

**ФІНАНСОВА МОДЕЛЬ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ  
ДИНАМІЧНОЮ СТІЙКІСТЮ ХОЛДИНГУ**

У період трансформаційних процесів в економіці України вхід на ринок країни великих міжнародних корпорацій означає для вітчизняних учасників появу серйозних конкурентів, які мають значні ресурси для реалізації своїх конкурентних стратегій (наприклад, низьких цін). Результатом цього може стати зменшення числа національних фігурантів, насамперед за рахунок централізації капіталу, зростання продуктивності праці і т.п. Для зміцнення конкурентних позицій українських інтегрованих об'єднань (далі – холдингів), які являють собою, для цілей цього дослідження, групу промислових підприємств, що керуються з єдиного центру, необхідно забезпечити їх динамічну стійкість. Головною стратегічною метою фірми у сучасних умовах є приріст вартості бізнесу, який служить цільовою функцією у системі управління динамічною стійкістю. Для досягнення найкращих результатів необхідно мати адекватний інструментарій, що дозволяє вимірювати вартість з високим ступенем надійності, сучасні концепції, моделі.

Питання управління вартістю бізнесу достатньо мірою опрацьовані вітчизняними та зарубіжними вченими. Вони являють собою цілий пласт наукових пошуків і практичних рекомендацій, які тою чи іншою мірою використовуються у практичній діяльності. Торкнемося цих методів тільки в тій частині, яка необхідна для побудови фінансової моделі системи управління динамічною стійкістю.

Застосування у прикладній економіці вартісного підходу набуло достатньо високого визнання серед фахівців даного профілю. Для публічних компаній – це стандартний інструментарій управління. Для непублічних

компаній вартісне управління – VBM (Value Based Management) не менш актуальне, тому що дозволяє власникам промислових підприємств та іншим стейкхолдерам привести в рівновагу їх цілі, які часто носять суперечливий характер. Крім того, VBM є досить універсальною моделлю як для оцінки майбутніх придбань / інвестицій холдингу, компаній, так і для аналізу поточного стану бізнес-портфеля.

Для українських реалій використання на практиці цього підходу несе ряд обмежень при застосуванні, оскільки за відсутності розвинутого ринку цінних паперів та практики корпоративного управління використання підходу привносить свої особливості. Тому доцільне подальше вивчення та дослідження питання впровадження концепції управління, заснованої на вартісному підході, та вибір адекватного українським підприємствам інструментарію.

Концепція управління, заснована на вартості (Value Based Management – VBM), була розроблена і застосована в General Electric задовго до її широкого розповсюдження, якого вона набула з кінця 1980-х років. Авторами концепції вважаються А. Раппопорт [1] і Дж.Б.Стюарт. З тих пір багато зарубіжних і вітчизняних авторів доповнюють і вдосконалюють цю концепцію. Вагомий внесок у розвиток концепції внесли Т. Коупленд, Д. Муррін, Т. Колер [2], А. Ербар, Дж. Б. Стюарт III [3] (застосування показника EVA в концепції). П. Бергер і Е. Офек [4, с. 1175] розглядали вплив диверсифікації на вартість корпорації і дійшли висновку, що ціна акцій у середньому на 15% нижче при диверсифікації (продаж з дисконтом). Суттєвий внесок у розвиток показника

© М.Г. Лазарева, 2014

EVA внесли вчені Дж.Фельтман, І. Грант [5], Р. Фергюсон, Дж. Ренцлер [6].

І.В. Івашківська пов'язала економічну додану вартість з роботою ради директорів [7] та розробила методологію системи інтегрованого управління вартістю компанії, яка реалізована в концепції гармонічної компанії та її характеристиках: архітектури капіталу, яка охоплює фінансовий, інтелектуальний та соціальний капітали. С.В. Тупкало та В.Н. Тупкало запропонували модель піраміди виручки: “це структурована за однозначно виділеними ієрархічними рівнями управлінської відповідальності компанії формула виручки” [8]. У свою чергу ця формула представляє собою арифметичну модель факторного аналізу, яка відображає види продукції та їх частку в загальному обсязі реалізації, фактори ціни та інші.

