

*Р. І. Заворотній,
к. е. н., доцент кафедри фінансів підприємств,
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"*

МЕТОДОЛОГІЯ ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ СТРАТЕГІЧНИХ ОРІЄНТИРІВ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА В КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ

*R. Zavorotniy,
Ph. D, associate professor of corporate finance department,
Kiev National Eco-nomic University named after Vadym Hetman*

METHODOLOGY OF FORMATION OF SYSTEM OF STRATEGIC KEY PERFORMANCE INDICATORS OF CORPORATE DEVELOPMENT IN A CONTEXT OF FINANCIAL VALUE-BASED MANAGEMENT

Метою статті є розробка методології організації системи стратегічних фінансових показників управління вартістю підприємства. Автором обгрунтовано критерії вибору таких показників для формування найбільш спрощеної системи фінансового вартісно-орієнтованого управління.

The methodology of the organization of system of strategic financial indicators of corporate value is developed in this article. The author proves selection criteria of such indicators for formation of the simplest effective value-based financial management system.

Ключові слова: фінансове вартісно-орієнтоване управління, грошова додана вартість, економічна амортизація, середньозважена вартість капіталу.

Key words: financial value-based management, cash value added, economic amortization, weighted average cost of capital.

Основною передумовою ефективного розвитку вітчизняного фінансового ринку є необхідність впровадження концепції вартісно-орієнтованого управління господарською діяльністю емітентів. Основним мотивом вітчизняних підприємств щодо апробації такої системи виступає підвищення власної інвестиційної привабливості, яка тісно пов'язана з потенційними обсягами і вартістю залучення капіталу на ринку.

Забезпечення сталого розвитку вимагає від підприємств наявності затвердженої корпоративної стратегії на тривалій часовий горизонт. Відповідно до корпоративної стратегії розробляється низка функціональних, що включають і фінансову стратегію. На етапі її розробки постає проблема обгрунтування мінімального набору вартісно-орієнтованих фінансових орієнтирів розвитку підприємства в стратегічній перспективі. В умовах післякризового відновлення економіки ця проблема набуває гострої актуальності.

Метою представлено дослідження виступає обгрунтування необхідних економічних характеристик стратегічних фінансових орієнтирів як складових системи вартісно-орієнтованого управління вітчизняними підприємствами, а також обгрунтування мінімального набору таких орієнтирів у межах системи.

Проблематика формування фінансових показників вартості та зіставлення їх ефективності розробляються в працях таких закордонних науковців, як Найт Дж. [1], Морін Р. і Джарел С. [2], Фрідл Г. і Кеттенрінг Т. [3], Волков Л. Д. [4] та ін. Серед вітчизняних тематичних праць слід відмітити дослідження Момот Т. В. [5]. Зі свого боку, узагальнено проведені вищезазначеними авторами порівняння вартісних показників, доповнивши їх критеріями урахування підприємницьких ризиків та майбутніх очікувань (табл. 1). Переважна більшість як традиційних коефіцієнтів, так і вартісно-орієнтованих показників, відповідають критерію можливості бути розкладеними на декілька мультиплікаторів (драйверів) вартості. Після визначення найбільш ефективних вартісно-орієнтованих показників буде розкрито особливості їх розкладання на систему драйверів вартості.

Таблиця 1 свідчить, що найбільш ефективними показниками зростання бізнесу за сукупністю аналітичних характеристик виступають NEI, SVA і CVA. Основна складність розрахунку кожного з цих показників полягає у необхідності визначення максимально точного прогнозу дисконтної ставки, причому обчислення SVA і CVA потребує оцінки середньозваженої вартості капіталу підприємства, тобто двох ставок дисконтування — для власного і позикового капіталу. Крім того, оцінку показників NEI та CVA та управління їх динамікою суттєво ускладнює необхідність коректного розуміння сутності економічної амортизації як зміни ринкової вартості чистих активів в аналізованому періоді [4, с. 31].

Як унаочнює табл. 1, до основних вартісно-орієнтованих показників господарського зростання належать EVA, MVA, SVA, CVA, CFROI та DCF. Показники SVA, CVA і DCF ураховують дисконтовані грошові потоки, що генеруються підприємством в аналізованому періоді, проте мають й певні відмінності. У табл. 2 порівняємо переваги й недоліки цих та решти показників за додатковими вимогами щодо зручності їх застосування в системі стратегічного управління вартістю.

Таблиця 2 свідчить, що за додатковими порівняльними ознаками до найефективніших вартісних орієнтирів слід віднести CVA та DCF. Як доводилося вище, на основі усієї сукупності вартісних показників не можна однозначно наголошувати саме на найбільшій ефективності лише одного показника, оскільки на будь-яку позицію впливає, як мінімум, один визначальний фактор — специфічні характеристики аналізованого підприємства, що може навіть виключати можливість обчислення показника.

