

ЕКОНОМІЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОЇ КОНЦЕПЦІЇ УПРАВЛІННЯ

© Яремко І. Й., 2017

Розглянуто зміст вартісно-орієнтованої концепції управління та використовуваних у ній інструментальних засобів. Проаналізовано зміст управлінського інструментарію для встановлення факторів вартості та показники, що формують інтегральний критерій зростання ринкової вартості економічного суб'єкта. Наведено недоліки у використуваній системі формалізованих і неформалізованих показників та сформульовано окремі аспекти вдосконалення економічного інструментарію для впровадження вартісно-орієнтованої концепції управління у вітчизняну практику.

Ключові слова: управління вартістю, економічний інструментарій, оцінно-аналітичні системи, показники, індикатори, фактори вартості.

I. Yo. Yaremko

Lviv Polytechnic National University

ECONOMIC INSTRUMENTS OF VALUE – BASED MANAGEMENT CONCEPT

© Yaremko I. Yo., 2017

The content value-oriented management concept and used it tools. Analyzed the content management tools to establish cost factors and indicators that form integral criterion increase in the market value of the economic entity. An deficiencies in the system used formal and informal indicators and formulated certain aspects of improvement of economic instruments for the implementation of value-oriented management concept in domestic practice.

Proved that problems indicative foundations of economic evaluation is complicated by the fact that different models based on different indicators mal value drivers, recognizing certain more important in the dominant characteristics of their impact on cost. Over importance weights informal indicators recognized as having an exaggerated importance to the integrated economic cost characteristics of the subject. Argued greater reliability fact rely on indicators that have a formal response, based on quantitative assessments verified. It is proved that the financial indicators used for this purpose because of their different interpretation also take slightly different values, and general indicators and indicators used in varying formulated assessment system business is different.

It was concluded that despite the shortcomings are methodical and methodological evaluation of cost parameters, the identification and optimization of key value drivers, installation of subordination and subordination of individual elements influence the impact on the cost, value management system can be characterized by appropriate and effective management concept. This zauvazhuyutsya that key components of the composition different methodological basis of economic evaluation of cost parameters enterprise has no clear algorithms, but depends on the subjective view of the weighted value of a metric or indicator that weakens the formalization of the results of the evaluation system. Given the important role subjectively determined criterion values of certain parameters and indicators, the conclusion is a prerequisite to attract the maximum possible number of formal parameters in system cost assessment offered as the direction for further development of these systems.

Adhering to the highest position on the formal objective indicators as key indicators evaluation system and basis in the conceptual foundations of this system, which evaluates more

real economic resources (assets-based approach), we accentuated the need for the introduction of the system cost as much formal evaluation indicators that really characterize cost factors.

Key words: cost management, economic instruments, evaluative and analytical systems, performance indicators, cost factors.

Вступ. У сучасній економіці ефективність функціонування суб'єкта господарської діяльності оцінюється за різними критеріями. У вітчизняній теорії і практиці оцінка рівня ефективної діяльності суб'єкта господарювання здійснюється майже винятково через прибутковість та її рівень (рентабельність). Показник прибутку розглядає економічна категорія, яка всебічно характеризує ефективність діяльності підприємства. Прийнято вважати, що у показнику фінансових результатів безпосередньо віддзеркалюються також ефективна організація і структура виробництва та управлінські рішення.

Іншою характеристикою ефективності є максимізація вартості сучасного суб'єкта економіки, яка розглядається найважливішим критерієм ефективності управління і показником інвестиційної привабливості. Пріоритет максимізації прибутку (короткострокової ефективності чи, правильніше, раціональності) вступає у протиріччя з довгостроковою стратегією максимізації вартості підприємства та капіталізації його економічних ресурсів. Проте, з погляду використання економічного інструментарію вітчизняні науковці і надалі дотримуються думки, що «оцінка бізнесу може розглядатися як спосіб визначення у вартісному вигляді кінцевих результатів діяльності підприємства на основі використання апарату фінансово-економічного аналізу» [1]. Тому з погляду капіталізаційної ефективності, «особливо актуальним є дослідження, пов'язані з удосконаленням теоретичних і практичних підходів до управління вітчизняними підприємствами, зокрема таких, що мають вартісно-орієнтовану спрямованість» [2].