В.С.Романов і Е.Б. Кукіна [8] провели досить докладний аналіз появи та використання показника EVA в історичному ракурсі. Автори навели результати дослідження практичного використання показника в різних галузях та країнах, які проводилися в різні періоди часу вченими С. Ченом, Дж.Л. Доддом (1996), Д. Мадитиносом та іншими (2007), Г. Біддою та іншими (1996), Г. Фельтамом та іншими (2004). Було виявлено низку недоліків та проблем моделі. Далі автори провели емпіричні дослідження в умовах Росії використання цього показника та дійшли висновку, що показники економічної доданої вартості не здатні добре пояснити прибутковість інвесторів.

К.В. Багацька стверджує, що додана вартість складається з двох компонент: внутрішньої і зовнішньої. При цьому автор дійшов висновку, що “зовнішня складова доданої вартості може бути достовірно визначена лише підприємствами-учасниками фондового ринку, а також підприємствами, щодо яких укладались угоди про продаж або висувались пропозиції стосовно укладання угод реорганізації. Решті підприємств для оцінки доданої вартості та її модифікацій, що пропонуються інструментарієм VBM, варто використовувати методи економічного прогнозування і оцінювати прогнозовані величини майбутніх грошових потоків” [10]. До

схожого висновку дійшла З.О. Коваль, яка вивчає оцінку ефективності вартісно-орієнтованого управління підприємствами, які здійснюють діяльність в екосистемі інновацій [11].

І.В. Новикова пропонує покласти в основу науково-методичного підходу до вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства такі теоретичні концепції: “вартісно-орієнтоване (ціннісно-орієнтоване) управління (VBM-підхід); динамічну теорію стратегічного управління; концепцію життєвого циклу підприємства (організації)” [12].

О.Л. Єськов, В.С. Рижиков, В.О. Макарова в роботі [13] запропонували адаптивну систему управління вартістю підприємства, яка складається з таких етапів: визначення точки відліку – визначення різними методами вартості підприємства; визначення основних факторів вартості; впровадження системи оперативного контролю; проведення систематичного контролю результатів діяльності; підготовка персоналу до впровадження системи оперативного контролю над вартістю активів; утворення системи оцінки управлінських рішень; аналіз внеску підрозділів у вартість компанії.

О. Димшаков проаналізував різні методи оцінки бізнесу та дійшов висновку, що “для цілей управління вартістю компанії може використовуватися кілька методів оцінки і відповідно кілька показників вартості. Ці показники не підлягають інтегруванню, вони аналізуються окремо, порівнюються між собою і служать для прийняття різних управлінських рішень” [14]. Автор теж вказує на досить обмежене використання всіх методів оцінки вартості, які застосовуються у світовій практиці у зв'язку з нерозвиненим фондовим ринком Росії.

Різними питаннями вартісно-орієнтованого підходу займаються вчені: В.Є. Єсіпов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова [15], Г.В.Козаченко, Г.І. Янчук [16] та інші.

Для диверсифікованого портфеля бізнесів і різної за складом частки участі власників у конкретних підприємствах бізнес-портфеля концепція вартісного управління дозволяє кожному учаснику бізнес-системи –

холдингу знайти збалансовані цілі, вибудувати механізм, що дозволяє ними управляти і оцінювати результати такого управління.

VBM спочатку передбачає взаємодію чотирьох елементів:

1) оцінювання – вибір методів оцінки вартості для акціонерів;

2) стратегія – визначення шляхів, за допомогою яких буде досягнута основна мета – приріст вартості для акціонерів;

3) фінанси – визначення основних факторів, які впливають на приріст вартості;

4) корпоративне управління – встановлення комунікативних зв'язків і урівноваження інтересів власників і менеджерів, формування відповідної системи інститутів.

Перший елемент – вибір вимірників вартості бізнесу. Традиційно в якості вимірників використовуються такі моделі:

1. EVA (Economic Value Added) – економічна додана вартість: чистий операційний прибуток після сплати податків за вирахуванням витрат на капітал;

2. MVA (Market Value Added) – додана ринкова вартість: різниця між вартістю акцій, що котируються на ринку та сумою скоригованої балансової вартості позикових коштів і акціонерного капіталу, вкладеного в компанію;

3. SVA (Shareholder Value Added) – акціонерна вартість: різниця між розрахунковою і балансовою вартістю акціонерного капіталу (спрощено);

4. CFROI (Cash Flow Return on Investments) – прибутковість інвестицій на основі грошового потоку: ставлення скоригованого на рівень інфляції грошового потоку від операційної діяльності до розміру інвестицій, скоригованих на рівень інфляції;