Так, на ефективності застосування в стратегічному управлінні підприємством вартісно-орієнтованого показника MVA як різниці між ринковою вартістю підприємства та обсягом інвестованого капіталу наголошує Коупленд Т. [7, с. 74]. Необхідність застосування цього ж показника одночасно з EVA також пропагує міжнародна консалтингова компанія "Stern &

Таблиця 1. Порівняння характеристик фундаментальних показників зростання бізнесу

Градация показників за рівнем складності розрахунку	Вираження	Урахування вартості капіталу		Аналітична база	Врахування ризику	Точність загальної оцінки зростання	Урахування майбутніх очікувань
		власного	позикового				
1	2	3	4	5	6	7	8
Показники низької складності обчислення							
<i>традиційні (у т.ч. коефіцієнтні) показники оцінки:</i>							
EBT *	грош. од.	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-
EBIT	грош. од.	-	-	Бухгалтерська база	-	низька	-
EBITDA	грош. од.	-	-	Бухгалтерська база	-	низька	-
NI	грош. од.	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-
ROI	%	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-
ROS	%	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-
ROC	%	-	+	Бухгалтерська база	-	низька	-
ROE	%	-	+	Бухгалтерська база	-	середня	-
ROA	%	-	+	Бухгалтерська база	+	низька	-
<i>показники вартісної оцінки:</i>							
NPV	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	середня	+
RE	грош. од.	+	-	Бухгалтерська база	+	середня	+
TSR	%	+	+	Ринкова база	-	низька	+
Показники вартісної оцінки середньої складності обчислення							
RONA	%	-	-	Бухгалтерська база	-	середня	+
CFROI	%	-	-	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+
Показники вартісної оцінки високої складності обчислення							
NEI	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+
EVA	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	середня	+
SVA	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+
CVA	грош. од.	+	+	Змішана база (балансова звітність + дані щодо грошових потоків)	+	висока	+

Джерело: розроблено автором на основі [1, с. 202; 2, с. 340; 3, с. 14; 4, с. 31; 6, с. 18].

* EBT, з англ. Earnings Before Taxes — "валовий прибуток"; EBITDA, з англ. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization — прибуток до вирахування витрат за відсотками, сплати податків та амортизаційних відрахувань; NI, з англ. Net Income — "чистий прибуток"; ROC, з англ. Return On Capital — "чистий операційний прибуток на інвестований капітал"; NPV, з англ. Net Present Value — "чиста приведена вартість"; RONA, з англ. Return On Net Assets — "прибуток на чисті активи".

Stewart", регулярно публікуючи у виданні "Fortune" рейтинг підприємств зі США за показником MVA [8].

Разом з тим, застосування MVA доречно лише для підприємств з такою специфічною характеристикою, як представленість на фондовому ринку (див. стовпець 8 з табл. 2), що за умови нерозвиненості вітчизняного ринку акцій (станом на липень 2013 р. ринок котирувань, або т. зв. перший рівень лістингу, був представлений акціями лише десятка підприємств [13]) свідчить про неможливість впровадження цього показника в практиці управління українськими підприємствами.

Ф. Вайзенрідер до найбільш поширених показників у світовій практиці вартісно-орієнтованого управління відносить EVA, CVA, CFROI та SVA [14, с. 3]. Оскільки CFROI є показником вартості, що відображається лише у коефіцієнтному (відносному) вираженні та не розкладається на систему простих драйверів вартості (табл. 2), а SVA є більш ускладненим за процедурою обрахування порівняно з визначенням CVA (за версією BSG), тоді це пояснює твердження Ф. Вайзенрідера щодо найбільшої поширеності в практиці господарювання підприємств Швеції лише показників EVA та CVA [14, с. 3].

Разом з тим, коректне визначення показника EVA передбачає внесення в розрахунки понад 150 коригувань, пов'язаних з особливостями обліку балансового майна. Тому основним стратегічним орієнтиром господарського зростання нами пропонується показник гро-

шової доданої вартості, що характеризує приріст вартості підприємства в аналізованому періоді за рахунок генерування операційного прибутку понад понесені операційні витрати і виплачену вартість фінансових джерел.

