

ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ VALUE ORIENTED FINANCIAL MANAGEMENT OF ENTERPRISES

UDK 338.2: 336.6

DOI: <https://doi.org/10.32843/bses.48-73>**Давиденко Н.М.**

д.е.н., професор

Національний університет біоресурсів
і природокористування України**Жовніренко О.В.**

к.е.н.

Київський кооперативний інститут
бізнесу і права**Davydenko Nadiia**

National University of Life

and Environmental Sciences of Ukraine

Zhovniренко OlenaKyiv Cooperative Institute
of Business and Law

У статті розкрито сутність вартісно-орієнтованого управління, встановлено, що воно спрямовано на врахування інтересів усіх суб'єктів, зацікавлених у діяльності підприємства, забезпечення його майбутнього розвитку, об'єднання зусиль менеджерів на всіх внутрішньо корпоративних рівнях управління задля досягнення позитивного результату. Доведено, що для прийняття обґрунтованих рішень із використанням вартісно-орієнтованого управління на підприємстві необхідно мати чітке уявлення про теоретичні засади вартісних концепцій. Висвітлено специфіку застосування на практиці концепції вартісно-орієнтованого управління (Value Based Management, VBM), що є управлінням розвитком підприємства, що проводиться шляхом моніторингу та оцінювання майбутньої вартості його активів з урахуванням попередніх надходжень коштів та інших економічних витрат. Зазначено, що необхідними умовами впровадження вартісно-орієнтованого управління є прозорість бізнесу й своєчасна діагностика проблемних процесів діяльності, що дає можливість адекватно та швидко реагувати на зміни як зовнішнього, так і внутрішнього середовища функціонування підприємства.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління, вартість підприємства, вільний грошовий потік, додана економічна вартість, ринкова вартість.

В статье раскрыта сущность ценностно-ориентированного управления, установ-

лено, что оно направлено на учет интересов всех субъектов, заинтересованных в деятельности предприятия, обеспечении его будущего развития, объединение усилий менеджеров на всех внутрикорпоративных уровнях управления с целью достижения положительного результата. Доказано, что для принятия обоснованных решений с использованием ценностно-ориентированного управления на предприятии необходимо иметь четкое представление о теоретических основах стоимостных концепций. Освещена специфика применения на практике концепции ценностно-ориентированного управления (Value Based Management, VBM), которое является управлением развитием предприятия, которое проводится путем мониторинга и оценивания будущей стоимости его активов с учетом предыдущих поступлений средств и других экономических затрат. Указано, что необходимыми условиями внедрения ценностно-ориентированного управления являются прозрачность бизнеса и своевременная диагностика проблемных процессов деятельности, что позволяет адекватно и быстро реагировать на изменения как внешней, так и внутренней среды функционирования предприятия.

Ключевые слова: ценностно-ориентированное управление, стоимость предприятия, свободный денежный поток, добавленная экономическая стоимость, рыночная стоимость.

Cost-oriented management and its core components are key tools for effective and sustainable development of business entities. The purpose of the study is to determine the effectiveness of value-oriented enterprise management and to select a system of indicators for evaluating the processes of enterprise development. The article reveals the essence of value-oriented management and finds that it aims at taking into account the interests of all subjects interested in the activity of the enterprise, ensuring its future development, uniting the efforts of managers' at all internal corporate levels of management in order to achieve a positive result. It is proved that in order to make sound decisions using cost-oriented management at the enterprise, it is necessary to have a clear understanding of the theoretical principles of value concepts. The specifics of the implementation of the concept of value-based management (VBM), which is the management of the development of an enterprise, which is carried out by monitoring and evaluating the future value of its assets, taking into account previous cash flows and other economic costs. The ways of implementation of cost-oriented management at Ukrainian enterprises are determined. Identification and modeling of value management system provides transparency of management, identification of problematic processes of functioning, and their further optimization, which leads to increase of efficiency of activity of the enterprise. A necessary condition for the implementation of cost-oriented management is business transparency and timely diagnostics of problematic processes of activity, which gives an opportunity to respond adequately and quickly to changes, both external and internal environment of the company. It is noted that the concept of value-oriented management is a systematic approach to corporate finance management. The large number of value-oriented models against the background of financial illiteracy and the unwillingness to risk and completely change the management system impedes the development of domestic enterprises.