Фактор вартості економічного суб'єкта, який домінує в сучасних умовах, зумовлює інтерес власників бізнесу і науковців до інструментів та методів управління, які підвищують ринкову вартість суб'єктів господарювання, що й актуалізує дослідження у цьому напрямі. Проте і науковці, і практики дотримуються позиції, що «управління вартістю як показником, який дозволяє інтегрувати результати операційної, інвестиційної і фінансової діяльності підприємства з врахуванням перспектив його розвитку перебуває в стадії становлення на основі емпіричних пошуків і не набуло властивостей органічного елемента цілісної системи організаційно-економічного управління» [3].

Постановка проблеми. Загалом результати дослідження українських науковців засвідчують про реальні факти доказовості щодо придатності концепції вартісно-орієнтованого управління для вітчизняного бізнес-простору. Проте при цьому переважно роблять висновок, що для цього «необхідно продовжувати адаптацію її методологій та подальший розвиток практичного інструментарію» [4]. Для впровадження загальноприйнятих засад вартісного корпоративного управління на вітчизняних підприємствах з метою підвищення їх інвестиційної привабливості особливо значення набуває вироблення адекватних концептуальних засад і теоретико-методологічних основ системи оцінювання об'єктивної вартості економічних ресурсів (матеріальних активів і неосяжного капіталу) як практичного інструментарію управління процесами формування вартості.

Актуальність вирішення проблематики розроблення системи економічного оцінювання вітчизняних підприємств пов'язується з неможливістю прямого використання у вітчизняній практиці зарубіжних розробок, сформованих з урахуванням відлагоджених корпоративних і фінансових відносин. Дієвість впровадженої у практику вартісно-орієнтованої концепції управління залежить від об'єктивності результатів обраного оцінного для таких цілей інструментарію, адекватності закладених у ньому методів виміру факторів впливу на вартість бізнесу. Тому «необхідність розробки нової концепції обліково-аналітичного забезпечення вартісно-орієнтованого управління є важливою передумовою забезпечення потреб управлінського персоналу в інформації, необхідної для впровадження даної концепції у вітчизняну практику» [5].

Невирішена частина загальної проблеми пов'язується з недостатньою обґрунтованістю системи показників, які об'єктивно розкривають вартість сучасного економічного суб'єкта, адекватність інструментальних засобів в концепції вартісно-орієнтованого управління.

Метою статті є аналіз змісту і функціональної спрямованості економічного інструментарію, зорієнтованого на вартісні критерії, встановлені їх недоліків та обґрунтування окремих аспектів удосконалення оцінно-аналітичних систем для можливостей використання у вітчизняній практиці.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Різні аспекти вдосконалення сучасних моделей і систем оцінювання вартості сукупних економічних ресурсів підприємства та вимірювання ефективності функціонування господарського суб'єкта за критеріями створеної вартості висвітлені у працях українських та зарубіжних вчених. Розроблення надійного інструментарію для забезпечення оцінки капіталу і процесів формування вартості сучасних компаній виступає предметом наукових програм і тематикою досліджень наукових та академічних установ і профільних організацій (фірм). Аналітичні огляди зарубіжних і вітчизняних джерел, емпіричні факти результатів оцінювання відомих компаній, дають змогу зробити висновок, що наукові пошуки в рамках оцінювання вартості підприємства не мають завершеного і до кінця сформульованого формату індикативної основи економічного оцінювання.

Різноманітні диспути викликають і окремі положення самої теорії, і способи та методи практичної агрегації інформаційної бази для встановлення інтегрального показника вартості капіталу господарського суб'єкта. Зрозумілим є те, що деякі з кількісних показників (середній обсяг продажів на клієнта, ввічливість, ставлення (поведінка) працівників до роботи і компанії тощо) є занадто суб'єктивними, а тому вважається, що така індикативна складова лише послаблює об'єктивні результати оцінної системи, оскільки витісняють інші показники, які могли б бути включені у систему економічного оцінювання (наприклад, зміни питомої ваги тих чи інших складових витрат).

На основі реального стану теоретико-прикладних напрацювань за цим економічним напрямком, Т. В. Момот відзначає, що «сучасний стан наукової розробки корпоративного управління вартістю вимагає систематизації та узагальнення теоретико-методологічних і прикладних аспектів вартісно-орієнтованого корпоративного управління з метою досягнення наукових результатів, придатних для практичного впровадження у господарську діяльність вітчизняних підприємств» [3, с. 7]. Так само І. В. Серединська, оцінюючи проблемні аспекти вартісно-орієнтованого управління в українській теорії і практиці, робить висновок про те, що «управління вартістю як показником, який дозволяє інтегрувати результати операційної, інвестиційної і фінансової діяльності підприємства з врахуванням перспектив його розвитку перебуває в стадії становлення на основі емпіричних пошуків і не набуло властивостей органічного елемента цілісної системи організаційно-економічного управління» [2, с. 7].