Формула визначення показника CVA за версією BSG має вигляд:

$$CVA = CFI - \text{ЧОА} * WACC = (EBI + A - EA) - \text{ЧОА} * WACC = [(ЧП + ФВ * (1 - ПП)) + A -$$

$$\frac{OZ_a * WACC}{(1 + WACC)^n - 1}] - \text{ЧОА} * WACC,$$

де CFI — чистий грошовий потік до відсоткових платежів (з англ. net cash-flow before interest), A — амортизація, EA — економічна амортизація, ЧОА — чисті оборотні активи, WACC — середньозважена вартість капіталу (з англ. weighted average cost of capital), ЧП — чистий прибуток, ФВ — фінансові витрати, ПП — ставка податку на прибуток, n — середній строк експлуатації основних засобів підприємства, OZa — основні засоби, підлягаючі амортизації.

Призначення показника економічної амортизації полягає у можливості реінвестування амортизаційних відрахувань за використовуваними у виробництві основними засобами, за доходністю на рівні середньозваженої вартості капіталу підприємства. Як свідчить попе-

Таблиця 2. Порівняльний аналіз особливостей застосування вартісно-орієнтованих показників у стратегічному управлінні підприємством

Показники	Сутність	Інструмент координації і мотивації	Відносна простота обчислення та інтерпретації результатів	Урахування грошових потоків	Урахування фактору інфляції	Урахування вартості фінансових джерел	Можливість розрахунку та застосування для підприємств, не представлених на біржі	Можливість декомпозиції на окремі фактори вартості
1	2	3	4	5	6	7	8	9
EVA	реальний прибуток, отриманий в аналізованому періоді, або різниця між NOPAT та альтернативною доходністю інвестованого капіталу	+	+	-	-	+	+	+
MVA	визначає додатково створену ринкову вартість капіталу або дисконтвану суму прибутку, що забезпечує приріст фундаментальної вартості власного капіталу підприємства над його балансовою [5, с.168; 9]	-	+	-	-	-	-	-
CVA	оперативний прибуток підприємства в аналізованому періоді, що покриває операційні витрати і сукупну вартість фінансових джерел [10, с. 199]	+	++	+	+	+	+	+
SVA	характеризує зміну вартості підприємства для його акціонерів в аналізованому періоді [9]	+	-	-	-	+	+	+
NEI	сукупність економічних вигід, отриманих підприємством в аналізованому періоді, за вирахуванням витрат на залучені на початку періоду інвестиції (тобто балансової вартості чистих активів) [11, с. 265]	+	-	-	-	+	+	+
CFROI	фінансовий коефіцієнт, що характеризує здатність підприємства генерувати грошові потоки (доход, виражений у відсотках, генерований підприємством внаслідок використання залучених в аналізованому періоді інвестицій [12, с. 1151])	+	-	+	+	-	+	-
DCF	поточна вартість майбутніх прибутків підприємства [5, с. 161; 7, с. 339-342].	+	-	+	+	+	+	+

Джерело: складено автором.

* модель за версією Boston Consulting Group (далі BSG).

редня формула, EA визначається таким чином [9]:

$$EA = \frac{OZ_a * WACC}{(1 + WACC)^n - 1}$$

Середня тривалість експлуатації основних засобів n не враховує строки експлуатації нематеріальних активів і визначається на основі дод. П "Основні засоби" до регулярної фінансової звітності підприємства як середньозважена величина за структурою основних засобів. Алгоритм обчислення:

$$n = \frac{\sum_{i=1}^k k_i * \sum_{j=1}^m m_j}{OZ_a}$$

де k_i — вартість кожної групи основних засобів, m_i — строк експлуатації відповідної групи основних засобів (регулюється згідно з П(С)БО 7 та ст. 14.1.138 Податкового кодексу України [10, с. 75; 15]).

Показник n зазвичай визначається саме за основними засобами і не враховує нематеріальні активи підприємства. Це пов'язане, у першу чергу, з регламентованою Податковим кодексом України [9] можливістю вільного вибору терміну експлуатації та амортизації нематеріальних активів підприємства і зазвичай пов'язаною із ним інформаційною обмеженістю щодо зовнішнього аналізу середньозважених строків експлуатації. Як наслідок, подібна ускладненість визначення показника n відображається на характері розрахунку економічної амортизації. Проте, на нашу думку, загальне призначення показника EA передбачає можливість включення до розрахунку даних щодо обсягів амортизованих нематеріальних активів середнього строку їх експлуатації та амортизаційних відрахувань.

