УДК 336.64

Олександр Іванович ДАВИДОВ

кандидат економічних наук,
доцент,
професор кафедри фінансів та кредиту,
Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна
E-mail: a.dav@ukr.net

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЗАСТОСУВАННЯ ПОКАЗНИКА ЕКОНОМІЧНОЇ ДОДАНОЇ ВАРТОСТІ У ВАРТІСНО ОРІЄНТОВАНОМУ УПРАВЛІННІ ПІДПРИЄМСТВАМИ

Давидов, О. І. Проблеми та перспективи застосування показника економічної доданої вартості у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами [Текст] / Олександр Іванович Давидов // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2017. – Том 27. – № 3. – С. 190-198. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. *Предметом дослідження виступає методологія оцінки економічної доданої вартості підприємств для цілей вартісно орієнтованого управління на мікроекономічному рівні.*

Мета. *Метою дослідження є визначення проблем та перспектив застосування показника економічної доданої вартості у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами на основі розкриття сутності та особливостей обчислення економічної доданої вартості, аналізу ступеня інтегрованості її показника у систему управління за критерієм максимізації вартості підприємств на мікрорівні сучасної економіки.*

Метод*. У статті використано методи аналізу і синтезу, індукції і дедукції, системного підходу, порівняльного аналізу.*

Результати. *Досліджено генезис показника економічної доданої вартості і його відмінності від класичних вимірювачів прибутковості підприємств. Розкрито сутність економічної доданої вартості та особливості її визначення. Визначено сфери можливого використання показника економічної доданої вартості в процесі оцінки ефективності діяльності підприємств. Розкрито індикативні функції показника економічної доданої вартості в управлінській діяльності з позицій оцінки ступеня ефективності використання капіталу та динаміки вартості підприємств. Визначено характер поведінки власників підприємств залежно від варіантів значень показника економічної доданої вартості. Встановлено основні способи підвищення економічної доданої вартості та управлінські заходи щодо їх реалізації. Виявлено недоліки використання показника економічної доданої вартості у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами. Сформульовано пропозиції щодо удосконалення показника економічної доданої вартості як інструменту вартісно орієнтованого управління підприємствами. Результати дослідження свідчать про необхідність удосконалення показника економічної доданої вартості шляхом відображення вигід усіх ключових стейкхолдерів підприємства з одночасним урахуванням фундаментальних ефектів його діяльності в сучасних економічних умовах.*

Ключові слова: *вартість підприємств; економічна додана вартість; економічний прибуток; капітал; прибуток; стейкхолдери; вартісно орієнтоване управління.*

© Олександр Іванович Давидов, 2017

Oleksandr Ivanovych DAVYDOV

PhD in Economics,
Associate Professor,
Professor of the Department of Finance and Credit,
V. N. Karazin Kharkiv National University
E-mail: a.dav@ukr.net

PROBLEMS AND PERSPECTIVES OF THE APPLICATION OF ECONOMIC VALUE ADDED INDICATOR IN VALUE-BASED MANAGEMENT OF ENTERPRISES

Abstract

The subject of the study *is methodology for assessing the economic value added of enterprises for the purposes of value-based management at the microeconomic level.*

The purpose of the study *is to determine the problems and perspectives of applying the indicator of economic value added in value-based management of enterprises on the basis of the essence and peculiarities of the calculation of economic value added, analysis of the degree of integriration of its indicator into the management system using the criterion of maximizing the value of enterprises at the micro level of the economy nowadays.*

Research methods. *The methods of analysis and synthesis, induction and deduction, systems approach, comparative analysis have been used in the research.*

The results of the research. *The genesis of the economic value added index and its difference from the classical measures of profitability of enterprises have been investigated in this article. The essence of economic value added and peculiarities of its definition have been described. The areas of possible application of the indicator of economic value added in the process of assessing the efficiency of enterprises have been defined. The indicative functions of the economic value added indicator in the management activity from the standpoint of the assessment of the degree of efficiency of the use of the capital and dynamics of the value of enterprises have been determined. The way of behavior of the owners of enterprises depending on the variants of values of the indicator of economic value added has been considered. The basic ways of increasing economic value added and management measures on their realization have been singled out. The drawbacks of the use of the indicator of economic value added in value-based management of enterprises have been detercted. The proposals for the improvement of the economic value added as a tool for value-based management of enterprises have been given.*

The scope of the research results *is the development of the method of adequate measurement of economic value added in the process of implementing the concept of value-based management of enterprises.*

