

УДК 330.1

Н. Е. Дєєва,

д. е. н., доцент, професор кафедри менеджменту,

Київський національний торговельно-економічний університет, м. Київ

ВАРТІСНІ МОДЕЛІ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ КОРПОРАЦІЯМИ

N. Dyeyeva,

Doctor of Econ. Sci., Senior Lecturer, Professor of the Department of management,

Kyiv National University of Trade and Economics

COST MODEL OF STRATEGIC MANAGEMENT OF CORPORATIONS

Предметом дослідження є теоретичні, методологічні основи і практичні аспекти стратегічного управління корпораціями. Об'єктом дослідження є процеси формування системи стратегічного управління вартістю компанії. У процесі підготовки статті використано сучасні методи проведення наукових досліджень: порівняльного аналізу, системний підхід. Метою статті є формалізація вартісних моделей стратегічного управління корпораціями. Обґрунтовано методичний підхід до управління корпорацією на основі вартісних теорій (додана акціонерна вартість SVA, економічна додана вартість EVA, ринкова додана вартість MVA, економічний прибуток, додана грошова вартість CVA, модифікована CVA (MCVA)), який полягає у їх адаптації до умов підготовки фінансової звітності за національними стандартами, побудові дерева факторів вартості як зведення в єдину площину координат економічних результатів діяльності компанії та фінансових показників, визначенні етапів формування системи стратегічного управління вартістю компанії, а також факторів, які впливають на ефективність розміщення акцій (грошові потоки та їх ризики, виплата дивідендів, знижки за ліквідність). Розроблено науково-практичні рекомендації щодо вартісного управління корпорацією, виділено три альтернативні стратегії управління вартістю компанії: фундаментального зростання; організаційного зростання; змішану стратегію. Виділено етапи формування системи стратегічного управління вартістю компанії: створення моделі вартості, формування стратегії, бюджетування вартості, реалізація стратегії, звітність про вартість. Формалізовано підходи до ухвалення рішення щодо виходу на IPO, виходячи з максимізації вартості компанії.

The article of research are theoretical, methodological bases and practical aspects of strategic management of corporations. The object of research is the process of formation of strategic cost management company. In the process of preparation of the article the modern methods of realization of scientific researches are used: comparative jurisprudence, approach of the systems. The article is the formalization of cost models of strategic management corporations. Grounded methodical approach to the management of the corporation on the basis of cost theories (added shareholder value SVA, economic value added EVA, market value added MVA, economic profit, added monetary value CVA, modified CVA (MSVA)), which is their adaptation to the preparation of the financial reporting on national standards, building tree value drivers as the construction of a single plane coordinate economic results of the company and financial performance, identifying stages of formation of strategic cost management company and the factors that influence the effectiveness of offering (cash flows and their risks payment dividends, liquidity discounts). The scientific-practical recommendations on cost management corporation identified three alternative strategies for cost management company: fundamental growth; organizational development; mixed strategy. Highlight stages of formation of strategic cost management are: creating a model of value, strategy formation, budgeting, cost, implementation strategies, reporting on cost. Formalized approaches to the decision to enter the IPO, based on maximizing the value of the company.

Ключові слова: стратегічне управління корпораціями, вартісні моделі, теорії, етапи, фактори.

Key words: strategic management of corporations, cost models, theories, stages, factors.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ В ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК З ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАДАЧАМИ

Між теорією фірми, що пояснює фундамен-
тальні основи діяльності корпорації, сучасним

корпоративним управлінням, корпоративними
фінансами та реальними тенденціями склався
невиправдано великий розрив, необхідність усунення якого ставить перед фундаментальною економічною наукою завдання пошуку нової парадигми наукового аналізу. Концепція компро-

місу формування структури капіталу передбачає оптимізацію вартості фірми, коли враховуються не тільки поточні витрати та інвестиції, а й витрати, яких може зазнати корпорація у майбутньому. Компромісна концепція припускає, що податкові вигоди, зв'язані з використанням боргового фінансування, є одним із основних чинників, що визначають існування оптимальної структури капіталу: коли відношення борг/власний капітал низьке, збільшення боргу веде до пропорційного зростання вартості фірми завдяки дії ефекту податкового щита. Подальше збільшення частки боргу в капіталі призводить до зростання витрат фінансової нестійкості та до падіння вартості фірми. Таким чином, при певному співвідношенні борг/власний капітал граничні витрати і вигоди, пов'язані з позиковим фінансуванням, врівноважуються, і саме у цей момент вартість фірми досягає максимуму.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ІСНУЄ ПОЧАТОК РОЗВ'ЯЗКУ ІСНУЮЧОЇ ПРОБЛЕМИ