Слід зазначити: якщо WACC як усереднений розмір плати підприємства за користування фінансовими ресурсами обчислюється на основі балансової та ринкової

вої вартостей акцій підприємства, тоді з високою імовірністю при обох варіантах обчислення значення WACC не збігатимуться [10, с. 156—157]. Водночас акції усіх вітчизняних нафтоперероблювальних підприємств не представлені на вільному фондовому ринку, що уможливає обчислення WACC на основі балансових показників підприємств за формулою [10, с. 149]:

$$WACC = \frac{BK}{K} * BK_{\text{варт.}} + \frac{PKO}{K} * PK_{\text{варт.}} * (1 - \text{ПП})$$

де BK — власний капітал; PKO — позиковий капітал, що обслуговується; K — сукупний капітал; $BK_{\text{варт.}}$ — річна вартість користування власним капіталом; $PK_{\text{варт.}}$ — річна вартість користування позиковим капіталом, що обслуговується.

Як доведено в нашому дослідженні [10], вартість власних і вартість позикових ресурсів не можна визначити лише на основі балансових даних або за формою "Інформація про зобов'язання". На їх розміри впливає низка незалежних від діяльності підприємства зовнішніх факторів, що представлені в наступних формулах [10, с. 120—121, 127, 134, 146]:

$BK_{\text{варт.}} = \text{Безризикова ставка} + \beta * \text{Премія за ризик}$
 = (Ставка за розміщеними держ. облігаціями —

Спред дефолту нац. валюти) + $\left[\frac{\beta_{\text{сектору}}}{1 - (1 - \text{ПП})} * (1 + (1 - \text{ПП}) * \frac{PKO_{\text{середньоріч.}}}{BK_{\text{середньоріч.}}}) \right] * (\text{Базова премія} + \text{Суверенна премія});$

$PK_{\text{варт.}} = (\text{Безризикова ставка} + \text{Спред суверенного дефолту} + \text{Спред корпор. дефолту}) * (1 - \text{ПП})$,
 причому спред корпоративного дефолту як премія за ризик банкрутства підприємства знаходиться в зворотній залежності від коефіцієнта відсоткового покриття, що визначається за формулою [10, с. 146]:

$$K_{\text{відс. покриття}} = \frac{EBIT}{\Phi B},$$

де EBIT — прибуток підприємства до оподаткування та відсоткових витрат.

Чим вищим є коефіцієнт відсоткового покриття, тим менший розмір spread корпоративного дефолту і, відповідно, сукупна вартість позикового капіталу підприємства.

У свою чергу, розмір вартості власних фінансових ресурсів знаходиться в прямій залежності від загальних обсягів позикового капіталу і в зворотній — від сукупної суми власних ресурсів, використовуваних в аналізованому періоді.

Детальні роз'яснення щодо змісту усіх макроекономічних показників з вищенаведених формул наводяться в подальшому дослідженні процесів стратегічного управління вартістю капіталу та їх впливу на ринкову вартість підприємства.

Отже, усі вищенаведені формули надають можливість виокремити такі фінансові фактори (драйвери), що підлягають управлінню на різних рівнях системи стратегічного управління вартістю підприємства: вартість власного і вартість позикового капіталу як складові показники WACC та обсягів фінансових витрат (вартість запозичень впливає на обсяг чистого операційного прибутку підприємства), обсяги чистого прибутку та сукупних фінансових витрат зі складу чистого операційного прибутку, сума амортизаційних відрахувань як складової чистих джерел підприємства, обсяги короткострокової заборгованості як фактор розміру чистих оборотних активів підприємства.

Разом з тим, є дискусійною доцільність включення первісної вартості основних засобів, що підлягають повному амортизуванню за період n , та самого середнього терміну експлуатації основних засобів (n) до фінансових факторів вартості. З одного боку, загальний обсяг основних засобів і період їх експлуатації диктуються загальнови-робничими потребами, а з другого, обидва фактори визначають обсяги амортизаційних відрахувань як чистого джерела капіталу підприємства. Однак, саме загальнови-робничі потреби визначають обсяг формування основних засобів і період їх експлуатації, які, в свою чергу, впливають на обсяг амортизаційних відрахувань, а не навпаки. Тому в представленому дослідженні нами ці обидва фактори розміру CVA як фінансові не визначаються.

Основна зручність використання показника CVA в управлінні суб'єктами, в першу чергу, середнього підприємництва полягає у відносній простоті обчислення (єдина складність пов'язана з розрахунком показника β для розрахунку WACC, проте, по-перше, не виключається можливість використання з тими ж цілями значення загальногалузевого β [10, с. 140], і, по-друге, визначений β не потребує регулярного перегляду), що мінімізує необхідність періодичного вдавання до послуг консалтингових компаній і відповідних витрат.

