

УДК330.138: 330.356.3

**Шевчук Наталія Валентинівна** \***АНАЛІТИЧНЕ МОДЕЛЮВАННЯ  
ВАРТІСНОГО ЗРОСТАННЯ КОМПАНІЇ**

**Анотація.** Тема даної статті поєднує проблематику теорій економічного (корпоративного) зростання підприємства та вартісно-орієнтованого управління. Концептуальною основою класичних вартісних моделей економічного росту є каузальна парадигма, яка є домінуючою та об'єднує більшість досліджень у цій області. Основний дослідницький фокус у даній статті концентрується навколо формування вартісної аналітичної моделі, яка б об'єднувала якомога більше формалізованих факторів, що детермінують зростання вартості. За базову *VBM*-модель автором прийнято модель остаточного операційного прибутку, яку представлено як взаємозв'язок величини вкладеного капіталу, продуктивності функціонування активів і спреду реалізації. Доведено взаємозалежність усіх факторних сукупностей, що входять в запропоновану аналітичну модель, на всіх функціональних рівнях діяльності підприємства.

**Ключові слова:** вартісне зростання підприємства, остаточний операційний прибуток, *VBM*-модель, продуктивність, спред доходності.

**Вступ.** Сучасне бізнес-товариство та науковці визнають, що вартість підприємства є інтегрованим системоутворюючим параметром, цілеспрямований вплив на забезпечення зростання якого безпосередньо пов'язано з управлінням майбутнім компанії. Проблематика вартісно-орієнтованого управління є найбільш динамічною концепцією сучасної економічної теорії, яка почавши розвиватися з середини 80-х років ХХ ст., уже на початку ХХІ ст. набула принципово нових методологічних відмінностей порівняно з початковими ідеями. Це зумовлено, перш за все, специфікою процесів суспільного розвитку, які в сучасних наукових дослідженнях іменуються як постіндустріальні, а економічна система набуває характеристик «інформаційної» — «знаннєвої» — «інноваційної» — «сітьової», залежно від того, яка із визначених властивостей розглядається глибше. Інтелектуалізація економічних процесів безпосередньо відобразилася на змістовному контексті формування вартості підприємства, що, в свою чергу, актуалізувало наукову проблематику досліджень, пов'язану із її зростанням і відповідним розвитком теорії оцінювання вартісного зростання.

**Постановка задачі.** Розвиток концепції *VBM* науковці пов'язують із посиленням стратегічних акцентів у теорії корпоративного менеджменту, в контексті яких пріоритетного значення для підприємства набуває не стільки величина поточних прибутків, скільки прибутки майбутніх періодів та джерела їх генерування [1, с. 144]. В основу формування класичних вартісних моделей економічного зростання закладено теоретичний базис каузальної парадигми корпоративного росту, яка є домінуючою та об'єднує більшість досліджень у цій області.

\*Шевчук Наталія Валентинівна – канд. екон. наук, доцент кафедри економіки підприємств, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» natalykneu@ukr.net

Основний дослідницький фокус даної парадигми концентрується навколо визначення механізму росту на основі побудови каузальної моделі, яка об'єднує усі суттєві для зростання причино-наслідкові відносини. Даний підхід передбачає виділення не однієї, а сукупності причин (факторів) росту, що в свою чергу, зумовлює побудову багаторівневих моделей, які не претендують на універсальність, а скоріше носять нарративний характер. При цьому практична цінність таких моделей вбачається в процесах оцінювання результатів реалізації стратегії, які не завжди можуть бути вимірними у грошових одиницях, але при цьому потребують формалізованого моделювання очікуваних цільових параметрів. **Метою** даної статті є представлення авторської логіки аналітичного моделювання вартісного росту підприємства, як одного із полікритеріїв оцінювання стратегії підприємства.