І НА КОТРІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР

Аналіз зарубіжної теорії і практики переконливо свідчить, що основною метою фінансового управління корпораціями є максимізація вартості однієї акції в існуючому акціонерному капіталі [1, с. 23], або максимізація вартості капіталу корпорації [2; 3]. Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту є системним підходом до управління корпоративними фінансами. Вартісно-орієнтоване управління фінансами компанії можна трактувати як комплекс організаційних та управлінських заходів орієнтованих на зростання вартості компанії, що координується та здійснюється на підставі інформації фінансового характеру, отриманої шляхом розрахунку вартісно-орієнтованих показників [4, с. 38]. Як указують Росс С., Вестерфілд Р., Джордан Б., фінансовий менеджер повинен піклуватися про вирішення трьох основних питань: складання бюджету капітальних вкладень; структуру капіталу; управління оборотним капіталом.

Не вирішені раніше частини загальної проблеми — виділення нерозв'язаних раніше частин загальної проблеми, котрим присвячена стаття. На сучасному етапі в Україні у фінансовому менеджменті корпорацій основний акцент пропонується робити саме на проблемі забезпечення їх фінансової стійкості, наявності вільних коштів та підвищення ефективності використання активів [5, с. 176]. Це узгоджується із концепцією структури капіталу, оскільки витрати фінансової нестійкості (далі COFD) є одними з вирішальних при виборі структури капіталу корпорації. Відповідно до традиційного підходу, з певного моменту залучення боргового фінансу-

вання супроводжується неприйнятно високими витратами потенційного банкрутства, і фірмам необхідно або задуматися про інші джерела фінансування, або стримати свої амбіції зростання. Іншими словами, ефект тиску з боку витрат фінансової нестійкості примушує компанії знижувати цільовий рівень боргу [6, с. 65]. Тому контроль вартості корпорації має надзвичайно важливе значення.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ ФОРМУЛЮВАННЯ МЕТИ СТАТТІ

Метою статті є формалізація вартісних моделей стратегічного управління корпораціями.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Концепція ціннісного, або вартісного, інвестування існує в контексті двох зіставлень. По-перше, так звані ціннісні акції (value stocks) протиставляються зростаючим акціям (growth stocks): перші — це акції тих компаній, що вже сформувалися, мають непоганий прибуток, достатньо стійкі і надійні, які, проте, не залишають інвесторів надій на різке (кратне) зростання бізнесу; другі — акції компаній на ранній стадії розвитку, з великим потенціалом зростання, але і більш ризикові, оскільки перспективи можуть і не матеріалізуватися [7, с. 37]. Друге зіставлення більше стосується інвестиційних стратегій самих гравців. Вважається, що ціннісні інвестори вишукують недооцінені (в порівнянні з їх справедливою ціною) акції в надії, що ринок рано чи пізно гідно оцінить їх. Прихильники технічного аналізу, прагнуть передбачити рух ринку, які можуть бути ніяк не пов'язані зі зміною реальною вартості акцій, що виникають через переміщення в положенні окремих компаній і макроекономіки в цілому. Такий інвестор може купити переоцінені акції сподіваючись на подальше зростання, тоді як для ціннісного інвестора такий крок — табу.

Корпоративні стратегічні орієнтири, а також інструментарій оцінки ефективності використання обмежених ресурсів, що знаходяться у розпорядженні менеджерів компанії, змінювалися протягом часу. У 60—70-і роки минулого століття акцент робився на екстенсивному розвитку бізнесу шляхом посилення присутності компанії на ринку (через збільшення її ринкової частки). У 80-і роки він змістився у бік максимізації прибутку. У 90-х, з появою Концепції управління вартістю компанії (Value-Based Management — VBM) як цільова функція фірми (цільова корпоративна функція) декларується зростання вартості компанії. Основним каталізатором розвитку VBM були праці засновників двох консалтингових компаній Альфреда Раппапорта [Alfred Rappaport] ("Створення вартості для акціонерів", 1999) і Беннетта Стюарта