Key words: value-oriented management, enterprise value, free cash flow, added economic value, market value.

Постановка проблеми. Розвиток світових ринків, глобалізація економіки зусиллями професійних топ-менеджерів змінили погляд на управління компанією. Змінюють свій зміст напрями аналізу результатів діяльності, адже в умовах сучасних викликів увага зосереджується на тих аспектах діяльності підприємства, які дають змогу не стільки максимізувати поточні прибутки, скільки забезпечити їх зростання в майбутньому. Поступово відбувається трансформація цілей діяльності підприємства від оперативних, досягнення яких характеризується отриманням позитивного фінансового результату, а саме прибутку, до стратегічних, що тісно пов'язані з інтересами власників, а саме тривалим та успішним функціо-

нуванням компанії, як наслідок, зростанням її вартості [8, с. 234–235].

Отже, саме вартісно-орієнтоване управління та його основні складові є ключовими інструментами ефективного та стабільного розвитку підприємств, адже вартісно-орієнтована система управління передбачає здійснення комплексного економічного, аналітичного, графічного, програмного обґрунтування щодо вибору найбільш ефективного варіанта стратегічного розвитку підприємства.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Перші згадки щодо вартісного підходу можна знайти у працях відомих економістів, зокрема Д. Аакера, Т. Коллера, Т. Коупленда, А. Маршалла, Дж. Мурріна, Ж. Роя, М. Скотта, Дж. Фішмена, К. Уолша,

Дж. Хітчнера. Окремі питання вартісно-орієнтованого управління розглядалися у працях вітчизняних науковців, зокрема в роботах К. Богацької, А. Коваленка, О. Мендрула, Т. Момот, О. Терещенка, В. Чепки, М. Чумаченка, Г. Швиданенко, Н. Шевчук.

Сьогодні науковцями не досить систематизовано показники вартісної оцінки, не визначено напрями використання концепції вартісно-орієнтованого управління в процесах розвитку підприємства для подальшого планування та прогнозування його діяльності, що є визначальними моментами його ефективного функціонування та розвитку. Це підтверджує актуальність дослідження проблеми вартісно-орієнтованого управління розвитком підприємства.

Постановка завдання. Метою статті є визначення ефективності вартісно-орієнтованого управління підприємством та вибір системи показників оцінювання процесів розвитку підприємства.

Виклад основного матеріалу дослідження. Вартісно-орієнтоване управління є специфічним підходом до управління, що націлений на максимізацію акціонерної вартості підприємства. Сутність цієї концепції полягає в тому, що управління підприємством у довгостроковій перспективі має бути спрямовано на підвищення його вартості. Стратегія, цілі, бізнес-процеси, показники оцінювання діяльності, винагороди визначаються на основі аналізу їх впливу на зміну вартості для акціонерів. Головна відмінність вартісних показників від традиційних полягає в тому, що показники мають свідчити про зміну вартості для постачальників капіталу (передусім, власників, акціонерів) у звітному періоді. Іншими словами, VBM-показники чітко та однозначно характеризують, наскільки ефективно компанія задовольняє потребу щодо максимізації добробуту власників [2].

Концепція управління вартістю розкриває широкі можливості для реалізації функцій менеджменту на підприємстві, адже широкий перелік показників вартості (чистий залишковий прибуток – RE, економічний прибуток – EP, додана економічна вартість – EVA, додана грошова вартість – CVA, додана акціонерна вартість – SVA, ринкова вартість – MV, стратегічна вартість – SV тощо) дає змогу диференційовано підходити до вибору цільових критеріїв та вибирати методи управління, які будуть найбільш вдало відповідати умовам, у яких функціонує підприємство, враховувати його масштаби та специфіку діяльності. Саме ці переваги обумовлюють те, що управління вартістю як концепція менеджменту набуває все більшого визнання та використання не лише у фінансово розвинених країнах, але й у країнах з недостатньо розвиненими фінансовими ринками [1].