Conclusion. *The results of the study show the necessity to improve the economic value added with the help of reflecting the benefits of all key company stakeholders, while taking into account fundamental effects of its performance in the current economic environment.*

Keywords: *value of enterprises; economic value added; economic profit; capital; profit; stakeholders; value-based management.*

JEL classification: G30, G32

Вступ

Вартісно орієнтоване управління (*Value-Based Management, VBM*) є сучасною концепцією менеджменту, яка передбачає зосередження управлінських зусиль на досягненні головної мети – максимізації вартості підприємств. У межах *VBM*-концепції максимізація вартості підприємств розглядається як критерій ефективності їх діяльності і успішності управлінських дій.

Для реалізації *VBM*-концепції необхідно вирішити проблему вимірювання вартості підприємств, складність якої обумовлена високим ступенем мінливості цієї вартості, її залежністю від цілей оцінки і неоднаковим рівнем для економічних суб'єктів.

Сучасною наукою і практикою пропонуються різні підходи до визначення вартості підприємств з відповідним складом методів, багато показників і моделей оцінки.

Одним з найбільш відомих і розповсюджених *VBM*-показників є економічна додана вартість (*Economic Value Added, EVA*). Проте застосування показника економічної доданої вартості у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами потребує більш глибокого усвідомлення сутності економічної доданої вартості і особливостей її визначення, проведення детального дослідження проблем і можливостей застосування показника *EVA* у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами, розробки шляхів удосконалення методики обчислення показника економічної доданої вартості з метою найбільш ефективного його використання в управлінні вартістю підприємств.

Методологію визначення економічної доданої вартості і проблематику застосування її показника у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами досліджували у своїх працях такі науковці, як Г. Арнольд [1], Д. Л. Волков [2], А. О. Гусєв [3], А. Дамодаран[4], Т. Коупленд [5], Т. Коллер [5], Дж. Муррін [5], О. В. Мозенков [6], В. В. Калюжний [6], Н. С. Педченко [7], В. М. Порохня [8], В. О. Лось [8], Б. Стюарт [9], Д. Стерн [9], В. Р. Шевчук [10], Л. І. Чернобай [10], К. Юк [11].

Водночас серед вчених відсутня єдина думка щодо економічного змісту і методики обчислення показника економічної доданої вартості. Дослідниками достатньою мірою не виявлені проблеми оцінки приросту вартості підприємств за допомогою показника економічної доданої вартості в межах упровадження системи вартісно-орієнтованого управління на мікроекономічному рівні. До кінця не встановлено ступінь ефективності застосування у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами показника економічної доданої вартості. Повністю не досліджені шляхи удосконалення показника економічної доданої вартості в процесі його застосування у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами.

Мета та завдання статті

Метою статті є визначення проблем та перспектив застосування показника економічної доданої вартості у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами на основі розкриття сутності та особливостей обчислення економічної доданої вартості, аналізу ступеня інтегрованості її показника у систему управління за критерієм максимізації вартості підприємств на мікрорівні сучасної економіки. Для реалізації поставленої мети у статті вирішено наступні завдання: розкрито зміст економічної доданої вартості та особливості її визначення; виявлено проблематику застосування показника економічної доданої вартості у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами; розроблено пропозиції щодо удосконалення показника економічної доданої вартості як інструменту вартісно орієнтованого управління суб'єктами господарювання.

Виклад основного матеріалу дослідження

Модель економічної доданої вартості була розроблена і зареєстрована компанією Stern Stewart & Co на початку 90-х років XX століття.

Економічна додана вартість розглядається як індикатор прибутковості, який є послідовником класичних вимірювачів прибутковості компанії у вигляді показників рентабельності (ROE,ROI тощо) і долає недоліки цих показників рентабельності (можливість штучного збільшення або зменшення показуваного прибутку, ігнорування тимчасової вартості грошей і ризиків інвесторів, недостатня кореляція з вартістю акцій компанії на фондовому ринку).

На відміну від своїх попередників – класичних показників рентабельності, EVA є показником, який спрямований на відображення тісного зв'язку з вартістю акцій із застосуванням статистичних методів, реалізацію можливостей використання великого обсягу бухгалтерської інформації, врахування при оцінці вартості підприємств фактору ризику.

За своїм економічним змістом економічна додана вартість є економічним прибутком (Economic Profit), який був на той момент часу вже достатньо відомим мікроекономічним показником.