[Bennett Stewart] ("У пошуках вартості", 1991) [8, с. 98]. У цих роботах робиться спроба переосмислити основну роль найманих менеджерів фірми, яка, на думку авторів, полягає не в чому іншому, як в створенні і збільшенні вартості компанії на користь її власників. Саме на даному етапі розвитку фінансових ринків у США і Західній Європі стало актуальним питання взаємозв'язку фундаментальної вартості корпорацій і їх ринкової капіталізації, оскільки на співвідношенні цих категорій будувалися інвестиційні стратегії учасників ринку. На початку 2000-х настає нова фаза розвитку VBM — холістичне (усестороннє) управління вартістю (Holistic Value-Based Management). Наслідком перегляду цільового орієнтуру є трансформація аналітичної моделі компанії, вживаної для оцінки і аналізу результатів її діяльності. Це виражається в переході від традиційної (бухгалтерської) до фінансової (або вартісної) моделі компанії. Відмінною рисою нової фінансової моделі є використання не бухгалтерських принципів збору і обробки інформації і аналізу, не статичних облікових трактувань ресурсів, що витрачаються, і результатів, а гнучке бачення подій, що відбуваються в світі, сценарність мислення і методів аналізу, облік альтернатив.

Перший показник економічного прибутку був запропонований ще в XIX столітті Альфредом Маршалом. Він отримав назву залишкового доходу і розраховувався як різниця між чистим прибутком і витратами на капітал власника, які визначалися множенням необхідної прибутковості власника на величину власного капіталу фірми. Даний показник є простим у використанні і в розрахунках, але його суперечливість полягає у тому, що витрати на капітал враховують прибутковість, що отримується на ринку на основі ринкової вартості, а чистий прибуток є бухгалтерським показником і розраховується на основі облікової вартості. В кінці XX ст. розбіжності між ринковою і обліковою вартістю компанії стали досить значними і показнику залишкового доходу було потрібно серйозне доопрацювання. Модель доданої акціонерної вартості SVA стала своєрідним проривом у розвитку теорії управління вартістю компанії, оскільки систематизувала всі основні досягнення науки і практики в даному напрямі, а також надала конкретний інструментарій оцінки вартості, доступний практично для всіх аналітиків як усередині компанії, так і за її межами.

На початку 1990-х років фінансові аналітики і менеджмент компаній зіткнулися з однією з найважливіших проблем проведення оцінок вартості, пов'язаної з тим, що єдиною достовірною інформацією, яку вони мають в своєму розпорядженні, є бухгалтерська звітність компаній, яка має бути трансформована з облікових у

фінансові показники. Так, в даний період часу була опублікована модель Стерна — Стюарда присвячена показнику економічної доданої вартості EVA, головна ідея якого полягає в наступному: вкладений в компанію капітал має давати віддачу, не менше, ніж інвестиції зі схожим ризиком.

Мета менеджерів компанії полягає в максимізації показника ринкової доданої вартості (MVA), не вартості компанії, оскільки для виконання даної мети досить просто збільшити об'єм інвестицій в капітал. Коли знову залучений капітал інвестується в проекти, що: а) створюють вартість (мають позитивну чисту приведену вартість), MVA збільшується; б) руйнують вартість (мають негативну чисту приведену вартість), MVA зменшується. Зростання компанії створює вартість тільки тоді, коли досягається перевищення зростання вартості над зростанням інвестованого капіталу.

Передумовою виникнення концепції Коупленда — Коллера — Мурріна з'явилася необхідність впровадження менеджменту, орієнтованого на вартість і формування вартісного мислення у всіх стейкхолдерів компанії. В основі підходу лежить ідея оцінки і контролю економічного прибутку, при цьому акцент зміщений у бік інтерпретації показника економічного прибутку, а не на його розрахунок, що обмежує її поширення. У цілому концепції Стерна — Стюарда і вартісного мислення доповнюють один одного в частині оцінки величини економічного прибутку або доданої вартості; але концепція Коупленда — Коллера — Мурріна визначає, окрім іншого, конкретні управлінські інструменти реалізації стратегії компанії, а також дозволяє враховувати нематеріальні активи, не відображені в балансі, які на сучасному етапі набувають особливого значення в діяльності компанії.