**Результати.** Нова якість економічного зростання ХХІ ст. визначається кардинальними змінами в його характері та цільовою установкою на гуманізацію економічної діяльності. У наукових дослідженнях, кінцевою метою росту сучасних економічних систем учені визначають не виробничі або фінансово-господарські досягнення, а їх позитивний вплив на умови суспільного життя. «Результуючим продуктом економічного росту виступає суспільство в усьому розмаїтті його життєдіяльності, а конкретною формою реалізації — багатство умов розвитку особистості». Новий тип суспільства, що формується, який у науковій літературі іменується як постіндустріалізм, представляє собою часовий відрізок історичного розвитку, на якому «...набувають чіткого прояву інформаційні характеристики, де головним виробничим ресурсом стають знання, інтелект» [2, с. 104], а основна особливість якого дуже лаконічно сформульована Т. Сакаїя: «... ми вступаємо в новий етап цивілізації, на якому рушійною силою є цінності, що створюються знаннями» [3]. У таких умовах основним джерелом економічного росту суб'єктів господарювання є виробництво знань [4], а основними факторами зростання — інтелектуальний капітал та інновації. Таким чином, у сучасних умовах знання, технології, інновації перетворюються на критичні фактори економічного росту, а його кількісно-якісні результати спираються на стратегічні партнерства — держави, бізнесу та громадянського суспільства.

Дані обставини зумовлюють зміни на рівні методології дослідження економічного зростання підприємств, в контексті того, що об'єктом (характеристикою) такого зростання є вартість. Фундаментальною основою розвитку сучасної теорії вартісного зростання підприємств є:

— концепція економічної поведінки Г. Саймона, суть якої полягає у пріоритетному задоволенні інтересів власників. Прикладний аспект даної концепції формулюється як «максимізація ринкової вартості компанії» з метою максимізації добробуту власників [5, с. 13];

— гіпотеза про стохастичний характер темпів росту компанії та модель корпоративного росту Р. Гибрата (*Gibrat's Law — GL*) [6];

— концепція вартісно-орієнтованого управління (*VBM, Value Based Management*), яка набула розвитку з середини 80-х років ХХ ст., а також її різновиди у вигляді концепцій доданої вартості.

Відправним моментом для розуміння сутності вартісного росту компанії є те, що вона має двоїсту економічну природу. М. Кудіна сутність такої двоїстості пояснює по-перше, на основі розділення понять «цінності» (як внутрішнього об'єктивного змісту її економічної природи) і «вартості» (як зовнішньої оцінки її характеристик, що проявляються на ринку); по-друге, в сутнісній різниці «фундаментальної» та «ринкової» вартості [7]. Цілком підтримуємо позицію науковця відносно того, що «...базисною сутнісною характеристикою підприємства є його фундаментальна вартість, а забезпечення її зростання дозволяє синтезувати найважливіші аспекти його діяльності в сучасному економічному просторі» [8, с. 82] подальше дослідження наукової проблематики вартісного зростання буде здійснюватися в двох аспектах: крізь параметри (фактори) прояву змін фундаментальної вартості; крізь процеси, що забезпечують прояв факторів та супроводжуючі їх ефекти.