Особливо науковці акцентують на обґрунтуванні адекватних для вартісно-орієнтованої концепції інструментів. Зокрема, Т. С. Томаля відзначає, що «питання формування інструментарію управління зростанням ринкової вартості підприємства є недостатньо дослідженими» [6, с. 140]. Аналогічного висновку на основі проведеного дослідження доходить О. В. Замазій: «потребують подальшого дослідження питання розроблення практичного інструментарію формування і впровадження ціннісно-орієнтованого управління в умовах високої динамічності ринків, нестабільної економіки і зростання відкритості ринкового простору» [4, с. 6].

Виклад основного матеріалу. Процеси оцінювання різних аспектів діяльності підприємства є надзвичайно різноманітними та різновидними. Порівнюючи адекватність оцінки підприємства за різними концепціями у сучасній економіці, потрібно відзначити, що практика останнім часом все-таки дає усе більше свідчень на користь концепції оцінювання максимізації вартості капіталу. Враховуючи об'єктивність глобального економічного середовища, за якою капітал стає усе мобільнішим, оцінна система, яка спирається на вартість, окреслюється як ефективніша, хоча й не існує достатньої кількості емпіричних фактів, які однозначно це підтверджують. Деякі економісти,

незважаючи на не до кінця з'ясовану проблематику, надають суб'єктивним факторам вартісного оцінювання, на наш погляд, надмірної ваги: «у більшості вітчизняних розробок увага зосереджена на вивченні моделей оцінки вартості підприємства, у результаті чого ігнорується їх управлінський аспект» [2, с. 1].

Сутність виміру діяльності підприємства за вартісними критеріями відрізняється від засад фінансового оцінювання ефективності і результативності поточної діяльності, у якому використовується, майже виключно, грошова оцінка завершених господарських процесів. Вимірювання вартісної характеристики підприємства з погляду ринків капіталу та інвестицій охоплює потенційну, недосяжну фінансовими показниками, оцінку ресурсів, насамперед нематеріального характеру, та перспективи їхнього впливу на додаткові доходи чи грошові потоки. Такі нематеріальні фактори є ринковими чинниками, які формують конкурентні переваги підприємства, рівень його капіталізації, інвестиційну привабливість тощо. Оскільки на значну кількість таких чинників підприємство прямого впливу не має, то основна мета внутрішніх оцінних систем вартісно-орієнтованого управління полягає у відстеженні тих чинників, які впливають на вартість власного (акціонерного) капіталу підприємства.

Оцінна діяльність як наукова і прикладна дисципліна у переважній більшості досліджень спирається на математичні формули, економетричні моделі, комп'ютерний аналіз і симуляцію, а тому вважається, що вона належить до групи точних наук. Разом з тим, істотні розбіжності результатів різних систем вартісного вимірювання одного і того самого об'єкта зумовлені насамперед використанням багатьох суб'єктивних значень показників вимірювання складових вартості підприємства, вказують на значну частину невирішених саме методологічних проблем у визначенні справедливої вартості підприємства. У рамках вартісно-орієнтованої концепції управління оцінка бізнесу є основною для розробки планів і стратегій розвитку підприємства, визначення ефективності менеджменту та функціонування підприємства загалом, а для акціонерних товариств – визначення реальної вартості акцій [7].

Численні методи і моделі вимірювання ефективності базуються на використанні широкої «комбінаторики» вартісних критеріїв, індикаторів та показників, які спрямовані на встановлення довгострокового прогнозу грошових потоків на основі безупинного моніторингу випереджувальних нефінансових індикаторів. Проте, ця «довгостроковість» все ж знаходить свій прояв у поточному моменті встановлення капіталізації компанії. Формули, які використовуються для оцінювання факторів продовженої вартості як рівня ефективності, формують сферу, у якій є багато заплутаного і неузгодженого; «утаємнені» методики, наявні майже у всіх пропонованих системах, максимально підвищують ступінь невизначеності результатів.