Окрім перелічених фінансових драйверів вартості, стратегічні орієнтири потребують постійного співвіднесення з іншими критеріями господарського розвитку, такими як збалансованість приросту чистого доходу і ринкової вартості підприємства, вплив приросту якості корпоративного управління на динаміку ринкової вартості підприємства, вплив методів управління CVA на імовірність корпоративного дефолту та ін. Задля цього система стратегічного фінансового управління потребує включення, окрім показника CVA, інших стратегічних орієнтирів господарського розвитку.

Зокрема, для управління вітчизняними підприємствами можна запропонувати інший інтервальний ко-

ефіцієнт — $\frac{\text{вартість підприємства}}{\text{чистий дохід}}$ (з англ. price on sales,

P/S). Необхідність обрання саме інтервального, а не моментного, фінансового коефіцієнта продиктована потребою визначення ефективності господарської діяльності за певний оперативний проміжок часу. На відміну від використання валової виручки в знаменнику

зазначеного коефіцієнта вбачаємо за доцільне вживання обсягів саме чистого доходу, адже частка непрямих податків у виручці може суттєво вплинути на коректність порівняльного аналізу з показниками закордонних підприємств-аналогів [10, с. 37].

Різні автори пояснюють універсальність застосування коефіцієнта P/S тим, що: 1) на відміну від іншого поширеного в оціночній діяльності мультиплікатора —

$\frac{\text{вартість підприємства}}{\text{чистий прибуток}}$ — перший не залежить від засто-

совуваної системи бухгалтерського обліку і не потребує відповідних коригувань [10, с. 372]; 2) порівняно до чистого прибутку динаміка продаж (а отже, й чистого доходу) має меншу амплітуду періодичних коливань.

Разом з такими інтервальними показниками, як CVA та P/S для оцінки ефективності стратегічного управління можна також застосовувати моментний показник — динаміку ринкової вартості підприємства, що міститься в чисельнику показника P/S. Зокрема, для визначення поточної ринкової вартості підприємства необхідно до його ринкової вартості за результатами попереднього періоду (тобто до чисельника попереднього показника P/S) додати CVA поточного звітного періоду. Отриманий таким чином результат може бути зіставлений з чисельником поточного показника P/S, розрахованого на основі зведення й усереднення коефіцієнтів підприємств-конкурентів і помноження на поточний чистий дохід оцінюваного підприємства. Отже, сукупна ринкова вартість підприємства визначатиметься одночасним використанням дохідного і порівняльного оціночних підходів.

У процесі фінансового управління емітентами, представленими на відкритому фондовому ринку, не можна обійти увагою такий вагомий вартісний фактор, як якість корпоративного управління. Якість корпоративного управління характеризує систему взаємовідносин між поточними і потенційними інвесторами підприємства та його керівництвом, що виражається у комплексі механізмів реалізації інвесторами належних їм майнових правомочностей. Дослідження А. Дурнева (університет м. Мічиган, США) щодо зв'язку між якістю корпоративного управління та ринковою вартістю підприємства довело, що в міру нарощення індексу корпоративного управління, за версією інвестиційного банку "Credit Lyonnais Securities Asia", на 10 відсотків спостерігається нарощення ринкової вартості американських підприємств на 9 відсотків. Водночас, для країн з найбільш розвиненим фондовим ринком та ефективним законодавством темпи нарощення ринкової вартості дещо сповільняються (зокрема, для Гонконгу — на 4,6 відсотка), для країн з відповідними гіршими умовами — зростатимуть (напр., для Мексики — на 13,2 відсотка) [16; 17, с. 316].

Одним з фінансових показників вартості, тісно пов'язаних з якістю корпоративного управління, є коефіцієнт загальної доходності акціонерів (з англ. total shareholders' return, TSR), адже він характеризує найбільш вагому сукупність правомочностей інвесторів — можливість участі в розподілі прибутку підприємства. Він визначається за формулою [10, с. 124]:

$$TSR = \frac{\text{ринк.курс}_i \text{ акцій}_i + \text{дивіденди}_i + \text{ринк.курс}_i \text{ акцій}_{i-1}}{\text{ринк.курс}_i \text{ акцій}_{i-1}},$$

де i — часовий період.

TSR є інтервальним показником ефективності господарської діяльності підприємства.

Наостанок, вищезазначену систему показників ефективності стратегічного управління вартістю слід доповнити коефіцієнтом забезпеченості власними коштами, адже будь-які результати господарської діяльності потребують співвіднесення з відповідними їм ризиками неплатоспроможності підприємства та його банкрутства. У цій частині вбачається за доцільне обрання саме цього, регламентованого наказом Міністерства юстиції України від 26.02.2013 № 327/5 [18] і наказом

Міністерства економічного розвитку України від 19.01.2006 р. № 14 [19], коефіцієнта, на нашу думку, найбільш доречного з міркувань простоти обчислення.