Факторна проблематика аналітичного моделювання зростання вартості в сучасних наукових дослідженнях представлена науковими розробками А. Раппорта, Г. Арнольда, Ю. Брігхема, А. Дамодарана, Т. Коупленда — Т. Колера — Дж. Муріна, А. Долгоффа, К. Кастера — А. Брейлі — С. Майерса, К. Уолша, С. Росса. Серед науковців пострадянського простору даний аспект найбільш змістовно представлений в дослідженнях І. Івашковської, М. Кудіної, Г. Хотинської, Ю. Козиря, С. Валдайцева, І. Єгерєва, С. Мордашова, М. Дедкової, О. Мендрула, Т. Крючковської, Л. Фролової — О. Лісніченко. Систематизація описаних у науковій літературі вартісних моделей росту дозволяє зробити висновок про те, що фундаментальною основою їх побудови є вибір базової аналітичної моделі формування вартості (*VBM*-моделі), яка може визначатися таким переліком: ринкової доданої вартості (*MVA*, *Market Value Added*); економічної доданої вартості (*EVA*, *Economic Value Added*); акціонерної доданої вартості (*SVA*, *Shareholder Value Added*); доданої грошової вартості (*CVA*, *Cash Value Added*); грошової рентабельності інвестицій (*CFROI*, *Cash Flow Return on Investment*); внутрішньої норми прибутковості (*IRR*, *Internal Rate of Return*), тощо. Найадекватнішими, з точки зору факторного аналізу вартісного зростання, є моделі, які базуються на концепції економічного прибутку. Їх принципова аналітична відмінність між собою полягає у ідентифікації базових параметрів (результатів і витрат), що визначають величину економічного прибутку. Сама ж логіка факторної інтерпретації вартісного зростання буде ідентичною, незалежно від вибору базової *VBM*-моделі.

В основу подальшого дослідження буде закладено модель операційного остаточного прибутку (*ReOI*, *Residual Operation Income*, базовий показник якої формалізовано представлений таким чином [9, с. 10]:

$$\text{Re } OI = EBI - NA \times WACC = NA \times (ROA - WACC), \quad (1)$$

де *EBI* — чистий операційний прибуток (прибуток до сплати відсотків за позиковий капітал, але після сплати податку на прибуток);

*NA* — величина чистих активів, що визначається як балансова вартість активів, що сформовані за рахунок платних джерел;

$WACC$  — середньозважені витрати на капітал (що розраховано на базі фінансування лише чистих активів);

$ROA$  — рентабельність активів, що розрахована на основі чистого операційного прибутку.

Подальша модифікація  $ReOI$ -моделі буде зроблена з урахуванням таких коректувань: замість величини чистих активів використаємо загальну величину інвестованого капіталу, так як формування потоків прибутку забезпечується усією сукупною величиною функціонуючого капіталу; відповідно, за базу розрахунок вагових коефіцієнтів для визначення середньозважених витрат на капітал буде прийнято загальну величину капіталу підприємства за балансовою вартістю. Логіка визначення операційного остаточного прибутку набуває такого вигляду:

$$Re\ OI = EBI - WACC \times Cap_{bal} = Cap_{bal} (R_{A55}^{EBI} - WACC) , \quad (2)$$

$$Spred_{Cap} = R_{A55}^{EBI} - WACC , \quad (3)$$

де  $Cap_{bal}$  — величина функціонуючого (вкладеного) капіталу;

$R_{A55}^{EBI}$  — рентабельність капіталу (активів), що розраховано на основі чистого операційного прибутку;

$Spred_{cap}$  — спред доходності капіталу.

За правилами побудови факторних моделей рентабельність капіталу підприємства може бути представлена як взаємозв'язок двох факторів: рентабельності реалізації продукції (послуг) ( $R_{Sale}^{EBI}$ ) і продуктивності функціонування активів ( $W_{A55}$ ):

$$R_{A55}^{EBI} = R_{Sale}^{EBI} \times W_{Ass} \quad (4)$$

Відповідно, логіка формування спреду доходності капіталу набуває такого вигляду:

$$Spred_{Cap} = R_{Sale}^{EBI} \times W_{Ass} - WACC = W_{Ass} \times Spred_{Sale}^{EBI} \quad (5)$$

Спред доходності реалізації ( $Spred_{Sale}^{EBI}$ ) визначає рівень достатності прибутковості реалізації, для задоволення вимог інвесторів підприємства (як зовнішніх, так і власників власного капіталу). Даний показник фактично виступає основою формування доданої вартості бізнесу і визначається конкурентними позиціями підприємства та ефективністю політики управління витратами. Однак, загальна величина потоків остаточного операційного прибутку є залежною