У теорії і на практиці оперують різними варіантами таких інструментів як додана акціонерна вартість (Shareholder Value Added – SVA), готівкова додана вартість (Cash Value Added – CVA), окупність інвестицій, виражена у формі грошових потоків (Cash Flow Return on investment – CFROI). Як цілісну інтегровану систему показників використовують модель оцінки капітальних активів (CAPM), методику премії за ризик фондового ринку (EMRP), метод скоригованої приведеної вартості (APV), процесно-орієнтований аналіз рентабельності (ABPA) та багато інших з численними модифікаціями. Набір сучасних інструментів вартісної оцінки підприємства обширний – від методів надлишкових прибутків (EE), економічної доданої вартості (EVA), ринкової доданої вартості (MVA), грошової рентабельності інвестицій (CFROI) до методу дисконтування грошових потоків (DCF). При цьому кожний з методів допускає введення певних додаткових та альтернативних елементів оцінювання, що формує надзвичайно об'ємний діапазон методик. Проблема невизначеності систем вимірювання ускладнена ще й низкою пропонованих вченими і консультантами адаптацій до систем вимірювань їхніх методик: «відправною точкою інтегрованої системи вартісно-орієнтованого управління є вимірювання базового рівня вартості підприємства за допомогою показника EVA на основі проведення спеціальних коригувань інвестованого капіталу та облікового прибутку» [2, с. 7]; «потреба інтеграції концепцій BCS й управління вартістю компанії з використанням показника економічної доданої вартості (EVA), що дасть змогу ліквідувати недоліки та примножити переваги кожної з концепцій [3, с. 6]; «теорія управління вартістю компанії

ґрунтується на фундаментальній концепції залишкового прибутку – концепції економічної доданої вартості» [8, с. 41] та інші модифікації. [9, 10, 11].

На практиці у системах вимірювання використовують значну кількість формалізованих і неформалізованих показників та індикаторів. За умови, що всі показники взаємопов'язані, тобто строго корелюють між собою, методологічна основа будь-якої системи була б набагато простішою. У разі очевидної кореляції показників оцінки ефективності, будь-який з них містив би необхідну інформацію про ефективність компанії, зокрема й за вартісними критеріями. За таких умов використання численних показників на їхній «збалансованій системі» потреби б не було. Разом з тим, на практиці дуже часто спостерігається слабка, а іноді і негативна кореляція, наприклад, між рентабельністю, ринковою капіталізацією і грошовими потоками від бізнесу. Ці показники майже так само часто змінюються в одному напрямку, як і в протилежному.

Створення вартості є процесом перетворення вхідних ресурсів у продукти та послуги, які мають споживчу цінність, що й формує потоки доданої вартості, які й забезпечують зростання ринкової цінності бізнесу (рис. 1).



Рис. 1. Трансформація ресурсів у ринкову цінність підприємства [7, 12]

Управління вартісними параметрами економічної одиниці само по собі є складним процесом, оскільки функції такого процесу не мають конкретизації, зосередженості на певній сфері чи об'єкті діяльності, а розподілені за великим сегментом результатів діяльності підприємства. Поряд з цим для отримання реальних результатів в системі вартісного управління потрібна релевантна інформація про ключові фактори вартості саме конкретного підприємства, їх критеріальних значень. Для цього використовують індикатори ключових факторів вартості, які повинні, з більшою чи меншою об'єктивністю, формалізувати причинно-наслідкові зв'язки впливу тих чи тих процесів на ринкову вартість капіталу, вказувати на можливостях вирішення проблем в реалізації сформованої концепції. Сьогодні для оцінки майбутньої вартості економічної одиниці використовують взаємозв'язок темпів зростання доходів, прибутку за грошовим потоком та ставки

оподаткування (напр., за концепцією А. Рапопорта) ці складові визначають на підставі такої формули:

$$FCF = [TR \cdot (1 + \Delta TR) \cdot \gamma \cdot (1 - T)] - \Delta_i, \quad (1)$$

де FCF – вільний грошовий потік; TR – дохід від реалізації за попередній рік; ΔTR – темп зростання доходу; γ – маржа прибутку за грошовим потоком; T – ставка податку на прибуток; Δ_i – додаткові інвестиції в основні та оборотні активи.