Основні положення концепції економічного прибутку були закладені А. Маршалом, який ще в 1890 році називав підприємницьким або управлінським прибутком те, що залишається від прибутку власника або керуючого після вирахування відсотку на капітал за поточною ставкою. Тим самим А. Маршал підкреслював необхідність урахування при визначенні вартості, створеної компанією в будь-який період часу (тобто економічного прибутку), не тільки витрат, фіксованих у бухгалтерських рахунках, але й також альтернативних витрат залучення капіталу, зайнятого в бізнесі [5, с. 166]. На відміну від бухгалтерського прибутку при визначенні економічного прибутку (або залишкового доходу) враховувалась вартість не лише позикового капіталу, але й вартість власного капіталу. Такий підхід був спрямований на найбільш повне відображення реальної вартості функціонуючого капіталу.

Базова формула для розрахунку економічної доданої вартості має такий вигляд:

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

де *EVA (EconomicValueAdded)* – економічна додана вартість;

NOPAT(*NetOperatingProfitAfterTax*) – чистий операційний прибуток, отриманий після сплати податку на прибуток, але до виплати відсотків;

WACC (*Weighted AverageCostofCapital*) – середньозважена вартість капіталу;

IC ($Invested\ Capital$) – інвестований капітал.

Відповідно до формули (1) показник *EVA* характеризує величину додавання підприємством вартості протягом операційного періоду в результаті отримання прибутку у розмірі, який перевищує витрати на використаний капітал.

Економічний зміст формули (1) свідчить про те, що показник економічної доданої вартості оцінює не тільки кінцевий результат діяльності підприємства у вигляді чистого операційного прибутку, але й ефективність його отримання через врахування обсягу і ціни капіталу, який був використаний для отримання цього кінцевого результату. Таким чином, при оцінці економічної доданої вартості враховуються не лише явні витрати (у процесі формування чистого операційного прибутку), але й неявні – альтернативні витрати на капітал.

У результаті здійснення низки математичних операцій на основі формули (1) можна вивести наступний варіант розрахунку *EVA*:

$$EVA = \left(ROIC - WACC \right) \cdot IC, \tag{2}$$

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

У формулі (2) формалізується ідея про те, що приріст вартості підприємства можливий лише у випадку, коли ефективність інвестованого в підприємство капіталу перевищує норму дохідності, яку потребують інвестори (власники підприємства) з урахуванням доступних на ринку інвестиційних альтернатив з тим самим рівнем ризику.

На відміну від показника економічного прибутку розрахунок економічної доданої вартості передбачає коригування вихідних балансових показників на капітальні еквіваленти (*CapitalEquivalents*), які є приростом балансової вартості чистих активів підприємства з метою «відновлення» їх вартості до реальної грошової оцінки відповідно з грошовими виплатами, пов'язаними з надходженням зазначених активів. Коригування чистих активів на капітальні еквіваленти обумовлюють відповідні коригування чистого операційного прибутку в процесі визначення економічної доданої вартості [2, с. 214].

Автори моделі економічної доданої вартості Б. Стюарт і Д. Стерн надають опис 164 можливих поправок, але з них на практиці пропонують використовувати 10-12 [9]. Здебільшого ці коригування пов'язані з урахуванням величини відкладених податків, капіталізованих витрат на науково-дослідні і конструкторські розробки, резерву *LIFO*, амортизації гудвілу. К. Юк вважає можливим використовувати при розрахунках *EVA* тільки 6 коригувань [11].

Спираючись на думку практиків, В. Р. Шевчук і Л. І. Чернобай акцентують увагу на тому, що при розрахунку економічної доданої вартості коригування не спричиняють значної зміни абсолютної величини економічного прибутку, тому здебільшого ними нехтують, оскільки що простіше розраховується показник, то наочнішим він стає [10, с. 109-110].

У формулах розрахунку економічної доданої вартості під інвестованим капіталом розуміється сума власних і позикових коштів, яка залучається на платній основі з різних джерел та інвестується в необоротні та оборотні активи підприємства. Ці активи необхідні для отримання доходу у формі чистого операційного прибутку, а їх використання забезпечує створення вартості діючого підприємства.

Методика розрахунку показника *EVA* свідчить про важливу роль у формуванні його підсумкового значення не тільки величини чистого операційного прибутку, але й розміру інвестованого капіталу, його структури залежно від джерел фінансування, а також вартості його складових – власного і позикового капіталів.