не тільки від  $Spred_{Sale}^{EBI}$ , а і від рівня продуктивності активів та величини інвестованого капіталу:

$$Re\ OI = Cap_{bal} \times W_{Ass} \times Spred_{Sale}^{EBI} \quad (6)$$

Якщо дану логіку закласти в основу оцінювання стійкості вартісного зростання підприємства, то індекс вартісного росту ( $VGI$ , *ValueGrowthIndex*) може бути визначено за такою логікою:

$$VGI_{Re\ OI} = i_{Cap}^{gr} \times i_W^{gr} \times Spred_{Sale}^{EBI} \quad (7)$$

де  $i_{Cap}^{gr}$  — індекс росту величини функціонуючого капіталу;

$i_W^{gr}$  — індекс росту продуктивності функціонування активів.

Сучасна наукова проблематика продуктивності, яка набула змістовного розвитку у дослідженнях І. Репіної [9], Л. Фролової [10], О. Лісніченко [10], Є. Васильцова [11], пов'язана із стратегічним контекстом, сутність якого полягає в тому, що зростання продуктивності підприємства забезпечується рівнем розвитку його здатностей. Е. Пенроуз зазначає: «.. фірма може отримувати ренти не тому, що володіє кращими ресурсами, а скоріше внаслідок наявності у неї відмінних здатностей, що дозволяє більш *продуктивно* використовувати ці ресурси» [12, с. 54]. Г. Хамел і К.К. Прахалад використовують поняття «ключової компетенції підприємства» в контексті «... оригінального, особливо продуктивного поєднанні унікальних ресурсів і здатностей підприємства» [11, с. 59]. А в дослідженнях І. Репіної [9], Л. Фролової [10], О. Лісніченко [10] доводиться, що організаційні компетенції підприємства є пріоритетними джерелами конкурентних переваг, оскільки спрямовані на підвищення продуктивності використання традиційних ресурсів. Є. Васильцов доводить, що «...відмінності між ресурсними комбінаціями підприємств визначають різницю в досягнутих економічних результатах, які вони прагнуть підвищити (або максимізувати), що в свою чергу забезпечує зростання продуктивності виробничих систем в цілому» [11, с. 61].

Досить складно говорити про пріоритетність впливу того чи того фактору на формування вартості бізнесу. Лише їх цілісна сукупність може забезпечити ефективність процесів капіталізації на всіх функціональних рівнях. Основна задача бізнес-аналізу здійснювати постійний моніторинг індикаторів, які кількісно характеризують ті чи ті аспекти процесу формування вартості та здійснювати своєчасні реагування на проблеми, що виявлені в процесі аналізу. Логіку взаємозв'язку функціональних рівнів формування вартості та сукупності аналітичних індикаторів оцінювання на кожному рівні представлено на рис. 1.