Вартість капіталу відіграє ключову роль в оцінці компанії, позаяк вона використовується як ставка дисконту в аналізі дисконтованих грошових потоків. При цьому відзначимо, що вартість акціонерного капіталу пов'язана з великими ускладненнями оскільки, ніякої чітко встановленої договірної ціни за залучення коштів у формі емісії, акцій, тобто плати за використання найпопулярнішого джерела формування капіталу, не існує. Традиційно вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital – WACC) розраховують за формулою з конкретизованою складовою вартості залученого капіталу:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times r_e + \left(\frac{D}{V}\right) \cdot (1 - t_x) \times r_d, \quad (2)$$

де $\frac{E}{V}$ – питома вага ринкової вартості акціонерного капіталу у сукупному капіталі; $\frac{D}{V}$ – частка залученого капіталу у ринковій вартості сукупного капіталі; r_e – ціна акціонерного капіталу; t_x – ставка оподаткування; r_d – ціна залученого капіталу.

Середньозважену вартість капіталу розраховують за формулами:

$$WACC = k_u - k_b \cdot \left(\frac{B}{B + S}\right) \cdot T, \quad (3)$$

де k_u – витрати на власний капітал; k_b – витрати на позиковий капітал; T – гранична ставка податку на процентні витрати; B – ринкова вартість боргу; S – ринкова вартість власного капіталу.

У найзагальнішому вигляді витрати на капітал обчислюють за формулою:

$$WACC = k_b \cdot (1 - T) \cdot \frac{B}{B + S} + k_s \cdot \frac{S}{B + S}, \quad (4)$$

де k_b – витрати на позиковий капітал, які відповідають довгостроковій процентній ставці; k_s – витрати на власний капітал без податкового навантаження; T – гранична податкова ставка; B – ринкова вартість боргу; S – ринкова вартість власного капіталу.

Витрати на позиковий капітал, як і відтік грошових коштів, так само істотно впливають на величину чистих грошових потоків, які для оцінки ефективності довгострокових активів визначають за формулою:

$$CAMP(R_A) = i + \beta_A \cdot (R_M - i), \quad (5)$$

де $CAMP(R_A)$ – спланована рентабельність капітальних активів за умови ринкової рівноваги, %; i – безризикова ставка, %; β_A – бета-коефіцієнт; R_M – середня дохідність диверсифікованого портфеля інвестицій, %; $(R_M - i)$ – величина премії, на яку очікує інвестор, %.

Чиста вартість операційного грошового потоку:

$$RV = \frac{CF^1}{WACC}; \quad (6)$$

$$WACC = COD \cdot W_d + COE \cdot W_e, \quad (7)$$

де RV – залишкова (реальна) вартість операційного грошового потоку в прогнозованому періоді; CF^1 – «постпрогнозний» грошовий потік; $WACC$ – середньозважена вартість капіталу як ставка дисконту на залучення капіталу; COD – ціна залученого капіталу; COE – ціна власного капіталу; W_d , W_e – питома вага залученого і власного капіталу в загальній сумі активів.

Визначаючи інвестиційну вартість, очевидно, необхідно враховувати також певні особливості, притаманні привілейованим і звичайним акціям. Отже, власники привілейованих акцій несуть фінансовий ризик, а, отже, включають додаткову премію за фінансовий ризик у розрахункову величину необхідної ставки дохідності:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D}{(1+RRR)^t}, \quad (8)$$

де P_0 – інвестиційна вартість привілейованої акції; N – кількість періодів інвестування; D – розмір періодичних дивідендів; RRR – розрахована ставка дохідності.

Дохід від інвестицій у звичайні акції є найсуб'єктивнішою величиною порівняно з привілейованими акціями, оскільки ні величина, ні дата виплати дивідендів чітко не встановлені. Премія за додатковий фінансовий ризик, на який наражаються власники звичайних акцій, збільшує їхню ставку дохідності.

Інвестиційну вартість звичайної акції розраховують за такою формулою:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+RRR)^t}, \quad (9)$$

де P_0 – інвестиційна вартість звичайної акції; N – кількість періодів, на які здійснюється інвестування; D_t – величина дивідендів за період t ; RRR – розрахована ставка дохідності.

Інструментом, що призначений для оцінки вигідності вкладення капіталу в цінні папери, є традиційний фундаментальний аналіз, який досліджує інформацію потенційного об'єкта інвестування. Проте цей аналіз не завжди може оцінити майбутні дивідендні потоки, які переважно передусім цікавлять інвестора. Виплата і сума дивідендів за звичайними акціями не є фіксованими, а під час розрахунку допускають їхнє зростання з темпом g на рік. У такому разі інвестиційна вартість акції дорівнює:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0(1+g)^t}{(1+RRR)^t}, \quad (10)$$

де P_0 – інвестиційна вартість звичайної акції; N – кількість періодів, на які здійснюється інвестування; D_0 – величина дивідендів в останній період, що передував інвестуванню; RRR – розрахована ставка дохідності.