5. CVA (Cash Value Added) – грошова додана вартість, враховує тільки грошові складові вартості.

Список не є вичерпним, оскільки цей напрямок дослідження є молодим і показники, кожен з яких має свої переваги і недоліки, доопрацьовуються (див., наприклад, [8,10]). Ці показники розроблялися для умов і правил, які суттєво відрізняються від укра-

їнських реалій, тому їх застосування у практичній діяльності підприємств України є досить обмеженим і проблематичним. Виникла необхідність у пошуку моделі, яка б дозволяла оцінювати вартість бізнесу для власника у процесі оперативного і стратегічного управління для умов України. Наприклад, існує проблема при оцінці вартості бізнесу для компаній, які тільки придбані (або створені) і для яких порахувати вартість існуючими способами не уявляється можливим через негативні фінансові результати (на певному етапі часу). Вивчення існуючих досліджень у цьому напрямку показало досить обмежену кількість інструментів, які б допомогали оцінювати вартість придбаного збиткового підприємства, наприклад, на період адаптації його у портфелі.

*Метою* статті є побудова такої фінансової моделі у системі управління холдингом, яка б дозволяла вимірювати вартість як поточного портфеля бізнесів, так і венчурних та тільки придбаних бізнесів і забезпечувала б динамічну стійкість холдингу.

Основний елемент концепції вартісного управління – це стратегія досягнення приросту вартості. При її побудові необхідно враховувати всі фактори, які впливають як на вартість, так і на динамічну стійкість. Необхідне збалансоване поєднання зростання та ефективності бізнесу.

Довгострокова (стратегічна) мета розвитку холдингу може бути сформульована таким чином (див. рисунок): ефективне управління інтегрованим збалансованим бізнес-портфелем, стійке конкурентне становище бізнесів на ринках, що дозволяє забезпечити приріст вартості кожного бізнесу. Позитивний синергетичний ефект досягається за рахунок:

централізованого стратегічного управління;

використання єдиних корпоративних стандартів;

економії трансакційних витрат;

оперативної господарської самостійності бізнесів (для диверсифікованого холдингу найкраща модель управління).



*Розроблено автором.*

*Рисунок. Декомпозиція цілі холдингової компанії*

Для отримання позитивного синергетичного ефекту необхідне досягнення таких цілей:

1. Ефективне управління бізнес-портфелем – максимізація грошового потоку шляхом стратегічного управління:

входження у вигідний бізнес – незв'язана диверсифікація. Вартість холдингу зростає за рахунок придбання нового бізнесу, що відповідає критеріям відбору та моніторингу бізнесів у бізнес-портфель;

збалансований розвиток поточного бізнес-портфеля;

придбання бізнесів, побудова інтегрованих бізнес-ланцюжків;

вихід з бізнесів, які не відповідають критеріям відбору та моніторингу;

модернізація і розширення бізнесів – інвестування в розвиток існуючих бізнесів.

2. Ефективне управління фінансами – максимізація грошового потоку шляхом централізованого управління і контролю над інтегрованими фінансовими потоками:

отримання доходу шляхом використання вільних грошових коштів та майна;

акумулювання вільних грошових коштів підприємств на спеціальному рахунку (рахунках) банку (майстер-рахунок), управління рахунками за допомогою казначейсь-

ких процедур та отримання додаткових банківських доходів;

використання майна підприємств системи як застави при зовнішньому кредитуванні та збільшення сум отриманих кредитів;

податкове планування;

мінімізація вартості залучення коштів – внутрішньокорпоративне кредитування і економія за рахунок використання вільних грошових коштів системи;

використання фінансового інструментарію (фінансової компанії, банку, страхової компанії, – за наявності в холдингу) для залучення коштів у систему.

3. Забезпечення якості управління – здійснення процедур регулярного менеджменту на підприємствах і контроль на корпоративному рівні:

ефективна діяльність персоналу – реалізація єдиної кадрової політики для підтримки необхідного кваліфікаційного рівня співробітників підприємств;

ефективні технології управління (теорія обмежень, система безперервних покращень та ін.);

забезпечення економічної безпеки – створення централізованої системи економічної безпеки;

використання фінансового інструментарію для впровадження сучасних технологій та інструментів менеджменту.