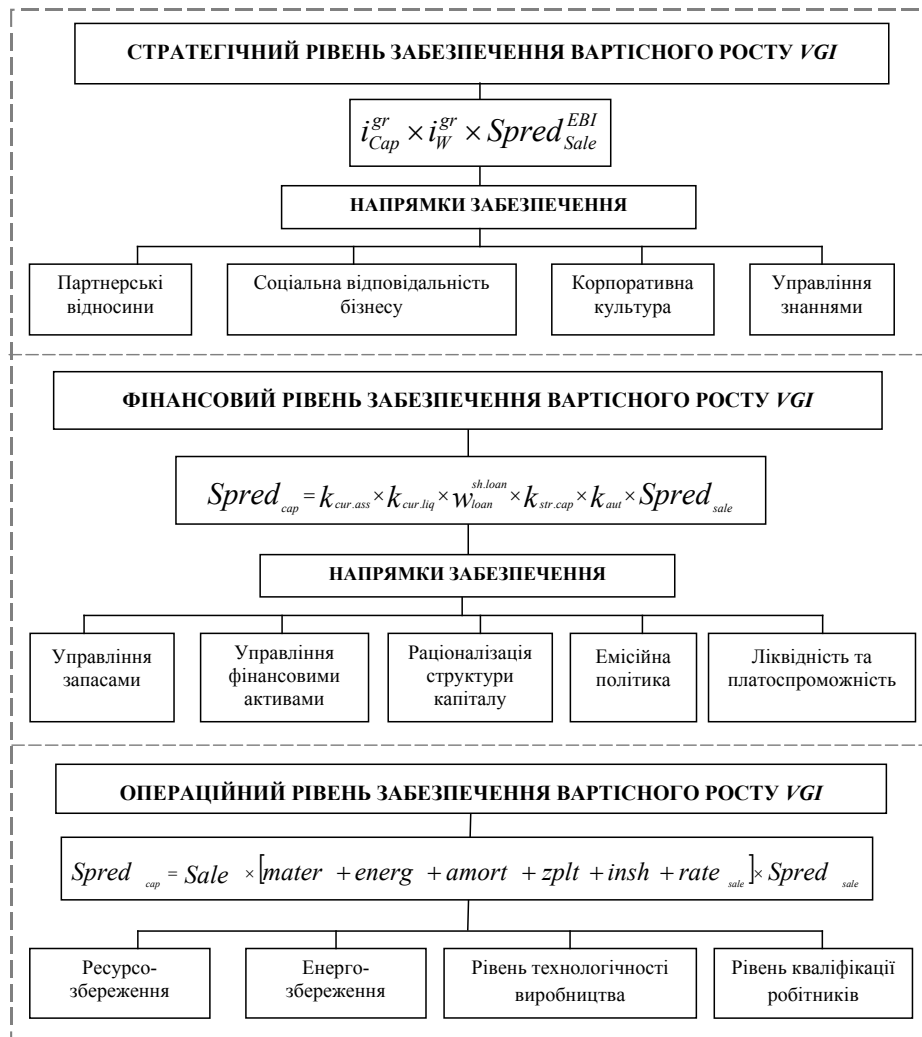


Рис. 1. Функціональні рівні забезпечення вартісного зростання підприємства

**Умовні позначення:**

$K_{cur.ass}$  — коефіцієнт оборотності оборотних активів;

$K_{cur.liq}$  — коефіцієнт поточної ліквідності;

$w_{loan}^{sh.loan}$  — частка короткострокових зобов'язань у загальній величині позикових коштів;

$rate_{sale}$  — рентабельність реалізації за операційним прибутком;

$K_{str.cap}$  — коефіцієнт структури капіталу;

$K_{aut}$  — коефіцієнт автономії;

$Sale$  — виручка від продажу продукції (послуг);

$mater, energ, amort, zplt, insh$  — матеріало-, енерго-, амортизація-, зарплатомсткість продукції

**Висновок.** Узагальнюючи наведену сукупність міркувань щодо формування аналітичної моделі оцінювання вартісного росту підприємства, можна виділити такі змістовні положення, які розкривають зміст даного процесу:

— аналітичне моделювання вартісного зростання передбачає обґрунтування вибору базової *IBM*-моделі відповідно до пріоритетності критеріїв, що закладаються в основу такого вибору користувачем залежно від потреб бізнес-аналітики;

— вибір *IBM*-моделі має залежність від наявності об'єктивної вихідної інформаційної бази, яка є у розпорядженні аналітика;

— факторна модель доданої вартості, що побудована відповідно до логіки представлені у даній статті, є зручним аналітичним інструментом для виявлення причинно-наслідкових залежностей між процесами та явищами, які характеризуються відповідними сукупностями аналітичних індикаторів і дозволяють оперативно реагувати менеджменту на відхилення, що відбуваються на всіх функціональних рівнях управління;

— запропонована факторна залежність визначення індексу вартісного росту підприємства є зручним інструментом прогнозування результатів реалізації стратегії, з урахуванням взаємозв'язку детермінант різних функціональних рівнів, незалежно від того чи піддаються вони кількісному вимірюванню, чи ні.