Показник *EVA* може застосовуватися для оцінки ефективності діяльності за певний період на рівні як підприємства загалом, так і його окремих структурних підрозділів та інвестиційних проектів. Тим самим вирішується одна з суттєвих проблем створення системи вартісно-орієнтованого управління – перерозподіл управлінських цілей на рівні підприємства за його окремими структурними підрозділами та інвестиційними проектами.

Оскільки показник *EVA* може використовуватися для оцінки ефективності діяльності як підприємства загалом, так і його окремих інвестиційних проектів і бізнес-підрозділів, його часто порівнюють з показником чистої теперішньої вартості (*Net Present Value, NPV*). Однак показник *EVA* має певні переваги перед *NPV* у зв'язку з тим, що він не потребує точного визначення обсягу та часу грошових потоків, як це необхідно при розрахунку *NPV*.

На основі показника економічної доданої вартості може бути розроблена система винагороди менеджерів шляхом упровадження відповідної бонусної системи мотивації з метою появи у них стимулів до створення вартості для інвесторів (власників підприємства).

Модель економічної доданої вартості вигідно відрізняється від методу дисконтування грошових потоків, оскільки дозволяє встановити ступінь успішності вартісно орієнтованого управління шляхом визначення у кожному конкретному періоді величини приросту вартості підприємства і оцінки ефективності його діяльності в процесі всього строку функціонування.

Величина вільного грошового потоку у будь-якому окремому році визначається вельми довільними інвестиціями в основні засоби та оборотний капітал. Менеджмент компанії може відкласти на час інвестиції з метою покращення показника вільного грошового потоку певного року за рахунок

довгострокового створення нової вартості [5, с. 166]. Тому оцінити ефективність вартісно-орієнтованого управління на основі вільних грошових потоків вельми проблематично.

Показник EVA розглядається його прихильниками як індикатор якості управлінських рішень, який характеризує ступінь ефективності використання капіталу та динаміку вартості підприємства в результаті дій менеджменту.

При $EVA > 0$ підприємство отримує чистий операційний прибуток *NOPAT* у розмірі, який перевищує витрати на капітал, що використовується для його отримання. Це свідчить про ефективність використання капіталу і збільшення вартості підприємства.

Якщо $EVA = 0$, то це означає, що зароблений підприємством чистий операційний прибуток *NOPAT* компенсує лише витрати на інвестований капітал, не створюючи доданої вартості. У такому випадку власники капіталу підприємства фактично отримують норму повернення, компенсуючи ризик.

Ситуація $EVA < 0$ пов'язана з тим, що розмір отриманого підприємством чистого операційного прибутку *NOPAT* є недостатнім для відшкодування витрат на використаний капітал. Таке значення EVA відображає неефективність використання капіталу і зменшення вартості підприємства.

Вищезазначені варіанти значень показника EVA обумовлюють той або інший характер поведінки власників підприємства:

1) прагнення власників до подальшого вкладення коштів у дане підприємство ($EVA > 0$);

2) відсутність інтересу власників до вкладень у підприємство у випадку, коли $EVA = 0$ (при нульовому ринковому виграшу власників в результаті однакової ефективності інвестицій у це підприємство та ефективності альтернативних вкладень);

3) бажання власників вивести з підприємства вкладений капітал, оскільки вони втрачають його в результаті втрати альтернативної прибутковості ($EVA < 0$).

Застосування показника економічної доданої вартості як критерію оцінки ефективності діяльності підприємств потребує спрямованості управлінських дій на підвищення значення цього показника через реалізацію відповідних заходів. Таке управління здійснюється шляхом впливу на фактори, які беруть участь у формуванні величини EVA відповідно до формули її розрахунку (прибуток, інвестований капітал, вартість капіталу).

Основні способи підвищення економічної доданої вартості та управлінські заходи щодо їх реалізації наведені в табл. 1.

Таблиця 1. Основні способи підвищення економічної доданої вартості та управлінські заходи щодо їх реалізації