Одним із головних завдань вартісно-орієнтованого управління є сприяння довгостроковому розвитку компанії через координацію прийняття

стратегічних рішень та відповідну мотивацію менеджменту [5]. Це пов'язано з тим, що вартість компанії визначається сумою майбутніх грошових потоків.

Основними перевагами вартісно-орієнтованого управління є те, що воно найбільшою мірою відповідає природним інтересам власників бізнесу щодо максимізації вартості їх капіталу через покращення роботи підприємства; власники підприємств, намагаючись покращити добробут, забезпечують прийняття управлінських рішень, що враховують інтереси зацікавлених осіб, сприяючи появі інтересу розвиватись для всіх учасників ринку; вартість як економічна категорія може використовуватися на всіх рівнях управління підприємством, виступати мірою результативності процесів управління підприємством; орієнтація на вартість створює дієві важелі залучення капіталу задля подальшого розвитку [2].

Специфіка вибору методу оцінювання вартості процесів розвитку підприємства визначається завданням, яке ставиться до результатів оцінювання. Зокрема, результати оцінювання процесів розвитку підприємства повинні відповідати таким вимогам [9]:

- можливість визначення майбутньої вартості активів підприємства;
- можливість визначення максимальної вартості накопичення прибутків від залучення коштів у минулому;
- визначення часового порогу накопичення додаткової вартості від залучених коштів.

Все це дасть змогу оцінити процеси розвитку як якісну зміну стану процесів функціонування підприємства, розкрити послідовність накопичення та збільшення вартості активів як одного з головних елементів підвищення рівня вартості підприємства.

Одним з методів VBM є розрахунок вільних грошових потоків (Free Cash Flow, FCF) підприємства, під якими можна розуміти кошти, які забезпечують повернення капіталу його власникам, тобто це є сумою грошових коштів, доступною для інвесторів підприємства. Зрозуміло, що грошові потоки генеруються операціями підприємства та інвестиціями в активи, а також відповідають грошовим потокам, які виплачуються інвесторам [3].

З боку підприємства вільний грошовий потік відповідає його грошовим потокам від операційної діяльності після сплати податків за мінусом всіх додаткових інвестицій в операційні активи підприємства.

Отже, алгоритм розрахунку вільного грошового потоку підприємства можна записати таким чином:

- 1) операційний прибуток + амортизація = прибуток до сплати податків з амортизацією (EBITDA);
- 2) EBITDA – сплачені податки = грошовий потік від операційної діяльності після оподаткування;
- 3) грошовий потік від операційної діяльності після оподаткування – інвестиції в оборотний капітал (оборотні активи – поточні зобов'язання) –

інвестиції в основні засоби – інвестиції в інші довгострокові активи = вільний грошовий потік (FCF) [9].

Розрахуємо вільний грошовий потік для ПІІ «Г.К. Хан і Ко. Київ» (табл. 1).

У 2016 та 2018 рр. у підприємства зі 100% іноземних інвестицій «Г.К. Хан і Ко. Київ» FCF є позитивним (найбільше значення зафіксовано у 2016 р., а саме 43813,3 тис. грн.) здебільшого через те, що поточні активи значно перевищують поточні зобов'язання. Це свідчить про те, що підприємство повністю погашає свої короткострокові зобов'язання. Проте дані табл. 1 свідчать про те, що за досліджуваний період спостерігається тенденція щодо суттєвого зниження вільного грошового потоку на 44%, що є негативним сигналом для власників та інвесторів підприємства.

Концепція вільних грошових потоків є основою управління, заснованого на вартості. Незалежно від сфери функціонування підприємства вільні грошові потоки мають перебувати в центрі уваги менеджерів, які повинні спрямувати свої управлінські рішення на оптимізацію стратегічних змін для підвищення вартості підприємства. Розглянутий метод оцінювання вартості підприємства є досить вагомим інструментом прийняття рішень, який водночас має певні недоліки. Зокрема, проблемним місцем аналізу вільного грошового потоку є те, що він не має вагомого критерія ефективності щорічної поточної діяльності та може мати від'ємне значення за досить успішної діяльності. Це може бути викликано високим рівнем інвестицій в прибуткове підприємство або, навпаки, низьким рівнем операційного прибутку. Крім того, цей метод варто застосовувати комплексно з іншими методами концепції VBM [6].