### Література

1. Хотинская Г.И. Корпоративный рост: теория, измерение, управление / Г.И. Хотинская // Сервис в России и за рубежом. — 2012. — № 3. — С. 140—156.
2. Глеба Т.И. Эволюция системы функционирования капитала как основа перехода на постиндустриальную стадию развития / Т.И. Глеба // Економічний вісник університету. — 2013. — Вип. 20 (1). — С. 103—105.
3. Сакайя Т. Стоимость, создаваемая знаниями, или История будущего / Т. Сакайя // Новая индустриальная волна на Западе : антология / под ред. В.Л. Иноземцева. — М.: Академия, 1999. — 640 с. — С. 337—371
4. Макаров В. Контуры экономики знаний / В. Макаров // Экономист. — 2003. — №3. — С. 3—15.
5. Хотинская Г.И. Корпоративный рост: теория, финансовые индикаторы, эмпирические закономерности / Г.И. Хотинская // Управленец. — 2015. — № 4/56. — С. 12—17.
6. Пирогов Н.К. Закон Гибрата в исследованиях роста фирмы / Н.К. Пирогов, М.Г. Поповидченко // Корпоративные финансы. — 2010. — № 13. — С. 106—119.
7. Кудина М.В. Парадигмы корпоративного роста / М.В. Кудина, С.С. Кузьмин // Государственное управление. Электронный вестник. — 2014. — Вып. № 47. — С. 80—103. — [http://e-journal.spa.msu.ru/vestnik/item/47\\_2014kudina\\_kuzmin.htm](http://e-journal.spa.msu.ru/vestnik/item/47_2014kudina_kuzmin.htm)
8. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д.Л. Волков // Российский журнал менеджмента. — 2005. — Том. 3. — № 2. — С. 3—42.
9. Репіна І.М. Активи підприємства: таксономія, діагностика та управління : монографія / І. Репіна. — К.: КНЕУ, 2012. — 274 с.
10. Фролова Л.В. Управління вартістю підприємства : монографія / Л.В. Фролова, Л.О. Лісніченко. — Кривий Ріг, 2015. — 290 с.

11. Васильцов Є.В. Стратегічний підхід до визначення продуктивності підприємства / Є.В. Васильцов // Стратегія економічного розвитку України. — 2014. — № 35. — С. 57—65.
12. Penrose E. The theory of growth of the firm / E. Penrose. — N.Y., 1959. — 247 p.

### References

1. Hotinskaja G.I. «Korporativnyj rost: teorija, izmerenie, upravlenie» *Servis v Rossii i za rubezhom*, no 3 (2012): 140—156.
2. Gleba T.I. «Jevoljucija sistemy funkcionirovanija kapitala kak osnova perehoda na postindustrial'nuju stadiju razvitija» // *Ekonomichnij visnik universitetu*, no 20 (1) (2013): 103—105.
3. Sakajja T. (1999) Stoimost', sozdavaemaja znanijami, ili Istorija *budushhego*. — Moscow: Akademiya (inRuss)
4. Makarov V. «Kontury jekonomiki znanij» // *Jekonomist*, no 3 (2003): 3—15.
5. Hotinskaja G.I. «Korporativnyj rost: teorija, finansovyje indikatory, jempiricheskie zakonomernosti» // *Upravlenec*, no 4/56(2015): 12—17.
6. Pirogov N.K. «Zakon Gibrata v issledovanijah rosta firmy» *Korporativnye finansy*, no 13 (2010): 106—119.
7. Kudina M.V., Kuz'min, S.S. «Paradigmy korporativnogo rosta» *Gosudarstvennoe upravlenie. Jelektronnyjvestnik*, no 47 (2014): 80—103.
8. Volkov, D.L. «Pokazateli rezul'tatov dejatel'nosti: ispol'zovanie v upravlenii stoimost'ju kompanii» *Rossijskijzhurnalmenedzhmenta*, no 3 (2005): 3—42.
9. Repina I.M. (2012) *Aktivi pidpriemstva: taksonomija, diagnostika ta upravlinnja : monografija*. — Kiev: KNEU (inUkr)
10. Frolova L.V., Lisnichenko, L.O. (2015) *Upravlinnjavartistjupidriemstva : monografija* — Krivij Rig: 2015 (inUkr)
11. Vasil'cov Є.В. «Strategichnij pidhid do viznachennja produktivnosti pidpriemstva» *Strategija ekonomichnogo rozvitku Ukraïni*, no 35 (2014): 57—65.
12. Penrose E. (1959) *The theory of growth of the firm* — New-York: John Wiley and Sons (in Engl).