Акціонерна вартість, створювана під час реалізації стратегії, розраховується за такими формулами:

$$DSV = SV - SV_0, \quad (11)$$

$$SV_0 = \frac{CF_0}{WACC + p_e - p_d}, \quad (12)$$

де DSV – збільшення вартості, внаслідок реалізації стратегії; SV – акціонерна вартість; SV_0 – акціонерна вартість до реалізації стратегії; CF_0 – грошовий потік до моменту отримання нових інвестицій; p_e – ринкова вартість цінних паперів, що котируються; p_d – ринкова вартість залученого капіталу.

Метод дисконтування грошових потоків (Discounted Cash Flow Valuation (DCFV)) ґрунтується на фундаментальному принципі фінансової теорії: поточна вартість активу дорівнює скоригованій вартості грошових потоків, які актив генеруватиме протягом його економічного використання. Визначення вартості компанії за методом дисконтування грошових потоків ґрунтується на постулаті, що вартість компанії сьогодні дорівнює сумі її майбутніх грошових потоків, дисконтованих за ставкою, яка відповідає ризикам діяльності цієї компанії. Взаємозалежне використання двох основних фінансових концепцій: вартості грошей у часі і взаємозв'язку ризику з прибутковістю, формує інформацію про дисконтований вільний грошовий потік як майбутні доходи. Тобто вартість компанії подається як скоригований на ризик чистий грошовий потік, передбачуваний для фундаторів капіталу. Формула такого розрахунку має такий вигляд:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (13)$$

де n – часовий період майбутнього використання активів; CF_t – грошовий потік (сума прогнозних потоків за оцінюваний період діяльності; r – ставка дисконту як оцінка ризиків, пов'язаних з інвестуванням капіталу.

Для оцінювання вартості компанії за методом DCFV застосовують два підходи: оцінка вартості власного капіталу компанії (value of equity (VE)); оцінка вартості компанії загалом, що враховує фінансування діяльності як залученим, так власним капіталом (value of firm(VF)). Для оцінювання вартості власного капіталу традиційна формула методу дисконтування грошових потоків коригується з урахуванням вартості власного капіталу:

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFe_t}{(1+r_e)^t} + D, \quad (14)$$

де CFe_t – очікуваний грошовий потік на власний капітал за період t ; r_e – вартість власного капіталу; D – залучений капітал; n – період, за який визначають прогнозу оцінку грошових потоків CFe_t .

Отже, сучасний ціннісно-орієнтований менеджмент виступає продуктом еволюції в управлінських підходах, являючи інтегровану систему управління підприємством. Він ґрунтується переважно на розрахунку економічної доданої вартості (EVA), концепцію якої запропонував А. Маршалл і згодом її інтерпретували науковці з урахуванням розвитку методик визначення інтегрованих показників оцінки ефективності бізнесу.

Показник *EVA* відображає величину доданої вартості за досліджуваний період діяльності підприємства до його початкової ринкової вартості. Тобто, *EVA* – це економічна додана вартість майбутніх періодів, величина якої приведена до теперішнього часу. Вона визначається за формулою:

$$EVA = \left(\frac{ЧП}{K} - WACC \right) \cdot K, \quad (15)$$

де *ЧП* – чистий прибуток підприємства; *K* – загальна величина капіталу; *WACC* – середньозважена ціна капіталу.

Показник *EVA* доволі легко інтерпретується за чинниками, що сприяють його зростанню. Згідно моделі *EVA*, для створення ринкової вартості у плановому періоді t має виконуватись таке співвідношення: дохідність інвестованого капіталу (*ROI*) мусить перевищувати вартість капіталу компанії. Тобто, має дотримуватись така нерівність:

$$ROI > WACC. \quad (16)$$

На основі наведеного можна зробити висновок, що принцип максимізації вартості сам по собі не може визначити, яку стратегію слід обирати для того, щоб досягти максимального зростання його вартості. Він не дає чіткої відповіді на запитання, де шукати і як використовувати джерела зростання ринкової вартості і зміцнення конкурентоспроможності. Тому його використання для управління нарощуванням цінності є дещо обмеженим. Проте для керування бізнесом на всіх рівнях і у всіх функціональних сферах задається єдина система координат для оцінки ефективності управління.