Відомим показником оцінювання вартості підприємства є економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA). Показник EVA характеризує з фінансової точки зору якість прийнятих управлін-

ських рішень, що особливо важливо знати під час управління підприємством. На нашу думку, під час оцінювання процесів на підприємстві важливим є те, що EVA враховує не тільки кінцевий результат (розмір отриманого прибутку), але й те, якою «ціною» він був отриманий (який обсяг капіталу на це був витрачений).

Так, для прикладу розрахуємо показник EVA для ПІІ «Г.К. Хан і Ко. Київ» за 2016–2018 рр. Формула розрахунку EVA:

$$EVA = NOPAT_t - (WACCs * IKt) \quad (1)$$

Отже, за результатами проведених розрахунків прибуток перед сплатою відсотків та після оподаткування для підприємства (NOPAT) ПІІ «Г.К. Хан і Ко. Київ» за 2016–2018 рр. становить 1286,5; 66,0 та 2107,7 тис. грн. відповідно (табл. 2).

Так, порівнюючи дані табл. 1 та 2, ми бачимо зворотну тенденцію. Так, NOPAT за досліджуваний період зріс на 164%, тоді як FCF знизився майже вдвічі. Перш ніж зробити висновки, проведемо розрахунок обсягу інвестованого капіталу (IKt) для ПІІ «Г.К. Хан і Ко. Київ» за 2016–2018 рр. (табл. 3).

Оскільки статутний та додатковий капітал протягом досліджуваного періоду не змінювались, то за WACC візьмемо ставку за кредитами банку для юридичних осіб ($\approx 27\%$) та скоригуємо її на податковий щит (18%). Отже, WACC для досліджуваного підприємства становитиме 22,14%.

Розрахуємо показник EVA.

$$1286,5 - 25754,9 * 0,2214 = -4415,6 \text{ тис. грн. за 2016 р.};$$

$$66 - 24217,5 * 0,2214 = -5295,8 \text{ тис. грн. за 2017 р.};$$

$$2107,7 - 25372 * 0,2214 = -3509,7 \text{ тис. грн. за 2018 р.}$$

Як бачимо, показник EVA має від'ємне значення, що свідчить про зменшення реальної вартості ПІІ «Г.К. Хан і Ко. Київ». Така тенденція свідчить про

Таблиця 1

Розрахунок FCF для підприємства «Г. К. Хан і Ко. Київ» за 2016–2018 рр., тис. грн.

Показник	Формула розрахунку	2016 р.	2017 р.	2018 р.
ЕВІТДА	Операційний прибуток + амортизація	58 655,2	40 300,6	41 631,1
Грошовий потік від операційної діяльності після оподаткування	ЕВІТДА – сплачені податки	57 964,7	40 164,1	41 408,9
Вільний грошовий потік (FCF)	Грошовий потік від операційної діяльності після оподаткування – робочий капітал – інвестиції в ОЗ – інвестиції в інші довгострокові активи	43 813,3	24 285,2	24 707,0

Таблиця 2

Розрахунок NOPAT для ПІІ «Г. К. Хан і Ко. Київ», тис. грн.

Розрахунок NOPAT	2016 р.	2017 р.	2018 р.
Фінансові результати від операційної діяльності (прибуток)	1 977,0	202,5	2 329,9
+ Інші фінансові доходи	–	–	–
(-) Податок на прибуток	690,5	136,5	222,2
= Прибуток перед сплатою відсотків та після оподаткування	1 286,5	66,0	2 107,7

Розрахунок ІК для ПІІ «Г. К. Хан і Ко. Київ», тис. грн.

Розрахунок ІКт	2016 р.	2017 р.	2018 р.
Сума активів підприємства на кінець попереднього періоду	27 448,5	29 158,5	37 462,3
забезпечення наступних витрат та платежів	(28,9)	(23,2)	(18,5)
кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	(1 913,1)	(2 856,2)	(10 588,6)
поточні зобов'язання за розрахунками	(781,3+345,6)	(348,7+345,4)	(53+53)
інші зобов'язання, на які не нараховуються відсотки	(1 375,3)	(1 367,5)	(1 377,2)
= інвестований капітал	25 754,9	24 217,5	25 372

те, що компанія має певні фінансові труднощі, а менеджменту потрібно переглядати фінансову політику підприємства, тобто управління процесами розвитку ПІІ «Г.К. Хан і Ко. Київ» є неефективним.