4. Зниження трансакційних витрат централізації:

створення спільних центрів обслуговування;

створення єдиного інформаційного простору;

формування єдиних стандартів діяльності (єдина інвестиційна політика, єдина іміджева політика, єдині стандарти планування, бюджетування, єдина облікова політика тощо);

використання єдиного фінансового інструментарію.

Фінансова модель повинна мати можливість вимірювати вартість поточного бізнес-портфеля, включаючи тільки що придбані бізнеси, які знаходяться в інкубаційному періоді і не пройшли ще період адаптації в холдинговій компанії, а також оцінювати нові бізнеси, які включатимуться до бізнес-

портфеля у майбутньому. Найбільш відповідною для реалізації цих цілей (крім оцінки бізнесів в інкубаційному періоді) є модель вільних грошових потоків, яка у спрощеному вигляді може бути представлена таким чином:

$FCF$  (free cash-flow) =  $EBIT$  (1-Tax Rate) + Depreciation & Amortization - Change in Net Working Capital - Capital Expenditure

або

$FCF$  (вільний грошовий потік) =  $EBIT$  (1-ставка податку) + Амортизація - зміни в робочому капіталі - капітальні витрати,

де  $EBIT$  – earning before interest and taxes: прибуток до відрахування відсотків і податків.

Для розрахунку вартості бізнесу може бути використана формула [7, с. 56]

$$V_E = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+K_{E_1})^i} + \frac{TCF}{(1+K_{E_2})^n}, \quad (1)$$

де  $FCFE_i$  – потік вільних грошових коштів для власника в році  $i$ ;

$K_{E_1}$  – необхідна прибутковість на капітал власника для періоду від року 1 до року  $n$ ;

$K_{E_2}$  – необхідна прибутковість на капітал власника для залишкового періоду;

$TCF$  – сукупний потік грошових коштів у залишковому періоді.

Використання цієї моделі як базової для оцінки поточного бізнес-портфеля доцільно, оскільки вона більш адаптивна до умов України, ніж традиційно використовувані в VBM показники, такі як, наприклад, EVA, тому що:

1) модель FCF ґрунтується на прогнозах майбутнього, а EVA показник, який ґрунтується на даних минулого періоду і відноситься до тих, що відстають;

2) модель EVA і швидкі темпи зростання різноспрямовані явища: зі збільшенням темпів зростання бізнесу EVA зменшується в короткостроковому періоді, що стимулює менеджмент до обмеження заходів з розвитку бізнесу; FCF, навпаки, дозволяє враховувати як майбутній розвиток, так і поточний стан;

3) FCF краще вимірює грошовий дохід власників і дозволяє визначити, скільки гро-



шей система у змозі виплатити всім стейкхолдерам;

4) можна використовувати вільні грошові потоки для врахування у своїй фінансовій моделі інвестиційних можливостей компанії та визначенні суми інвестицій, що необхідна компанії;

5) FCF – корисний інструмент у разі залучення інвестора / інвестицій до бізнесу: коли використовується визначення вартості шляхом вільних грошових потоків, це підвищує у потенційного інвестора почуття довіри використання їх коштів;

6) для використання EVA необхідно проводити кілька десятків поправок у показники балансу для отримання чистого операційного прибутку NOPAT (Net Operation Profit After Tax), тоді як для розрахунку FCF практично не потрібно робити коректировок;

7) при розрахунку EVA виникають складнощі з розрахунком норми вартості власного інвестованого капіталу, тому що у власників і менеджерів виникають протилежні інтереси: менеджери прагнуть до зростання ефективності (відповідно зменшення вартості), а власники – до зростання вартості, необхідно шукати компроміс;

8) концепція EVA складніша для розуміння менеджерами середньої, а іноді й вищої ланки в Україні, тоді як модель FCF більш переконлива;

9) показник EVA дає ефект на етапі зрілості бізнесу, для розвивального бізнесу ця модель мало ефективна, на відміну від FCF (крім бізнесів, що знаходяться на етапі адаптації до існуючого бізнес-портфеля);

10) FCF дозволяє врахувати дискретність розвитку бізнесу (показник складається з двох частин: прогнозований грошовий потік на певний період (управління портфелем проектів на планований період) і постпрогнозовної величини грошового потоку (за межами прогнозованого періоду).

Таким чином, модель FCF доцільно використовувати як одну з компонент фінансової моделі системи динамічної стійкості холдингу при вимірюванні вартості поточного бізнес-портфеля. Застосування цієї моделі значно полегшує включення нового бізнесу у бізнес-портфель холдингу для випадків при-

дбання прибуткових на поточний момент бізнесів.