Висновки. Композиція ключових складових методологічної основи різних систем економічного оцінювання вартісних параметрів підприємства не має чіткої алгоритмізації, а залежить від суб'єктивного погляду на вагове значення того чи іншого показника або індикатора, що послаблює формалізацію результатів оцінної системи. Враховуючи вагому роль суб'єктивно визначених критеріальних значень окремих показників та індикаторів, висновком виступає передумова залучення гранично можливої кількості формалізованих показників в системі вартісного оцінювання, що пропонується як напрям подальшого розвитку цих систем.

Попри наведені недоліки методичного і методологічного характеру систем оцінювання вартісних параметрів, виявлення й оптимізації ключових факторів вартості, встановлення

субординації і підпорядкованості впливу окремих елементів впливу на вартість, систему управління вартістю можна характеризувати доцільною і ефективною управлінською концепцією. Паритет показників фінансових результатів діяльності підприємства і створення додаткової вартості власного капіталу (результатні операційні і вартісні показники функціонування підприємства) теоретично взаємопов'язані в одній оцінній процедурі. Хоча переважно вважається, що прибуток потрібно розглядати як показник зростання вартості власного капіталу підприємства, максимізація ринкової вартості змістовно суперечить меті отримання прибутків.

Дотримуючись позиції щодо вищої об'єктивності формалізованих показників як ключових індикаторів оцінної системи та обґрунтованіших концептуальних засад такої системи, яка більшою мірою оцінює реальні економічні ресурси (підхід за активами), акцентуємо на потребі введення в систему вартісного оцінювання якомога більше формалізованих показників, які справді характеризують фактори вартості.

1. Мазур И. И. *Эффективный менеджмент: учеб. пособ.* / И. И. Мазур, В. Д. Шапира, Н. Г. Ольдерроге; под. общ. ред. И. И. Мазура. – Москва: Высшая школа, 2003. – 555 с.
2. Серединська І. В. *Формування інтегрованої системи вартісно-орієнтованого управління машинобудівними підприємствами: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.04 – економіка та управління підприємствами* / І. В. Серединська. – Тернопільський національний технічний університет імені Івана Пулюя, 2014. – 21 с.
3. Момот Т. В. *Вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління акціонерним товариством: дис. ... доктора економічних наук: спец. 08.07.03 – економіка будівництва* / Тетяна Валеріївна Момот. – Харківська національна академія міського господарства, 2006. – 318 с.
4. Замазій О. В. *Формування ціннісно-орієнтованого управління промисловими підприємствами: дис. ... доктора екон. наук: спец. 08.00.04 “Економіка та управління підприємствами”* / О. В. Замазій. – Хмельницький національний університет, 2016. – 364 с.
5. Лаговська О. А. *Перспективи використання концепції вартісно-орієнтованого управління як основи системної трансформації бухгалтерського обліку: передумови виникнення та генезис* / О. А. Лаговська // *Вісник СевНТУ: збірник наукових праць. Серія: Економіка та фінанси.* – 2012. – Вип. 130. – С. 111–116.
6. Томаля Т. С. *Ефективність бізнес-процесів підприємства як чинник зростання його ринкової вартості* / Т. С. Томаля // *Актуальні проблеми економіки.* – 2007. – № 5(71). – С. 139–144.
7. Damodaran A. *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earning, no History and Comparables* / A. Damodaran // *Los Angeles: Stern School of Business*, 1999. – 628 p.
8. Таранов І. *Управління вартістю компанії: проблеми вибору адекватної моделі оцінювання* / І. Таранов // *Галицький економічний вісник.* – 2010. – № 4 (29). – С. 41–51.
9. McTaggart M. *The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns* / M. McTaggart, P. W. Kontes, M. C. Manking -New York: The Free Press, 1994. – 488p.
10. Сычева Г. И. *Оценка стоимости предприятия (бизнеса)* / Г. И. Сычева, Э. Б. Колбачев, В. А. Сычев.-Ростов-н / Д: Феникс, 2003. – 384 с.
11. Чумаченко М. Г. *Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу* / М. Г. Чумаченко, В. А. Панков // *Фінанси України.* – 2004. – № 2. – С. 66–79.
12. Шевчук Н. В. *Управлінські аспекти капіталізації підприємства* / Н. В. Шевчук // *Економіка Криму.* – 2012. – № 2. – С. 23–29.