Як альтернативний варіант показника EVA останнім часом у практиці управління вартістю компанії використовується модель Cash Value Added (CVA) [9].

$$CVA = NOCF - GI, \quad (2)$$

де NOCF – чистий грошовий потік від операційної діяльності, очищений від податків; GI – валові інвестиції.

В основі цієї моделі лежить концепція залишкового доходу. Показник CVA також називають Residual Cash Flow (RCF). На думку більшості науковців та фахівців у галузі фінансів, цей критерій створення вартості є найкращим за всі інші, тому що як віддача від інвестованого капіталу використовуються грошові потоки [4].

Для ПІІ «Г.К. Хан і Ко. Київ» показник CVA дорівнює:

$$1\,286,5 - (18\,221,1 - 4\,069,7) = \\ = -12\,864,9 \text{ тис. грн. за 2016 р.};$$

$$66 - (20\,451,3 - 4\,572,4) - 54,7 = \\ = -15\,867,6 \text{ тис. грн. за 2017 р.};$$

$$2\,107,7 - (29\,145,3 - 12\,018,8) - 75,4 = \\ = -14\,943,4 \text{ тис. грн. за 2018 р.}$$

Відповідно, чим вище значення показника, тим краще для інвесторів, оскільки позитивне значення свідчить про збільшення вартості компанії, а від'ємне (як у нашому випадку) – про дефіцит планового грошового потоку, який потрібний для покриття стратегічних інвестицій.

Таким чином, лише значення вільного грошового потоку на досліджуваному підприємстві має позитивні результати, а економічна та грошова додана вартість сигналізують про те, що топ-менеджменту терміново слід переглядати фінансову політику підприємства.

Впровадити VBM для вітчизняних підприємств можна такими двома шляхами:

- «шоковий», який передбачає впровадження концепції VBM відразу у всій компанії одночасно;
- поступовий, який передбачає впровадження так званого пілотного проєкту в одному з підрозділів,

що дає змогу одержати необхідний досвід і перекопати решту зацікавлених сторін у користі VBM [1].

Вважається, що приблизний термін переходу на VBM становить один рік. Ключовим моментом у процесі переходу до VBM є створення системи показників, яка дає змогу робити висновки стосовно зміни вартості компанії. Ці показники мають бути інтегровані в систему фінансової звітності, а також у систему фінансового планування й бюджетування на підприємстві. Проте впровадження VBM має певні обмеження, пов'язані з галузевими особливостями підприємств [7].

Результати, отримані в ході застосування різних методів, має більшу інформативність для менеджменту компанії, ніж результати, отримані одним методом, або усереднена величина всіх результатів. Завдяки комплексному підходу усуваються недоліки окремо вибраної моделі. Окрім того, область вартісних показників є відносно новим напрямом в оцінюванні ефективності управління процесами на підприємстві.

Незважаючи на всі наведені переваги вартісно-орієнтованого управління, запровадження цієї концепції на більшості вітчизняних підприємств передбачає виникнення досить значних проблем та суперечностей, оскільки, крім обмеженості практичного використання інструментів вартісно-орієнтованого управління через необізнаність та фінансову неграмотність, є об'єктивні зовнішні чинники, які ускладнюють застосування цієї моделі.