Подальший розвиток концепції управління вартістю компаній був пов'язаний зі зниженням ступеня впливу вже здійснених інвестицій на майбутню ефективність стратегії розвитку, а також із врахуванням при аналізі стратегій інтересів всіх стейкхолдерів компанії. Концепція Томаса Г. Льовіса відштовхувалася від твердження, що якнайкращим детермінантом майбутньої ціни акцій є здатність менеджерів компанії забезпечувати високу грошову прибутковість. Він запропонував показник прибутковості інвестованого капіталу на базі грошового потоку (cash-flow return on investment, CFROI), замість того щоби коректувати бухгалтерські дані, для розрахунку показника рентабельності, які недостатньо корелюють з фактичним розвитком вартості підприємства.

На сьогоднішній день можна стверджувати, що серед описаних вище загальноновизнаних концепцій особливе місце займають моделі SVA і

EVA, які максимально поширені як в практиці фінансових аналітиків і менеджерів, так і в теорії фінансової науки. При цьому очевидне прагнення зацікавлених в розвитку концепцій осіб до стандартизації і уніфікації вживаних методів, у зв'язку з чим можна припускати, що подальше розповсюдження моделей управління вартістю буде пов'язано з вдосконаленням застосування показника EVA і пов'язаної з ним методології.

Для розрахунку показника економічної доданої вартості EVA необхідно здійснити ряд коректувань, які дозволяють наблизити прибуток до грошового потоку компанії, коректніше відобразити капітал, задіяний при створенні цього прибутку, а також усунути так звану "маніпуляцію зі звітністю" — завищення або згладжування прибутку компанії — за допомогою умілого використання принципів бухгалтерського обліку. Існує декілька варіацій розрахунку показника EVA:

$$EVA = NOPAT_{\text{скор.}} - WACC \cdot CE_{\text{скор.}} \quad (1),$$

$$EVA = OP + \text{корекції} - WACC \cdot CE_{\text{скор.}} \quad (2),$$

$$EVA = (ROCE_{\text{скор.}} - WACC) \cdot CE_{\text{скор.}} \quad (3),$$

де *OP* — (operating profit) прибуток від основної (поточної) діяльності;

CE_{скор.} (capital employed) — скоректований інвестований капітал;

NOPAT_{скор.} — (net operating profit after taxes) — прибуток від основної діяльності після сплати податку на прибуток;

WACC (weighted average cost of capital) — середньозважені витрати на капітал;

ROCE_{скор.} — (return of capital employed) — рентабельність скоректованого інвестованого капіталу.

$$ROCE_{\text{скор.}} = \frac{NOPAT_{\text{скор.}}}{CE_{\text{скор.}}} \quad (4).$$

Стерн і Стюарт розробили 164 коректування, які можуть бути використані при розрахунку EVA. Компанія Stern&Stewart щорічно публікує рейтинг найбільших 1000 компаній на основі показника EVA, але, на жаль, сам розрахунок показника економічної доданої вартості залишається закритою інформацією. У зв'язку з чим в науковому і професійному середовищі не утихають спори з приводу необхідності здійснення коректувань узагалі і про набір цих коректувань. У 1997 р. Кен Юк запропонував наближений спосіб розрахунку показника EVA на основі щорічної звітності компаній, який є зручнішим для проведення економічних досліджень, а також при вирішенні практичних завдань фінансового менеджменту.

Більшість коректувань відносяться до того, що розробники EVA називають еквівалентами власного капіталу (equity equivalents) — це витрати на дослідження і розробки, резерви, відкладені податки і goodwill, або боргові еквіваленти (debt equivalents) — лізинг.

У більшості пострадянських країн, крім України, до нематеріальних активів належать: придбана ділова репутація (гудвіл); організаційні витрати, пов'язані зі створенням юридичної особи. У п. 10 МСФЗ 38 зазначається, що поняття нематеріального активу потребує чіткого визначення для розрізнення з поняттям гудвіла. Існує внутрішня створена ділова репутація і ділова репутація, яка виникає при об'єднанні підприємств. Внутрішня ділова репутація не визнається нематеріальним активом і не відображається в обліку як актив, оскільки не є ідентифікованим ресурсом, не контролюється підприємством і не може бути надійно оцінена. Ділова репутація як актив виникає і відображається в обліку тільки при купівлі іншого підприємства як майнового комплексу. Різниця між сплаченою сумою та вартістю придбаних активів і зобов'язань є діловою репутацією.