Однак модель FCF, на думку фахівців [17], має низку недоліків, пов'язаних з оцінкою поточного стану підприємств і при вибудовуванні мотиваційних програм для менеджменту. Цей метод має обмежене застосування для оцінки активів у бізнес-портфелі, які сьогодні не приносять зростання вартості (у тому числі, які щойно придбані), але можливо будуть генерувати грошові потоки у майбутньому. Метод капіталізації прибутку теж не підходить для такого випадку, тому що діяльність збиткова. Витратні підходи виявилися непридатними, оскільки перший розділ пасиву (власні кошти) негативний або має дуже маленьку величину (мінімальний розмір статутного капіталу). Бізнеси після покупки почали свою діяльність, але визначити, чи зростає вартість відомими методами, не уявляється можливим. Таким чином, при використанні традиційних методів оцінки в таких ситуаціях важко адекватно розуміти функціонування бізнесу і зусиль менеджменту. Тому для таких бізнесів розроблено спеціальний метод оцінки поточної вартості бізнесу, який дозволяє визначити зміну вартості в короткостроковому періоді.

Базові передумови запропонованої автором моделі: незважаючи на негативні результати у минулих періодах, при зростанні виручки, прибутку і активів вартість збільшується (зменшуючи збитки). У моделі CV<sup>1</sup> (Current Value) накладаються такі обмеження:

1) дивіденди не виплачуються у період застосування моделі (це обґрунтовано, тому що при покупці бізнесу або для венчурних проектів власники не очікують отримання дивідендів);

2) вартість не дисконтується, тому що використовуються короткі проміжки часу;

3) статутний капітал залишається незмінним.

Як початкова вартість компанії приймається вартість компанії на момент її покупки, тобто ціна угоди. У запропонованій моделі поточна вартість бізнесу розраховується за формулою

<sup>1</sup> Назва запропонована автором.

$$V_1 = I_{rs} \cdot I_a \cdot V_0, \text{ при } P_0 > 0 \text{ і } P_1 > 0, \\ \text{або} \\ V_1 = \frac{1}{I_{rs}} \cdot \frac{1}{I_a} \cdot V_0, \text{ при } P_0 < 0 \text{ і } P_1 < 0, \quad (2)$$

де  $V_1$  – вартість бізнесу у першому звітному періоді;

$I_{rs}$  – індекс рентабельності продажів;

$I_a$  – індекс активів;

$V_0$  – вартість бізнесу у базовому періоді;

$P_0, P_1$  – прибуток у звітному та базовому періодах відповідно.

*Розроблено автором.*

Індекс рентабельності продажів розраховується за формулою

$$I_{rs} = \frac{P_1}{S_1}, \text{ при } P_0 < 0 \text{ і } P_1 < 0; \\ \frac{P_0}{S_0}, \text{ при } P_0 > 0 \text{ і } P_1 > 0, \\ \text{або} \quad (3)$$

$$I_{rs} = \frac{1 - \frac{P_1}{S_1}}{1 - \frac{P_0}{S_0}}, \text{ при } P_1 < 0 \text{ і } P_1 > 0,$$

де  $P_1$  і  $P_0$  – прибуток у звітному та базовому періодах відповідно;

$S_1$  і  $S_0$  – продажі у звітному та базовому періодах.

*Розроблено автором.*

Друга частина – індекс активів – розраховується за формулою

$$I_a = \frac{A_1}{A_0}, \quad (4)$$

де  $I_a$  – індекс активів;

$A_0, A_1$  – активи базового та поточного періодів відповідно.

*Розроблено автором.*

Індекс 0 присвоєно даним, що відносяться до періоду часу, який прийнятий за «точку відліку»; 1 – відповідно тим даним, що прийняті на момент розрахунку.

Оскільки ми використовуємо цю модель для щойно придбаних та венчурних біз-

несів, то як показник прибутку за основу береться ЕВІТ (дохід до виплати відсотків і податків), щоб оцінювати тільки операційну діяльність без обліку фінансової та інвестиційної (чистий приріст вартості). Тут передбачається, що менеджмент не впливає на величину необхідного фінансування і не визначає його джерела (ця функція реалізується на рівні управляючої компанії холдингу). Завдання для менеджменту на цьому етапі – приділяти увагу показникам рентабельності продажів і гармонійному приросту активів. Під продажами мається на увазі виручка від реалізації. Ці два фактори для менеджменту є контрольованими: менеджери здатні впливати на маржу і тим самим не тільки дбати про ефективність, але і про зростання вартості для акціонера.