Призначенням представлено коефіцієнта є виявлення ознак критично-ної неплатоспроможності й визначення доцільності впровадження санаційних заходів або ліквідаційної процедури підприємств. Він визначається співставленням загальної суми оборотних активів та їх частини, що формується за рахунок власних коштів [18; 19]:

$$k_{з. в. к.} = \frac{ВК + ЗНВП + ДМП - НА}{ОА},$$

де ВК — власний капітал, ЗНВП — забезпечення наступних витрат і платежів, ДМП — доходи майбутніх періодів, НА — необоротні активи, ОА — сума оборотних активів підприємства.

Згідно з [19], ознаки критичної неплатоспроможності виявляються в хронічній недостатності високоліквідних активів для погашення поточної заборгованості підприємства, що виражається в невідповідності фактичних значень коефіцієнтів покриття і забезпеченості власними коштами їх мінімальним нормативним межах — 1,0 і 0,1 відповідно. Якщо протягом кварталу було досягнуто перевищення нормативної межі хоча б одним із вказаних коефіцієнтів, або навіть зростання їх значень, при реалізації заходів з відновлення платоспроможності такого підприємства, або його санації під час ініціації банкрутства положеннями наказу від 19.01.2006 р. № 14 [19], рекомендується надавати перевагу позасудовим заходам.

Значна відмінність між собою складових показників CVA та коефіцієнтів забезпеченості власними коштами й P/S виключає можливість дублювання ними описуваних господарських процесів і виникнення мультиколінеарності (як лінійної залежності у регресійній моделі між двома або більше факторними змінними) при формуванні на основі цих показників будь-якої економетричної моделі.

За умов гострої необхідності передбачається можливість доповнення коефіцієнта забезпеченості власними коштами інтегральним показником імовірності корпоративного дефолту, адаптованим Терещенком О. О. до умов розвитку вітчизняних підприємств у межах наказу Міністерства фінансів України від 01.04.2003 р. № 247 [20].

Таким чином, на основі ретельного дослідження світових методологічних надбань з сутності, економічного призначення та особливостей обчислення фінансових показників вартості підприємства нами винесено теоретичні обґрунтування щодо мінімального складу системи стратегічних фінансових орієнтирів господарського розвитку вітчизняних підприємств. Зокрема, до основних переваг стрижневого елемента системи — показника грошової доданої вартості — належать висока точність результату при порівняно середній складності обчислення, залучення широкої бази фінансових показників до розрахунку (або усебічність відображення господарських процесів), урахування зв'язку ринкової вартості підприємства з вартістю його фінансових джерел, зважування на фінансові ризики оцінюваного підприємства і перспективи розвитку, можливість урахування факторів зовнішнього середовища (зокрема, інфляції) через відображення їх впливу в складі сформованого ЕВІ, можливість декомпозиції показника CVA на систему драйверів, його прийнятність в менеджменті як інструмента координації й мотивації кадрового складу; зручність у впровадженні в систему фінансового менеджменту вітчизняних підприємств, які своєю більшістю не представлені на відкритому фондовому ринку.

Водночас сам CVA як інтервальний показник не відображає поточну вартість підприємства на вільному ринку, а отже для формування всеохоплюючого уявлення про господарський стан CVA має бути доданий до обсягу сукупної ринкової вартості підприємства попереднього періоду.

Як зазначалося, дослідження доводять, що найбільш значущим фактором динаміки ринкової вартості підприємства є динаміка його доходу. Тому з метою вив-

чення збалансованості приросту вартості в оцінюваному часовому проміжку слід застосовувати коефіцієнт P/S, що має бути зважений на аналогічні показники підприємств-конкурентів.

Оскільки нарощення вартості може досягатися засобами, що призводять до погіршення фінансового стану підприємства, для усунення небезпеки цього в систему стратегічних фінансових орієнтирів повинен бути доданий коефіцієнт забезпеченості власними коштами. Як і ринкова вартість підприємства, коефіцієнт є моментним показником; його метою є оцінка імовірності настання неплатоспроможності підприємства. Також за необхідності цей коефіцієнт може доповнюватися інтегральним показником імовірності корпоративного дефолту.

Основною метою вартісно-орієнтованого управління виступає максимізація інвестиційної привабливості підприємства, що великою мірою досягається підвищенням якості корпоративного управління, тому в процесі стратегічного управління підприємствами, які представлені на відкритому фондовому ринку, не можна обійти увагою показник TSR.