Основні способи підвищення	Управлінські заходи щодо реалізації
Збільшення прибутку при використанні попереднього обсягу капіталу	1. Освоєння нових видів продукції (робіт, послуг) 2. Освоєння нових ринків (нових сегментів ринку) 3. Освоєння більш рентабельних суміжних ланок виробничо-технологічного ланцюжка 4. Збільшення обороту, маржі, підвищення оборотності активів і зниження витрат (як прямих, так і накладних)
Зменшення обсягу використаного капіталу при збереженні прибутку на попередньому рівні.	1. Ліквідація (продаж) збиткових або недостатньо прибуткових сфер діяльності 2. Співпраця з найнадійнішими контрагентами, управління дебіторською заборгованістю і перерозподіл капіталу між бізнес-лініями 3. Стримування росту бізнесу, який потребує великих вкладень капіталу, та інвестування в напрямки, які потребують менших коштів
Зменшення витрат на залучення капіталу за інших рівних умов	Оптимізація структури капіталу підприємства
Збільшення обсягу інвестованого капіталу за умови перевищення його рентабельності середньозваженої вартості капіталу	Реалізація інвестиційних проектів, рентабельність яких перевищує середньозважену вартість капіталу, залученого на їх реалізацію

**Табл. 1 складено на основі [10, с. 110-111; 12, с. 168] та результатів власних досліджень*

Показник *EVA* вимірює саме додану вартість підприємства, тобто її приріст протягом певного проміжку часу. Цей показник відображає величину приростання вартості підприємства і характеризує рівень ефективності його діяльності через призму того, як це підприємство оцінюється ринком.

На основі показника *EVA* може бути визначена ринкова вартість підприємства загалом. У принциповому сенсі така вартість розраховується наступним чином:

$$\begin{aligned} &\textit{Ринкова вартість підприємства} = \textit{інвестований капітал} + \\ &+\textit{EVA майбутніх періодів, величина якої приведена} \\ &\textit{до теперішнього моменту часу} \end{aligned} \tag{3}$$

У розрахунку ринкової вартості підприємства на основі *EVA* за формулою (3) замість показника інвестованого капіталу інколи використовується величина чистих активів (за балансовою вартістю) [10, с. 110].

Низка науковців [6, с. 84; 13, с. 205] у формулі (3) замість економічної доданої вартості майбутніх періодів, величина якої приведена до теперішнього моменту часу, застосовують приведену вартість прогнозованого економічного прибутку (*Present Value Projected Economic Profit*). Це не змінює економічного змісту формули розрахунку вартості підприємства на основі *EVA*, оскільки поняття економічної доданої вартості і економічного прибутку, як було показано раніше, фактично збігаються.

Розрахунок вартості підприємства (V) на основі *EVA* майбутніх *n*-их періодів можна формалізувати наступним чином:

$$V = IC + \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \tag{4}$$

Розрахунок поточної вартості майбутніх значень *EVA* у формулі (4) передбачає нескінченність функціонування підприємства і також можливість його активів генерувати доходи зпевною рентабельністю протягом нескінченного періоду. Тому майбутні доходи, що приносять кожні капітальні вкладення в активи, можуть бути капіталізовані з подальшим їх дисконтуванням до поточного моменту часу.

Існує також модифікаційний варіант розрахунку вартості підприємства на основі *EVA*, принципова формула якого має наступний вигляд:

$$\begin{aligned} &\textit{Вартість підприємства} = \textit{інвестований капітал} + \textit{дисконтована EVA} \\ &\textit{від існуючих проектів} + \textit{дисконтована EVA від} \\ &\textit{майбутніх інвестицій} \left(\textit{нових проектів}\right) \end{aligned} \tag{5}$$

Слід зазначити, що показник економічної доданої вартості використовується для оцінки саме ринкової вартості підприємства. На величину цієї вартості можуть впливати багато факторів, значна частина з яких неконтрольована менеджментом суб'єкта господарювання. Тому оцінку ринкової вартості підприємства на основі показника *EVA* недоцільно використовувати у вартісно орієнтованому управлінні на мікроекономічному рівні.

Визначення вартості підприємства на основі *EVA* базується на приведенні майбутніх значень *EVA* до теперішнього моменту часу. Така оцінка характеризує «точковий» у часі результат, який не дає уявлення про сам процес досягнення кінцевої мети у вигляді зростання вартості підприємств у межах упровадження системи вартісно орієнтованого управління. Крім того, розрахунок вартості підприємства тільки як статичного показника на конкретну дату дає менш точну її оцінку у зіставленні з визначенням вартості в динаміці.