Алгоритм застосування CV-моделі може бути таким:

1. Знаходимо показник операційного прибутку ЕВІТ у звітному і базовому періодах.

2. Розраховуємо індекс рентабельності по ЕВІТ за формулою 3.

3. Фіксуємо вартість компанії на початковий момент часу (ціна придбання).

4. Визначаємо відношення суми активів у розрахунковому періоді до суми активів у базовому періоді за формулою 4.

5. Обчислюємо вартість бізнесу у звітному періоді.

Розглянемо застосування моделі CV на прикладі. Є такі дані для знов придбаного бізнесу (див. таблицю).

Підприємство пропрацювало квартал. У першому стовпчику наведено дані на момент покупки (період 0), у другому стовпчику – дані після початку роботи підприємства (результати за підсумками кварталу). Із даних звіту видно, що збитки зменшилися. Визначимо, як змінилася вартість за цей період.

1. Розрахуємо індекс рентабельності:

$$I_{rs} = \frac{P_1}{S_1} = \frac{-630}{330} = 0,88. \\ \frac{P_0}{S_0} = \frac{-650}{300}$$

2. Знайдемо індекс активів:

$$I_a = \frac{A_1}{A_0} = \frac{440}{440} = 1.$$

## Дані для розрахунку вартості бізнесу, тис. дол. США

	0	1
ЧИСТИЙ ДОХІД (продажі)	300	330
СОБІВАРТІСТЬ РЕАЛІЗОВАНОЇ ПРОДУКЦІЇ	750	760
Сировина та матеріали	400	410
Оплата праці	200	200
Інші операційні витрати	150	150
ВАЛОВА МАРЖА	-450	-430
Адміністративні витрати	70	70
Витрати на збут	50	50
Витрати при централізації*	30	30
ОПЕРАЦІЙНИЙ ПРИБУТОК (EBDIT)	-600	-580
Амортизація	50	50
ПРИБУТОК ДО ВИРАХУВАННЯ ПРОЦЕНТІВ ТА ПОДАТКІВ (ЕВІТ)	-650	-630
Витрати за процентами	20	20
ПРИБУТОК ДО ОПОДАТКУВАННЯ (ЕВТ)	-670	-650
Податок на прибуток	0	0
ЧИСТИЙ ПРИБУТОК	-670	-650
Дівиденди	0	0
Нерозподілений прибуток	-670	-650
Активи	440	440
оборотні	340	340
необоротні	100	100
Вартість придбання	500	

\* Частина трансакційних витрат, що розподілені на даний центр витрат.

3. Якщо спостерігаємо збитки, тобто  $i$ , то скористаємося для розрахунку другою частиною формули 2 і першою частиною формули 3:

$$V_1 = \frac{1}{I_{rs}} \frac{1}{I_a} V_0 = \frac{1}{0,88} \cdot 1 \cdot 500 = 567,5 \text{ тис. дол. США.}$$

Таким чином, вартість зросла на 67,5 тис. дол. США. Менеджмент може отримувати бонуси за зростання вартості. Щодо спрощення у прикладі ми показали, що активи не змінилися. У практиці таке зустрічається рідко.

*Висновки.* Пропонована до застосування фінансова модель системи управління динамічною стійкістю холдингу складається з двох базових моделей: FCF (Free Cash-Flow) та CV (Current Value). Перша компонента фінансової моделі – модель вільних грошових потоків, яка добре зарекомендувала себе у практичній діяльності, доцільно застосовувати для оцінки поточного стану портфеля бізнесів холдингу. За допомогою другої ком-

поненти – CV-моделі (авторська розробка) можна вимірювати діяльність бізнесів, які щойно були придбані і знаходяться в інкубаційному періоді адаптації до існуючого портфеля для випадків їх збиткової діяльності і відповідного відображення її у звітності. За допомогою CV-моделі можна проводити факторний аналіз і визначати ступінь внеску у вартість виручки, прибутку або активів оцінюваного бізнесу. Показники розраховуються на підставі квартальної бухгалтерської або управлінської звітності. Величина цього показника відбиває з досить високим ступенем достовірності приріст вартості за поточний короткостроковий період. Модель дозволяє вибудовувати мотиваційні програми для менеджменту. CV-модель була неодноразово використана при розрахунку поточної вартості бізнесу у перші кілька років після покупки нового бізнесу в корпорації “Укрпідшипник” для контролю і коригування управління на період його адаптації у загальному бізнес-портфелі групи. Запропонована



модель може стати одним з елементів майбутньої інтегрованої моделі управління вартістю підприємствами та потребує доопрацювання щодо конкретних умов діяльності конкретного бізнесу.