Отже, мінімальний набір стратегічних фінансових орієнтирів підприємства повинен включати показники його сукупної ринкової вартості, CVA, P/S та коефіцієнт забезпеченості власними коштами. Як додаткові критерії також передбачається використання двох коефіцієнтів — імовірності корпоративного дефолту та TSR.

Література:

1. Knight James A. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value / James A. Knight // McGraw-Hill: N.Y., 1998. — 307 p.
2. Morin R., Jarell S. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth / R. Morin, S. Jarell // McGraw-Hill: N.Y., 2001. — 399 p.
3. Friedl Gunther, Kettinger Tim. A Note on the War of Metrics / Gunther Friedl, Tim Kettinger // Control TUM Business School. — 2009, March. — 14 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.controlling.wi.tum.de/fileadmin/w00bel/layout/downloads/vorlesungsunterlagen/SS10/VBM/Note_on_War_of_metrics.pdf
4. Волков А.Д. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / А.Д. Волков // Российский журнал менеджмента. Т. 3 — 2005. — №2. — С. 3—42 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.rjm.ru/archive/list/t_3_2_2005_g/novye_issledovaniya/d_1_volkov_pokazateli_rezultatov_deyatelnosti_ispolzovanie_v_upravlenii_stoimostyu_kompanii/
5. Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: Монографія. — Харків: ХНАМГ, 2006. — 380 с.
6. Заворотній Р.І. Розвиток оцінки зростання вітчизняного бізнесу / Р.І.Заворотній // Фінанси України. — № 11. — 2011. — 127 с.
7. Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005. — 576 с.
8. America's Wealth Creators // Fortune, 11.02.1999. — 1999. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.uic.edu/classes/actg594/Readings/EVA/America's%20Wealth%20Creators.htm>
9. Волков Д. А. Показатели результатов деятельности организации в рамках VBM / Д. А. Волков // Российский журнал менеджмента, Т. 3, №2. — 2005. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.cfin.ru/management/finance/valman/performance_measures_vbm.shtml
10. Заворотній Р. І. Фінансова оцінка бізнесу: теорія, практика та інноваційні підходи: монографія / Р.І. Заворотній. — К.: КНЕУ, 2012. — 295 с.
11. Arnold Glen, Davies Matt. Value-based Management: Context and Application / G. Arnold, M. Davies; Wiley & Sons: Chichester, UK. — 2000. — 388 p.

12. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. — 2-е изд., исправл. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 1341 с.

13. Українська біржа — центр ліквідності інтернет-трейдинга // Українська біржа [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ux.ua>

14. Weissenrieder F. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? / F. Weissenrieder // Gothenburg Studies in Financial Economics: Study No. 1997:3; Gothenburg University: Gothenburg, 1997 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=156288

15. Податковий кодекс України, Закон від 02.12.2010 р. № 2755.

16. Дурнев А. Влияние корпоративного управления на рыночную стоимость компаний: международный опыт / А. Дурнев [Електронне джерело]. — Режим доступу: http://www.artdurnev.com/wp-content/uploads/2010/06/steal_rus.pdf

17. Баюра Д.О., Ситенко Д.Д. Аналіз впливу якості корпоративного управління на вартість компанії / Д.О. Баюра, Д.Д. Ситенко // Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України, 2012. — Вип. 22.4. [Електронне джерело]. — Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/chem_bio/nvntu/22_4/314_Bai.pdf

18. Наказ Міністерства юстиції України "Порядок проведення аналізу фінансово-господарського стану суб'єктів господарювання державних підприємств і підприємств, у статутному капіталі яких частка державної власності перевищує п'ятдесят відсотків, та підготовки на запити суду, прокуратури або іншого уповноваженого органу висновків про наявність ознак фіктивного банкрутства, доведення до банкрутства, приховування стійкої фінансової неспроможності, незаконних дій у разі банкрутства" від 26.02.2013 р. № 327/5 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0331-13>

19. "Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства", Наказ Міністерства економічного розвитку України від 19.01.2006 р. № 14 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=161074&cat_id=3285

20. Порядок проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій; Наказ Міністерства фінансів України від 01.04.2003 р. № 247 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0315-03>

References:

1. Knight, J.A. (1998). Value-based management: developing a systematic approach to creating shareholder value, McGraw-Hill, N.Y., USA, 307 p.

2. Morin, R. and Jarell, S. (2001). Driving shareholder value: value-building techniques for creating shareholder wealth, McGraw-Hill, N.Y., 399 p.

3. Friedl, G. and Kettenring T. (2009). A Note on the War of Metrics, Control TUM Business School, Munchen, Germany, p. 14, available at: http://www.controlling.wi.tum.de/fileadmin/w00bel/layout/downloads/vorlesungsunterlagen/SS10/VBM/Note_on_War_of_metrics.pdf (Accessed 15 August, 2013).

