 94–103. URL: <http://www.irbis-nbu.gov.ua/>
7. Позняк С.В., Данильченко С.С. Управління вартістю та конкурентоспроможністю підприємства задля забезпечення його стійкого розвитку. *Ефективна економіка*. 2015. № 8. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4611>
8. Михайленко О.В., Скоморохова С.Ю., Чернова А.О. Управління структурою капіталу підприємства за критерієм мінімізації його вартості. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2018. Вип. 30 (2). С. 147–151. URL: [http://dspace.nuft.edu.ua/bitstream/123456789/30448/1/Nvkhdu\\_en\\_2018\\_30%282%29\\_34.pdf](http://dspace.nuft.edu.ua/bitstream/123456789/30448/1/Nvkhdu_en_2018_30%282%29_34.pdf)
9. Давидов О.І. Моделі доданої вартості підприємств: економічний зміст та особливості побудови. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2017. Вип. 28. С. 167–172.
10. Яремко І.Й. Показники та критерії в системі вартісно-орієнтованої концепції менеджменту. *Вісник Національного університету "Львівська політехніка"*. 2015. № 835. С. 123–130. URL: <http://ena.lp.edu.ua/bitstream/ntb/33797/1/18-123-130.pdf>
11. Проскуріна Н.М., Дядюн О.О. Інтелектуальний капітал та економічна додана вартість у контексті вартісно-орієнтованого управління сучасним підприємством. *Електронне наукове фахове видання*. 2017. № 4. С. 227–234.

## REFERENCES

1. Shurpenkova R. The use of mathematical methods and models in economic analysis. *Mathematical methods, models and information technologies in science, education, economics, production: materials of the III all-ukrainian. scientific-practical conf., Mariupol, April 28, 2021* Mariupol, 2021. P. 119–122.
2. Portnyi O.V., Yanovska V.P. The evolution of value-oriented management models: from value added to ESG. *Bulletin of the Kyiv Institute of Business and Technology*. 2020. №4. P. 4–12. URL: <https://herald.kibit.edu.ua/index.php/visnyk/article/view/115/102>
3. Ugrimova I.V., Zamula O.V. Practical aspects of business evaluation methodology: the experience of the EU, America and Ukraine. *Economic sciences*. 2020. № 6 (8). P. 45–50. URL: <http://repository.kpi.kharkov.ua/bitstream/KhPI-Press>
4. Deineka O.V., Dekhtyar N.A., Pigul E.I. Current issues of enterprise value management. *Economy and society*. 2017. № 12. P. 240–245.
5. Mohylova A. The concept of EVA as a basis for assessing and managing the value of the enterprise. *Collection of scientific works of Cherkasy State Technological University*. 2013. Iss. 34. P. 245–251. URL: [http://www.irbis-nbu.gov.ua/cgi-bin/irbis\\_nbu](http://www.irbis-nbu.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbu)
6. Kovalov A.I., Vynokurova O.I. EVA concept and evaluation of the effectiveness of enterprise restructuring. *Theoretical and applied issues of economics*. 2015. № 1. P. 94–103. URL: <http://www.irbis-nbu.gov.ua/>
7. Pozniak S.V., Danylchenko S.S. Managing the value and competitiveness of the enterprise to ensure its sustainable development. *Efficient economy*. 2015. № 8. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4611>
8. Mykhailenko O.V., Skomorokhova S.Yu., Chernova A.O. Management of the capital structure of the enterprise on the criterion of minimizing its value. *Scientific Bulletin of Kherson State University*. 2018. Iss. 30 (2). P. 147–151. URL: [http://dspace.nuft.edu.ua/bitstream/123456789/30448/1/Nvkhdu\\_en\\_2018\\_30%282%29\\_34.pdf](http://dspace.nuft.edu.ua/bitstream/123456789/30448/1/Nvkhdu_en_2018_30%282%29_34.pdf)
9. Davydov O.I. Models of value added of enterprises: economic content and features of construction. *Scientific Bulletin of the International Humanities University*. 2017. Iss. 28. P. 167–172.
10. Yaremko I.Y. Indicators and criteria in the system of cost-oriented concept of management. *Bulletin of the National University "Lviv Polytechnic"*. 2015. № 835. P. 123–130. URL: <http://ena.lp.edu.ua/bitstream/ntb/33797/1/18-123-130.pdf>
11. Proskurina N.M., Diadiun O.O. Intellectual capital and economic added value in the context of cost-oriented management of a modern enterprise. *Electronic scientific professional publication*. 2017. № 4. P. 227–234.