Розрахунок загальної вартості підприємства на основі *EVA* ґрунтується на твердженні про те, що інвестори (власники підприємства) не в змозі оцінити за окремо взятим показником *EVA* за певний період здатність менеджменту підприємства створювати позитивну економічну додану вартість у майбутньому. Тому вважається, що саме поточна (теперішня) вартість майбутніх значень *EVA* визначає загальну (ринкову) вартість підприємства. Таким чином, оцінка вартості підприємства в даному випадку по суті здійснюється на основі очікувань майбутніх значень *EVA*. Це надає показнику вартості підприємства певну штучність і сумнівність, обумовлює його відокремленість від реальних вартісно-утворюючих характеристик підприємства. У такій ситуації можуть виникнути проблеми із впровадженням в управлінську діяльність критерію максимізації вартості підприємства, зі здійсненням основних напрямків вартісно орієнтованого управління (особливо при обґрунтуванні тих або інших управлінських рішень, здійсненні управління факторами вартості підприємства, розв'язанні проблеми перерозподілу управлінських цілей між підприємством загалом та його структурними підрозділами,

визначенні ефективності окремих інвестиційних проектів, побудові системи преміювання менеджерів підприємства).

Оцінка вартості підприємства на основі теперішньої вартості майбутніх значень *EVA* містить у собі певний парадокс, що полягає у можливому формуванні різноспрямованих тенденцій значень вартості підприємства та економічної доданої вартості, тобто вартість підприємства може зменшуватися навіть при збільшенні економічної доданої вартості в окремому періоді. Така ситуація може виникнути у наступних випадках:

1) зростання значення *EVA* в окремому періоді супроводжується зростанням ризику та, як наслідок, збільшенням майбутньої вартості капіталу (як власного, так і позикового);

2) збільшення величини *EVA* в окремому періоді може бути обумовлено короткостроковими факторами, дія яких у довгостроковій перспективі буде мати негативні наслідки (наприклад, короткочасне зниження витрат на оплату праці і, відповідно, зростання прибутку і *EVA* в одному із періодів надалі може призвести до зниження майбутніх *EVA* в результаті можливого звільнення кваліфікаційних кадрів і відтоку з підприємства інтелектуального капіталу і в підсумку до послаблення конкурентних позицій даного суб'єкту господарювання.

Наявність протиріччя між показником вартості підприємства, що розрахований за допомогою *EVA*, та показником самої економічної доданої вартості дезорієнтує менеджерів в процесі реалізації концепції управління підприємством за критерієм максимізації його вартості з використанням показника економічної доданої вартості.

Показник економічної доданої вартості виступає вимірювачем реальної величини економічного прибутку підприємства і слугує інструментом управління цим прибутком з позицій власників певного підприємства. Проте таке призначення показника *EVA* обумовлює низку недоліків його застосування у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами.

Насамперед слід акцентувати увагу на тій обставині, що в основі оцінки економічного прибутку у межах концепції *EVA* лежить той самий бухгалтерський (скоригований) прибуток, який хоч і зменшується на відповідні витрати на капітал, але, однак, суттєво впливає на розрахункову величину економічної доданої вартості.

Показник *EVA* обмежений виміром кінцевого результату діяльності підприємства винятково величиною чистого операційного прибутку в частині, яка залишається після компенсації витрат на капітал, використаний для його отримання. У зв'язку з цим здійснення вартісно-орієнтованого управління на основі *EVA* буде значною мірою супроводжуватись проблемами, які характерні для управління за критерієм зростання прибутку.

Використання прибутку як цільового критерію управління й оціночного показника ефективності діяльності підприємства пов'язане з низкою недоліків, найбільш суттєвими з яких є:

1) можливість відмови зі сторони менеджерів підприємства від ефективних інвестиційних проектів з довгостроковим періодом реалізації з метою отримання високого значення прибутку в короткостроковому періоді;

2) висока варіативність показника прибутку внаслідок його залежності від облікових процедур.

Показник економічної доданої вартості характеризується певною фінансовою обмеженістю через його спрямованість на вимірювання винятково надприбутку в процесі створення вартості підприємства. У зв'язку з цим останніми роками серед зарубіжних і вітчизняних дослідників одержала розповсюдження ідея інтеграції показника *EVA* у структуру збалансованої системи показників оцінки ефективності діяльності підприємства.

Концепцію збалансованої системи показників (*Balanced Scorecard, BSC*) розробили у 90-ті роки XX-го сторіччя Р. Каплан і Д. Нортон.

Збалансована система показників містить фінансові й нефінансові показники, які підібрані таким чином, щоб урахувати усі суттєві (стратегічні) аспекти його діяльності (фінансові, маркетингові, виробничі та ін.).

Конццепція *BSC* орієнтована на реалізацію багатовекторної політики управління підприємством на основі комплексної системи стратегічних цілей і ключових показників, яка охоплює чотири важливі сфери його діяльності: фінанси, клієнти, бізнес-процеси,розвиток і навчання персоналу.