4. Volkov, L. D. (2005). "Pokazateli rezultatov deyatelnosti: ispolzovanie v upravlenii stoimostyu kompanii", Rossiyskiy jurnal menedzhmenta. Tom 3 ["The results of activity: using in corporate value management", Russian Journal of Management. Vol. 3], no. 2, Moscow, Russian Federation, pp. 3-42, available at: http://www.rjm.ru/archive/list/t_3_2_2005_g/novye_issledovaniya/d_1_volkov_pokazate-li_rezultatov_deyatelnosti_ispolzovanie_v_upravlenii_stoimostyu_kompanii/ (Accessed 15 August, 2013).

5. Momot, T. V. (2006). Vartisno-orientovane korporativne upravlinnya: vid teorii do praktichnogo vprovadzhennya: monographiya [Value-based corporate management: from the theory to practical applying: monograph], Kharkiv National Academy of Municipal Economy, Kharkiv, Ukraine, 380 p.

6. Zavorotniy, R. I. (2011). "Rozvitok otsinki zrostannya vitchiznyanogo biznesu", Finansy Ukrainy ["The developing of valuation of growth of the national companies", Finance of Ukraine], no. 11, Kyiv, Ukraine, p. 127.

7. Copeland, T., Koller, T., Murrin, G. (2005). Stoimost kompaniy: otsenka i upravlenie [Value of a firm: valuation and management], 3rd ed., translated, Olymp-Business, Moscow, Russian Federation, 576 p.

8. "America's wealth creators". (1999). Fortune, USA, available at: <http://www.uic.edu/classes/actg594/Readings/EVA/America's%20Wealth%20Creators.htm> (Accessed 15 August, 2013).

9. Volkov, D. L. (2005). "Pokazateli rezultatov deyatelnosti organizatsii v ramkah VBM", Rossiyskiy jurnal menedzhmenta. Tom 3 ["The results of activity of the organization in VBM context", Russian Journal of Management. Vol. 3], no. 2, Moscow, Russian Federation, available at: http://www.cfin.ru/management/finance/valman/performance_measures_vbm.shtml (Accessed 15 August, 2013).

10. Zavorotniy, R. I. (2012). Finansova otsinka biznesu: teoriya, praktika ta innovatsiyny pidhody: monographiya [Financial valuation: theory, practice and innovative approaches: monograph], Kyiv National Economic University, Kyiv, Ukraine, 295 p.

11. Arnold, G. and Davies, M. (2000). Value-based management: context and application, Wiley & Sons, Chichester, UK, 388 p.

12. Damodaran, A. (2005). Investitsionnaya otsenka: instrument i metody otsenki lyubih aktivov [Investment valuation: instruments and approaches of valuation of any asset], 2nd ed., translated, Alpina Business Books, Moscow, Russian Federation, 1341 p.

13. Official web-site of the Ukrainian Stock. (2013). Kyiv, Ukraine, available at: <http://www.ux.ua> (Accessed 15 August, 2013).

14. Weissenrieder, F. (1997). "Value based management: economic value added or cash value added?", Gothenburg Studies in Financial Economics: study no. 1997:3, Gothenburg University, Gothenburg, Sweden, available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=156288 (Accessed 15 August, 2013).

15. Tax Code of Ukraine. (2010). Kyiv, Ukraine, available at: <http://www.zakon.rada.gov.ua> (Accessed 15 August, 2013).

16. Durnev, A. (2010). "Vliyanie korporativnogo upravleniya na rinochnuyu stoimost kompaniy: mezhdunarodniy opyt" ["Influence of corporate management on the market value of a firm: international experience"], available at: http://www.artdurnev.com/wp-content/uploads/2010/06/steal_rus.pdf

17. Bayura, D.O. and Sitenko, D.D. (2012). "Analiz vplyvu yakosti korporativnogo upravlinnya na vartist kompanii" ["The analysis of influence of quality of corporate governance on value of a firm"], Scientific Digest of the National Timber University of Ukraine, vol. 22.4, Lviv, Ukraine, available at: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/chem_bio/nvntu/22_4/314_Bai.pdf

18. Order of the Ministry of Justice of Ukraine, no. 327/5, available at: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0331-13> (Accessed 15 August, 2013).

19. Order of the ministry of economic development of Ukraine, no. 14, available at: http://www.me.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=161074&cat_id=3285 (Accessed 15 August, 2013).

20. Order of the Ministry of Finance of Ukraine, no. 247, available at: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0315-03> (Accessed 15 August, 2013).

Стаття надійшла до редакції 16.08.2013 р.