Висновки з проведеного дослідження. Підсумовуючи вищенаведене, зазначимо, що концепція вартісно-орієнтованого менеджменту є системним підходом до управління корпоративними фінансами. Основним завданням формування вартісно-орієнтованої системи управління розвитком підприємства має стати перехід на новий рівень менеджменту. По-перше, слід застосовувати консолідацію стратегічних напрямів розвитку за єдиним критерієм оцінювання, що дасть змогу зменшити імпліцитність систем визначення ефективності функціонування процесів, по-друге, варто збільшувати рівень адаптивності впровадження незалежно від організаційної структури діяльності, по-третє, треба переходити від аналітичних моделей прогнозування до імітаційних, що дасть змогу врахувати альтернативи розвитку та їх наслідки.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Багацька К. Теоретичні основи і практичні аспекти вартісно-орієнтованого підходу в управлінні фінансами. *Вісник Сумського аграрного університету. Серія «Фінанси»*. 2012. № 8. С. 53–60.
2. Захарін О. Вартісно-орієнтоване управління на основі стейкхолдерського підходу в контексті інноваційного розвитку підприємства. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. № 10(160). С. 149–157.
3. Коваленко А. Вартісно-орієнтоване управління як новий підхід менеджменту. *Вісник Криворізького економічного інституту КНЕУ*. 2011. Вип. 4(28). С. 63–66.
4. Мендрул О. Управління вартістю підприємств : монографія. Київ : КНЕУ, 2002. 272 с.
5. Момот Т. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження : монографія. Харків : ХНАМГ, 2006. 380 с.
6. Новикова І. Теоретичні основи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства. *Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми та практики*. 2012. № 3(19). С. 106–116.
7. Терещенко О., Савчук Д. Вартісно-орієнтований контролінг – інноваційний ресурс управління корпоративними фінансами. *Фінанси України*. 2011. № 12. С. 77–88.
8. Чепка В., Павлюк Т. Проблеми та перспективи впровадження вартісно-орієнтованого управління на вітчизняних підприємствах. *Причорноморські економічні студії*. 2016. Вип. 10. С. 234–238.
9. Швиданенко Г., Шевчук Н. Управління капіталом підприємства : навчальний посібник. Київ : КНЕУ, 2007. 436 с.

REFERENCES:

1. Bogatskaya K. (2012) Teoretychni osnovy i praktychni aspekty vartisno-oriietovanoho pidkhodu v upravlinni finansamy [Theoretical frameworks and practical aspects of a cost-oriented approach to finan-

cial management]. *Bulletin of Sumy Agrarian University. Finance Series*, no. 10, pp. 53–60.

2. Zakharin O. (2014). Vartisno-oriietovane upravlinnia na osnovi steikkholderskoho pidkhodu v konteksti innovatsiinoho rozvytku pidpriemstva [Value-based management based on a stakeholder approach in the context of enterprise innovation development]. *Current problems of the economy*, no. 10, pp. 149–157.

3. Kovalenko A. (2011). Vartisno-oriietovane upravlinnia yak novyi pidkhid menezhmentu [Cost-oriented management as a new management approach]. *Bulletin of Kryvyi Rih Economic Institute of KNEU*, no. 4, pp. 63–66.

4. Mendrul O. (2002). Upravlinnia vartistiu pidpriemstv [Enterprise Cost Management]. Kyiv : KNEU, 272 p. (in Ukrainian)

5. Momot T. (2006). Vartisno-oriietovane korporatyvne upravlinnia: vid teorii do praktychnoho vprovadzhenia [Value-oriented corporate governance: from theory to practical implementation]. Kharkiv : KNAMG, 380 p. (in Ukrainian)

6. Novikova I. (2012). Teoretychni osnovy vartisno-oriietovanoho upravlinnia investytsiinou dialnistiu pidpriemstva [Theoretical bases of cost-oriented management of investment activity of the enterprise]. *Economics and management of machine-building enterprises: problems and practices*, no. 3(19), pp. 106–116.

7. Tereshchenko O., Savchuk D. (2011). Vartisno-oriietovanyi kontrolinh – innovatsiinyi resurs upravlinnia korporatyvnymy finansamy [Cost-Oriented Controlling is an innovative resource for corporate finance management]. *Finance of Ukraine*, no. 12, pp. 77–88.

8. Chepka V., Pavlyuk T. (2016). Problemy ta perspektyvy vprovadzhenia vartisno-oriietovanoho upravlinnia na vitchyznianskykh pidpriemstvakh [Problems and prospects of implementation of cost-oriented management at domestic enterprises]. *Black Sea Economic Studies*, no. 10, pp. 234–238.

9. Shvidanenko G., Shevchuk N. (2007). Upravlinnia kapitalom pidpriemstva [Enterprise capital management]. Kyiv : KNEU, 436 p. (in Ukrainian)