### АНАЛИТИЧЕСКОЕ МОДЕЛИРОВАНИЕ СТОИМОСТНОГО РОСТА КОМПАНИИ

**Н.В. Шевчук**, канд. экон. наук, доцент  
кафедры экономики предприятий  
ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана»

**Аннотация.** Тема данной статьи объединяет научную проблематику теории экономического (корпоративного) роста предприятия и стоимостного управления. Концептуальной основой классических стоимостных моделей экономического роста является каузальная парадигма, которая доминирует и объединяет большинство исследований в этой области. Каузальный подход предполагает выделение не одной, а совокупности причин (факторов) роста, в свою очередь, приводит построение многоуровневых моделей,



которые не претендуют на универсальность, а скорее носят нарративный характер. При этом практическая ценность таких моделей проявляется в процессах оценки результатов реализации стратегии, которые не всегда могут быть оценены в денежных единицах, но при этом требуют формализации ожидаемых целевых параметров. Основным исследовательским фокус в данной статье концентрируется вокруг формирования стоимостной аналитической модели, которая бы объединяла как можно больше формализуемых факторов, детерминирующих рост стоимости. Базовой VBM-моделью автором принята модель остаточной операционной прибыли, которая представлена как взаимосвязь величины вложенного капитала, производительности функционирования активов и спреда реализации. Обосновано, что представленные факторные совокупности, детерминируют формирование стоимости на всех функциональных уровнях деятельности компании. Предлагаемую логику факторного моделирования можно применить к любой из базовых VBM-моделей, но наиболее подходящими для этого являются те, которые основаны на концепции экономической прибыли.

**Ключевые слова:** стоимостной рост предприятия, остаточная операционная прибыль, VBM-модель, производительность, спред доходности.

## ANALYTICAL MODELING OF COMPANY VALUE GROWTH

*N. Shevchuk*, PhD, SHEI «Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman»

**Abstract.** The theme of this article combines theories of economic issues of corporate growth of companies and value-oriented management. The conceptual basis of cost models of classical economic growth is a causal paradigm that dominates and unites the majority of research in this area. Causal approach involves the selection of not instead of one set of causes (factors) growth, which in turn leads to the construction of multilevel models that do not claim to universality, but rather are narrative in nature. The practical value of such models is seen in the process of evaluating the results of implementing the strategy, which can not always be measured in monetary terms, but need of formal modeling of the expected target parameters. The main research focus in this article is concentrated around the formation of a cost analysis model that would unite as many formal factors that determine the cost of growth as possible. The final operating income that is presented as the relationship of the value of capital invested, performance and operation of assets spread of sales is considered as a basic VBM-model. Proved that the factors stated determine the formation of value at all functional levels of the company. The proposed logic of factor modeling can be applied to any of the VBM-based models, but the most suitable for this purpose are those based on the concept of economic profit.

**Ключові слова:** growth of enterprise value, residual operation income, VBM-model, productivity, profitability spread.

*Стаття надійшла до редакції 16.04.2016 р.*