Інтеграція концепцій *EVA* і *BSC* передбачає, що для досягнення синергетичного ефекту показник *EVA* розглядається як ключовий при формуванні фінансової перспективи *BSC* і використовується як базовий індикатор, що відображає успішність функціонування підприємства. При цьому верхній фінансовий рівень формується на основі *EVA*, вимоги якого потім визначають комплекс взаємопов'язаних цілей і завдань за ланцюжком: фінанси ↔ споживачі ↔ бізнес-процеси ↔ персонал [14, с. 9].

В. Р. Шевчук і Л. І. Чернобай вважають, що одночасне використання в управлінні інструментів *EVA* та *BSC* дає найбільший ефект: показник *EVA*– як загальна стратегічна мета, основа для системи мотивації керівництва, а також як фінансова перспектива збалансованої системи показників; *BSC* – як

основний інструмент управління для створення організації, орієнтованої на додавання акціонерної вартості [10, с. 112].

Проте для забезпечення ефективності вартісно-орієнтованого управління важливим є, щоб усі різноманітні аспекти створення доданої вартості підприємств враховувалися ще на стадії її оцінки за допомогою узагальнювального вартісного показника.

Крім того, показник економічної доданої вартості в силу специфіки розрахунку оцінює ефективність діяльності підприємства з точки зору тільки однієї групи його стейкхолдерів – власників певного підприємства. Між тим, на траєкторію розвитку суб'єкта господарювання та формування його вартості здатні впливати також інші стейкхолдери – менеджери, персонал, кредитори, постачальники, покупці, держава. Тобто інтереси останніх можуть бути не враховані при вартісно орієнтованому управлінні на основі економічної доданої вартості, що призведе до зниження вартості підприємства.

У зв'язку з цим показник економічної доданої вартості як інструмент вартісно орієнтованого управління повинен визначати ціннісний результат діяльності підприємства не лише для його власників (винятково у вигляді прибутку), але й відображати вигоди всіх інших ключових стейкхолдерів з одночасним урахуванням фундаментальних ефектів діяльності підприємства. Відповідної модифікації потребують системи прийняття і реалізації управлінських рішень, бюджетування, оцінки ефективності на різних рівнях управління, стимулювання менеджерів.

Висновки та перспективи подальших розвідок

Особливості визначення показника економічної доданої вартості обумовлюють відповідні проблеми його застосування у вартісно орієнтованому управлінні на мікрорівні сучасної економіки. Використання оцінки ринкової вартості підприємства на основі показника економічної доданої вартості з метою вартісно орієнтованого управління підприємствами є проблематичним у зв'язку з неконтрольованим характером цієї вартості з боку менеджменту підприємства. Існують суттєві складнощі зі здійсненням основних напрямків вартісно-орієнтованого управління через оцінку вартості підприємства на основі майбутніх значень економічної доданої вартості. Через суперечливий характер показника загальної вартості підприємства на основі економічної доданої вартості і показника власне економічної доданої вартості можлива дезорієнтація менеджерів у процесі реалізації концепції управління підприємством за критерієм максимізації його вартості. У процес вартісно-орієнтованого управління на базі економічної доданої вартості значною мірою залучені проблеми управління за критерієм зростання прибутку. Управління за критерієм збільшення економічної доданої вартості спрямоване на задоволення інтересів лише власників підприємства при ігноруванні інтересів інших його стейкхолдерів.

Перспективи застосування у вартісно орієнтованому управлінні підприємствами показника економічної доданої вартості пов'язані з удосконаленням цього показника шляхом відображення в ньому вигід усіх ключових стейкхолдерів підприємства з одночасним врахуванням фундаментальних ефектів його діяльності в сучасних економічних умовах.

Подальші дослідження стосуються розробки нової моделі оцінки приросту вартості підприємства на основі вдосконаленого показника економічної доданої вартості і відповідної модифікації систем прийняття і реалізації управлінських рішень, бюджетування, оцінки ефективності на різних рівнях управління, стимулювання менеджерів.