Податковий Кодекс України визначає гудвіл (вартість ділової репутації) як нематеріальний актив, вартість якого визначається як різниця між ринковою ціною та балансовою вартістю активів підприємства як цілісного майнового комплексу, що виникає в результаті використання кращих управлінських якостей, домінуючої позиції на ринку товарів, послуг, нових технологій тощо. Вартість гудвілу не підлягає амортизації і не враховується під час визначення витрат платника податку, щодо активів якого виник такий гудвіл.

В Україні гудвіл, згідно з П(С)БО 19 "Об'єднання підприємств", був вилучений зі складу нематеріальних активів і обліковується окремо на рахунку 19 "Гудвіл". Він визначається як перевищення вартості придбання над часткою покупця у справедливій вартості придбаних ідентифікованих активів, зобов'язань і непередбачених зобов'язань на дату придбання. Кризові явища в економіці, непередбачуваність вартості підприємства на ринках капіталу і фондових ринках можуть бути вагомим аргументом формалізованого надання інформації про величину гудвілу підприємства в офіційній публічній звітності підприємства, підтвердженій незалежним аудитом [9].

На основі української публічної звітності, на жаль, неможливо здійснити наступні коректування: на капіталізацію витрат на дослідження і розробки, витрати на створення бренду. У розділі V "Доходи і витрати" ф. 5 "Примітки до фінансової звітності" такі витрати не виділяються. Решта коректувань цілком здійснима. Розрахунок показників економічного прибутку ґрунтується на інформації про результати діяльності компанії, яка міститься у фінансовій звітності.

Центральний момент вартісної моделі аналізу — визнання можливості вибору напрямів

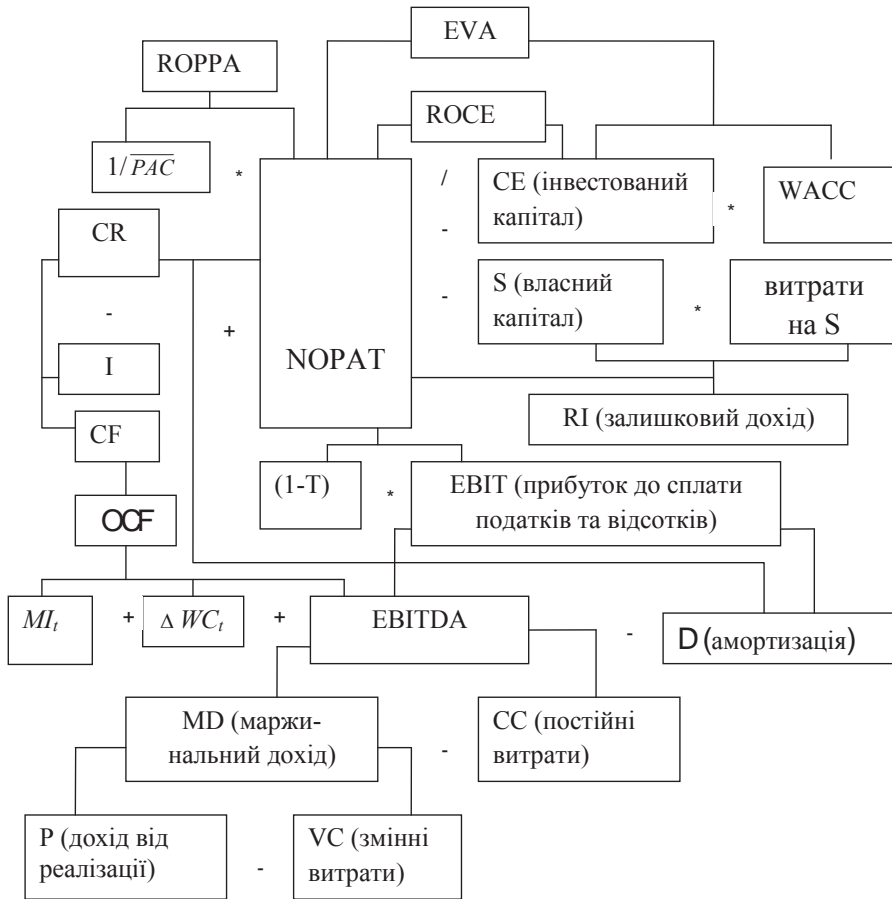


Рис. 1. Дерево вартості

вкладень капіталу інвесторами. Під необхідною прибутковістю інвестицій розуміється альтернативна прибутковість, доступна інвесторові, тобто прибутковість по альтернативних варіантах вкладення на ринку з урахуванням того ж класу ризику. Розвинений ринок капіталу забезпечує дотримання принципу "за рівний ризик — рівний рівень прибутковості".