### Література

1. Rappaport A. Creating Shareholder / A. Rappaport // Value: The New Standard for Business Performance. – New York: The Free Press, 1986. – 564 p.
2. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. / Т. Коупленд, Д. Мурин, Т. Колер. – М.: Олимп-бизнес, 2008. – 576 с.
3. Ehrbar A. The EVA revolution / A. Ehrbar, G.B. Stewart III // Journal of Applied Corporate Finance. – 1999. – № 12 (2). – P. 18-31.
4. Berger P.G. Bust up takeovers of value-destroying diversified firms / P.G. Berger, E. Ofek // The Journal of Finance. – 1996. – № 51(4). – P. 1175-1200.
5. Feltham G. Perhaps EVA Does Beat Earning-revisiting Previous Evidence / G. Feltham, I. Grant, C. Mbagwu, G. Vaidyanathan // Journal of Applied Corporate Finance. – 2004. – Vol. 16. – № 1. – P. 83-88.
6. Ferguson R. Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability / R. Ferguson, J. Rentzler, S. Yu // Journal of Applied Corporate Finance. – 2005. – Vol. 15. – P. 101-113.
7. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И.В. Ивашковская. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 430 с.
8. Тупкало С.В. Методика решения задачи управления на основе оценки роста стоимости компании / С.В. Тупкало, В.Н. Тупкало // Системи управління навігації та зв'язку. – 2010. – Вип. 1(13). – С. 176-180.
9. Романов В.С. Исследование взаимосвязи показателя EVA и стоимости компании на российском рынке капитала / В.С. Романов, Е.Б. Кукина // Корпоративные финансы. – 2008. – № 4 (8). – С. 38-57.
10. Багацька К.В. Особливості визначення доданої вартості підприємства в сучасних умовах / К.В. Багацька // Перспективи управлінської діяльності суб'єктів господарювання: зб. тез доп. Всеукраїнської наук.-практ. конф., Черкаси, 17 лютого 2012 р. – Черкаси: Вид-во ТОВ «МАКЛАУТ», 2012. – С. 7-9.
11. Коваль З.О. Оцінювання ефективності вартісно-орієнтованого управління підприємством в екосистемі інновацій / З.О. Коваль // Репозитарій Львівського Національного політехнічного університету [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/12885/1/054\\_Oc%D1%96njuvannja%20efektiv\\_348\\_357\\_714.pdf](http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/12885/1/054_Oc%D1%96njuvannja%20efektiv_348_357_714.pdf).
12. Новикова І.В. Теоретичні основи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства / І.В. Новикова // Економіка та управління підприємствами машинобудівельної галузі: проблеми теорії та практики. – 2012. – № 3(19). – С. 106-116.
13. Еськов А.Л. Максимизация стоимости украинских предприятий как эффективный инструмент управления бизнесом / А.Л. Еськов, В.С. Рыжиков, В.А. Макарова // Вісник економічної науки України. – 2011. – № 2. – С. 41-45.
14. Дымшаков А. Управляя – оценивай: проблема использования методов оценки бизнеса в России / А. Дымшаков // Управление компанией. – 2004. – № 9. – С. 38-41.
15. Есипов В.Е. Оценка бизнеса / В.Е. Есипов, В.В. Терехова, Г.А. Маховикова. – СПб.: Питер, 2003. – 648 с.
16. Козаченко А.В. Методы оценки стоимости предприятия: сущность и особенности применения / А.В. Козаченко, Г.И. Янчук // Экономика Крыма. – 2005. – № 13. – С. 69-74.
17. Теплова Т.В. Современные модификации стоимостной модели управления / Т.В. Теплова // Вестник Московского ун-та. Сер. 6. Экономика. – 2004. – № 1 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://hse.wvu.ru/images/cmanager/63/4/documents/smsmuk.pdf>.

Надійшла до редакції 16.10.2014 р.