Список літератури

1. Арнольд, Г. Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Г. Арнольд [Пер. с англ.; под науч. ред. О. Б. Максимовой]. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007. – 752 с.
2. Волков, Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков. – СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С. -Петерб. гос. ун-та, 2008. – 320 с.
3. Гусев, А. А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании / А. А. Гусев // Финансовый менеджмент. – 2005. – №1. – С. 57-66.
4. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
5. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
6. Мозенков, О. В. Ринкова вартість компаній у системі захисту корпоративних прав держави / О. В. Мозенков, В. В. Калюжний // Фінанси України. – 2009. – №2. – С. 82–98.
7. Педченко, Н. С. Вартість підприємства як критерій оцінювання ефективності в системі фінансового контролінгу / Н. С. Педченко // Вісник СумДУ. Серія «Економіка». – 2015. – № 3. – С. 38-44.

8. Порохня, В. М. Моделювання економічної доданої вартості на підприємстві / В. М. Порохня, В. О. Лось // Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки. – 2008. – №1. – С. 107-114.
9. Stewart, B. The Quest For Value. The EVA management quide/ B. Stewart, D. Stern. –New York: Harper Business, 1999.
10. Шевчук, В. Р. Концепція управління фінансами підприємства на базі економічної доданої вартості / В. Р. Шевчук, Л. І. Чернобай // Вісник Національного університету "Львівська політехніка". – 2007. – № 606: Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – С. 108-113.
11. Yook, K. Estimating EVA using Compustat PC Plus/ K. Yook // Financial Practice and Education Fall-Winter. – 2000. – 9(2). – P. 33-37.
12. Серединська, І. Система показників управління вартістю підприємства / І. Серединська // Економічний аналіз. – 2010. – Вип. 5. – С. 167-169.
13. Михаліцька, Н. Я. Застосування показника доданої економічної вартості як критерію приросту ринкової вартості підприємства / Н. Я Михаліцька // Науковий вісник НЛТУ України. – 2009. – Т. 19. – №13. – С. 204-210.
14. Островська, Г. Становлення методологічних підходів управління вартістю організації / Г. Островська // Галицький економічний вісник. – 2008. –№ 5. – С. 3-10.

References

1. Arnold, G. (2007). *Corporate Finance Guide: Manual on Financial Markets, Solutions and Techniques*. [Translation from English under scientific Edition of O. B. Maksimova], Dnepropetrovsk: Balance Business Books.
2. Volkov, D. L. (2008). *Theory of Value-Based Management: Financial and Accounting Aspects*. St. Petersburg: Higher School of Management; Published by St. Petersburg House of the State University.
3. Gusev, A. A. (2005). EVA Concept and Company Performance Evaluation. *Financial Management*, 1, 57 – 66.
4. Damodaran, A. (2004). *Investment valuation. Tools and Techniques for Evaluating Any Assets; Translation from English*. Moscow: Alpina Business Books.
5. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2005). *Valuation, Measuring & Managing the Value of Companies*. Translation from English. Moscow: ZAO "Olympus-Business".
6. Mozenkov, O. V.,Kalyuzhny, V. V. (2009). Market Value of Companies in the System of Protection of Corporate Rights of the State. *Finances of Ukraine*, 2, 82–98.
7. Pedchenko, N. S. (2015). The Value of an Enterprise as a Criterion for Evaluating the Effectiveness in theFinancial Controlling System. *Bulletinof Sumy State University*. The Series "Economics", 3,38 –44.
8. Porokhnya, V. M., Loss, V. O. (2008). Modeling of Economic Value Added at the Enterprise. *Bulletin of the Zaporizhzhya National University. Economic Sciences*, 1, 107 – 114.
9. Stewart, B., Stern, D. (1999). *The Quest For Value. The EVA management quide*. New York: Harper Business.
10. Shevchuk, V. R.,Chernobay, L. I. (2007). Concept of Management of Enterprise Finances on the Basis of Economic Value Added. *Bulletin of the National University "Lviv Polytechnic", 606: Management and Entrepreneurship in Ukraine: Stages of Formation and Development Issues*, 108–113.
11. Yook, K. (2000). Estimating EVA using Compustat PC Plus. *Financial Practice and Education*, Fall-Winter, 9(2), 33-37.
12. Seredinska, I. (2010). The System of Indicators of the Management of the Value of the Enterprise. *Economic Analysis*, 5, 167-169.
13. Mykhalitska, N. Ya. (2009). Index Application of the Added Economic Cost in Criterion Quality of Enterprise Market Value Increase. *Scientific Bulletin of UNFU*, 19(13), 204-210.
14. Ostrovska, G. (2008). Formation ofMethodologicalApproaches to the Management of the Value of the Company. *Halytskyi Economic Bulletin*, 5, 3-10.

Стаття надійшла до редакції 10.10.2017 р.