Концепція вартісно-орієнтованого менеджменту (VBM) є системним підходом до управління корпоративними фінансами. Важливим етапом запровадження VBM є: побудова дерева факторів вартості. Специфіка діяльності кожної окремої компанії потребує використання у якості контрольних різних за суттю інструментів: одні можуть відображати управління нематеріальними ресурси, інші навпаки — товарним виробництвом. Основний принцип побудови дерева факторів вартості полягає у зведенні в єдину площину координат економічних результатів діяльності компанії та фінансових показників, обрахованих на підставі отриманої інформації. Практична значимість дерева факторів вартості полягає у можливості систематизувати різноманітні чинники, що впливають на результативність роботи компанії та використати отриману базу даних при розробці стратегії розвитку компанії. Побудова дерева факторів

вартості дозволяє сконцентрувати увагу та зусилля менеджменту на ключових точках управління компанією (рис. 1).

Одна з ключових відмінностей EVA від інших показників ефективності, таких як чистий прибуток на акцію (EPS), прибуток до сплати податків, відсотків, зносу і амортизації (EBITDA) і прибуток на інвестований капітал (ROCE), полягає в тому, що вона враховує всі витрати на ведення бізнесу: фактичні (явні) і альтернативні (неявні) витрати. Таким чином, вона дозволяє інвесторам порівняти прибутковість, яку приносить капітал компанії, з альтернативними витратами вкладення своїх коштів. Облік всіх витрат дає можливість коректно оцінювати фундаментальну вартість компанії, зростання якої і є підсумковою метою будь-якої корпоративної стратегії.

Невід'ємним елементом VBM є система мотивації, заснована на вартісних показниках, як критеріїв оцінювання. Однією з складових системи управління вартістю є винагорода тих осіб, які впливають своїми рішеннями на стратегічну ефективність бізнесу. На основі показника EVA будуються механізми винагороди керівників на рівні всієї компанії і відповідальних осіб за окремі підрозділи. Використання єдиного показника для оцінки ефективності компанії і для винагороди приводить до того, що у менеджерів з'являються стимули створювати вартість для інвесторів, оскільки велика вартість означатиме для них і великі бонуси.

Основними чинниками, що впливають на вірогідність виходу на IPO, є великі можливості зростання у компаній в галузі і велика потреба в додатковому капіталі для інвестицій. Також підприємці використовують вдалу кон'юнктуру на ринку для підвищення вартості компанії і залучення коштів. Вірогідність виходу на IPO позитивно залежить від розміру компанії, темпів її зростання і прибутку. Існує відмінність в мотивах виходу на IPO для незалежних компаній і дочок великих компаній, що мають доступ до дешевого капіталу материнської компанії. Для незалежних компаній вихід на IPO вірогідніший після періоду здійснених великих інвестицій і

періоду бурхливого зростання, оскільки IPO веде до зниження величини важеля і інвестицій. Таким чином, для них IPO — спосіб зміни структури капіталу компанії. Для дочірніх компаній IPO є можливістю отримати нові кошти і використовувати "вікна можливостей".

Ухвалюючи рішення про публічну пропозицію акцій, власники і керівництво компанії беруть на себе наступні зобов'язання: розкриття інформації, що означає деяку втрату конфіденційності; готовність до того, що котирування акцій компанії будуть схильні до загальних коливань фондового ринку; необхідність відповідати очікуванням ринку, акціонерів і інститутів фінансової інфраструктури; обмеження на операції з акціями компанії для інсайдерів. Але компанія отримує наступні переваги: поліпшення фінансового положення (залучення нових засобів, диверсифікація фінансових джерел); зростання вартості акцій; можливість залучення коштів через додаткові випуски акцій в майбутньому (можливо, продаж акцій за вищою ціною); зростання кредитного рейтингу, що визначає зниження вартості запозичень і, у свою чергу, веде до оптимізації середньозваженої вартості капіталу і зростання вартості бізнесу. Крім іншого підготовка до IPO може послужити каталізатором, завдяки якому буде, нарешті, сформульована стратегія розвитку компанії, збудована чітка і логічна оргструктура, розкрито і вирішено багато наболілих проблем, проведений аудит по міжнародних стандартах, підвищена якість корпоративного управління.

Далі з урахуванням зростання вартості компанії розраховуються очікувані дивіденди для кожного періоду володіння акціями. Значень, що після чого набувають, і завершального потоку (потік від продажу) приводяться по ставці необхідної прибутковості до поточного періоду.

Виділяють три альтернативні стратегії управління вартістю компанії:

- стратегію фундаментального зростання, що має на увазі збільшення вартості за рахунок поліпшення фундаментальних показників компанії;

- стратегію організаційного зростання, пов'язану зі збільшенням вартості за рахунок поліпшення практики корпоративного управління;

- змішану стратегію, що включає збільшення вартості за рахунок одночасного поліпшення як фундаментальних показників, так практики корпоративного управління.

Корпоративне управління в Україні може виступити механізмом стратегічного управління вартістю компанії. Управління вартістю компанії має бути визначено як ключове завдання з погляду ефективного власника, кон-

цепція value based management має інтегруватися в систему управління компанією, а менеджментом мають бути поставлені завдання по створенню ліквідної вартості компанії і її максимізації. Основні етапи формування системи стратегічного управління вартістю компанії:

Етап 1. Формалізація (створення моделі вартості компанії) — проведення глибокої діагностики бізнес-процесів компанії, виявлення основних драйверів вартості компанії, побудова формальних і емпіричних моделей, що описують вплив ключових драйверів на вартість; створення комплексної моделі вартості компанії.

Етап 2. Розробка середньо- і довгострокової стратегії розвитку і максимізації вартості компанії — оцінка потенціалу зростання вартості за рахунок різних драйверів, аналіз економічної ефективності різних альтернативних стратегій зростання вартості, вибір оптимальної стратегії (або ключових стратегічних альтернатив).

Етап 3. Бюджетування вартості (strategic value budgeting) — формування генерального бюджету вартості (програми формування цільових показників збільшення ринкової вартості компанії на певні періоди), розробка плану заходів щодо реалізації оптимальної стратегії, визначення необхідних бюджетів виконання, призначення відповідальних осіб, вибір зовнішніх консультантів тощо.

Етап 4. Реалізація стратегії — здійснення комплексу управлінських дій, направлених на досягнення ключових показників вартості компанії.

Етап 5. Звітність про вартість (value reporting) — підготовка і інтеграція в загальну звітність компанії спеціальних звітів про вартість, орієнтація річного звіту компанії на вартісні показники. Звітність про вартість повинна відображати аналіз результатів, досягнутих в збільшенні вартості компанії, а також давати оцінку чинників, за рахунок яких була підвищена її ринкова вартість. На базі даних звітів необхідно проводити коректування оцінних моделей, заходів і, якщо це потрібно, стратегії. Іншими словами, це дозволяє проводити системний і циклічний процес самонавчання компанії в управлінні своєю вартістю.

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ В ДАНОМУ НАПРЯМІ

1. Обґрунтовано методичний підхід до управління корпорацією на основі вартісних теорій (додана акціонерна вартість SVA, економічна додана вартість EVA, ринкова додана вартість

MVA, економічний прибуток, додана грошова вартість CVA, модифікована CVA (MCVA)), який полягає у їх адаптації до умов підготовки фінансової звітності за національними стандартами, побудові дерева факторів вартості як зведення в єдину площину координат економічних результатів діяльності компанії та фінансових показників, визначенні етапів формування системи стратегічного управління вартістю компанії, а також факторів, які впливають на ефективність розміщення акцій (грошові потоки та їх ризики, виплата дивідендів, знижки за ліквідність).

2. Розроблено науково-практичні рекомендації щодо вартісного управління корпорацією, виділено три альтернативні стратегії управління вартістю компанії: фундаментального зростання; організаційного зростання; змішану стратегію. Виділено етапи формування системи стратегічного управління вартістю компанії: створення моделі вартості, формування стратегії, бюджетування вартості, реалізація стратегії, звітність про вартість. Формалізовано підходи до ухвалення рішення щодо виходу на IPO, виходячи з максимізації вартості компанії.

Перспективами подальших досліджень є розробка пропозицій щодо врахування галузевих особливостей при визначенні вартості корпорації.

Література:

1. Глен А. Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям и методам [Текст] / О.Б. Максимова (науч. ред.), М.А. Епанов (пер. с англ.). — Д.: Балнс Бизнес Букс, 2007. — 752 с.
2. Грюнинг Х. Анализ банковских рисков: Система оценки корпоративного управления и управления финансовым риском [Текст] / Х. Грюнинг, С. Брайович, К.Р. Тагирбеков. — М.: Весь Мир, 2003. — 289 с.
3. Пайк Р. Корпоративные финансы и инвестирование [Текст] / Р. Пайк, Б. Нил. — 4-е изд. — СПб.: Питер, 2006. — 783 с. — (Серия "Академия финансов").
4. Грапко Н.В. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами підприємств [Текст] / Н.В. Грапко // Наукові праці КНТУ. — Сер. Економічні науки — 2010. — Вип. 17. — С. 35—46.
5. Суржик В.Г. Фінанси в корпоративному управлінні [Текст] / В.Г. Суржик // Науковий вісник ЧДІЕУ. — 2010. — № 2 (6). — С. 174—181.
6. Нефёдов Д.А. Методы аппроксимации и количественной оценки издержек финансовой неустойчивости [Текст] / Д.А. Нефёдов // Корпоративные финансы. — 2008. — № 3 (7). — С. 62—67.

7. Чиркова Е.В. Феномен Уоррена Баффета с позиций современной финансовой теории, или роль имиджа в его инвестиционной стратегии [Текст] / Е.В. Чиркова // Корпоративные финансы. — 2008. — № 1 (5). — С. 34—48.

8. Слияния и поглощения [Текст]: [сб. статей] / Р. Айелло [и др.]; пер. с англ. Е. Пестерева. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 194 с.

9. Цікало Є.І. Аналіз нормативно-правової бази обліку гудвілу [Електронний ресурс] / Є.І. Цікало, М.В. Плекан // Економіка Криму. — 2009. — № 28. — Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Ekonk/2009_28/tsikalopdf

References:

1. Glen, A. (2007), *Rukovodstvo po korporativnym finansam: posobie po finansovym rynkam, reshenijam i metodam* [The Handbook of Corporate Finance: A Business Companion to Financial Markets, Decisions & Techniques], Balns Biznes Buks, Dnepropetrovsk, Ukraine.
 2. Grjuning, H. (2003), *Analiz bankovskih riskov: Sistema ocenki korporativnogo upravlenija i upravlenija finansovym riskom* [Analyzing Banking Risk. A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk Management], Ves' Mir, Moskow, Russia.
 3. Pajk, R. (2006), *Korporativnye finansy i investirovanie* [Corporate finance and Investment: Decisions and Strategies], Piter, Saint Petersburg, Russia.
 4. Hrapko, N.V. (2010), "The conception of the cost-oriented management of the enterprise finance", *Naukovi pratsi KNTU, Ser. Ekonomichni naukyiu*, vol. 17, pp. 35—46.
 5. Surzhyk, V. H. (2010), "Corporate finances: theoretical and practical aspects", *Naukovyj visnyk ChDIEU*, vol. 2 (6), pp. 174—181.
 6. Nefjodov, D. A. (2008), "Approximation methods and quantify the costs of financial instability", *Korporativnye finansy*, vol. 3 (7), pp. 62—67.
 7. Chirkova, E.V. (2008), "Warren Buffett phenomenon from the position of modern financial theory, and the role of image in its investment strategy", *Korporativnye finansy*, vol. 1 (5), pp. 34—48.
 8. Ajello, R. (2007), *Slijanija i pogloshhenija* [Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions], Al'pina Biznes Buks, Moskow, Russia.
 9. Tsikalo Ye. I. (2009), "Analysis of the legal framework of accounting goodwill", *Ekonomika Krymu*, [Online], vol. 28, available at: http://vvv.nbu.gov.ua/portal/sots_gum/Ekonk/2009_28/tsikalopdf (Accessed 5 September 2015).
- Стаття надійшла до редакції 29.09.2015 р.*