

**Терещенко О.О.,**

доктор економічних наук, професор,  
директор Інституту фінансового контролінгу  
ДВНЗ “Київський національний  
економічний університет  
імені Вадима Гетьмана”

**Савчук Д.Г.,**

аспірант кафедри фінансів підприємств  
ДВНЗ “Київський національний  
економічний університет  
імені Вадима Гетьмана”

## **ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИЙ КОНТРОЛІНГ — ІННОВАЦІЙНИЙ РЕСУРС УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМИ ФІНАНСАМИ**

*Досліджено сутність вартісно-орієнтованого контролінгу та його місце в системі управління корпоративними фінансами. Обґрунтовано рекомендації щодо запровадження вартісно-орієнтованого управління на підприємствах. Визначено ключові вартісно-орієнтовані показники, схеми їх розрахунку та сфери використання в українських умовах.*

*The authors investigate value-oriented controlling and its place in the system of managing corporate finance; motivate recommendations as to the introduction of value-oriented controlling at enterprises; and determine the key value-oriented indexes, schemes of their calculation and spheres of their use in conditions of Ukraine.*

**Ключові слова:** корпоративні фінанси, вартісно-орієнтований контролінг, економічна додана вартість, скоригована додана вартість, додана вартість грошового потоку.

Сучасні умови ведення бізнесу вимагають від інвесторів і керівництва підприємств інноваційних підходів до вироблення управлінських рішень у сфері корпоративних фінансів. Поняття “корпоративні фінанси” (*corporate finance*) характеризує сферу фінансових відносин у корпоративному секторі, тобто на рівні компаній, що організовані у формі господарських товариств.

Ідеологію сучасних корпоративних фінансів визначають праці провідних американських економістів: Т. Коупленда, Т. Коллера і Дж. Мурріна “Вартість компанії: оцінка та управління”<sup>1</sup>; Р. Брейлі та С. Маєрса “Принципи корпоративних фінансів”<sup>2</sup>; А. Дамодарана “Теорія і практика корпоративних фінансів”<sup>3</sup>; С. Росса, Р. Вестерфільда й Б. Джордана “Основи корпоративних фінансів”<sup>4</sup>. Управління корпоративними фінансами сконцентроване на оптимізації структури капіталу та

---

<sup>1</sup> Copeland T.E., Koller T. and Murrin J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. — 3rd ed.— NY: John Wiley & Sons, 2000.

<sup>2</sup> Brealey R.A., Myers S.C. Principles of Corporate Finance. — NY, 2003.

<sup>3</sup> Damodaran A. Corporate Finance. Theory and Practice. — 2nd ed. — NY: John Wiley & Sons, 2001.

<sup>4</sup> Ross S.A., Westerfield R., Jordan B.D. Fundamentals of Corporate Finance. — Mcgraw Hill Book Co, 2009.

дивідендної політики, плануванні й оцінці інвестицій, мінімізації фінансово-інвестиційних ризиків та ціни залучення капіталу, управлінні вартістю компаній та їх ліквідністю. Важливе місце в забезпеченні ефективного управління корпоративними фінансами посідає інструментарій контролінгу.

У вітчизняній фінансовій науці й освіті домінують так звані традиційні фінанси підприємств, які істотно відрізняються від корпоративних фінансів у західному їх розумінні. Вітчизняні фінанси підприємств здебільшого зорієнтовані на вивчення складу фінансової системи та фінансового механізму, дослідження закономірностей розподілу прибутку між підприємствами й державою, формулювання функцій фінансів підприємств, характеристику фінансових відносин, сутності грошових фондів і фінансових ресурсів, організації оборотних коштів, фінансового забезпечення відтворення основних фондів. Як бачимо, коло питань, котрі досліджуються в рамках корпоративних фінансів, помітно відрізняється від проблематики “традиційних” фінансів підприємств. Зокрема, у вітчизняних науково-практичних джерелах фактично відсутні ґрунтовні дослідження такого інноваційного напрямку корпоративних фінансів, як вартісно-орієнтоване управління (*value based management* — VBM). Водночас у глобальному вимірі VBM є домінуючим трендом у сучасній філософії управління корпоративними фінансами.

Проведене в 2011 р. Інститутом фінансового контролінгу Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана експертне дослідження вітчизняних підприємств на предмет використання ними інноваційних інструментів фінансового управління засвідчило надзвичайно низький рівень розвитку управління корпоративними фінансами загалом та вартісно-орієнтованого контролінгу зокрема. Так, лише 5 % підприємств досліджуваної сукупності розраховують вартісно-орієнтовані показники (EVA, CVA). Близько 30 % крупних підприємств узагалі не обчислюють середньозважену вартість капіталу (WACC) та не використовують ставку дисконтування як для цілей вартісно-орієнтованого управління, так і для оцінки бізнес-проектів. Більше того, на 16 % підприємств оцінка інвестицій не проводиться в принципі, а керівники фінансово-економічних служб 11 % підприємств, що досліджувалися, взагалі не чули про такий інструмент, як ставка дисконтування. Розрахунок ціни залучення власного капіталу з використанням алгоритму CAPM здійснюють лише 10,5 % підприємств.

Особливістю управління корпоративними фінансами в Україні є те, що на багатьох підприємствах ігноруються передові інструменти прийняття управлінських рішень, які домінують у розвинутих країнах. Натомість спостерігається чіткий тренд щодо отримання конкурентних переваг і доходів неекономічними методами. Йдеться, зокрема, про рейдерство, корупцію та інші зловживання на економічному ґрунті. Так, згідно з результатами дослідження, проведеного аудиторською компанією “Pricewaterhouse Coopers”, близько 30 % представників українського бізнесу займаються маніпуляціями зі звітністю, 60 % — хабарництвом,

а 36 % — стикаються з економічними злочинами на підприємствах. Причому 40 % економічних злочинів на рівні компаній були скоєні їхнім вищим керівництвом. Окрім того, зловживання різних рівнів менеджменту виявляються не службами контролінгу та внутрішнього аудиту (як у більшості країн світу), а силами служб внутрішньої безпеки<sup>5</sup>.

Зазначене зумовлює потребу в ширшому впровадженні у вітчизняну практику інноваційних інструментів управління, які, з одного боку, сприятимуть підвищенню ефективності діяльності компаній, а з другого — знизять рівень економічних зловживань. Саме до таких інструментів ми відносимо вартісно-орієнтований контролінг. У зв'язку з цим метою пропонованої статті є дослідження вартісно-орієнтованого контролінгу як одного з інноваційних напрямів управління корпоративними фінансами та обґрунтування можливостей його впровадження на вітчизняних підприємствах.

За визначенням Т. Коупленда, Т. Коллера й Дж. Мурріна, вартісно-орієнтований підхід до управління компанією та ведення бізнесу передбачає вибір пріоритетів за критерієм створення вартості: переорієнтацію систем планування, оцінки результатів діяльності та матеріального заохочення на вартісно-орієнтовані показники; спілкування з інвесторами мовою вартості<sup>6</sup>. Таким чином, концепція VBM зосереджується на управлінні ключовими факторами вартості компанії з метою її максимізації та забезпечення фінансових інтересів інвесторів. Ключовий принцип організації VBM полягає в забезпеченні умов для зменшення конфліктів між принципалами й агентами та економічних зловживань на підприємствах на основі максимального наближення інтересів власників і менеджменту всіх рівнів. Цього можна досягти шляхом прив'язки матеріальної винагороди менеджменту до показників, котрі характеризують рівень зростання вартості для власників.

Успішна реалізація концепції VBM не можлива без запровадження контролінгу. Фінансовий контролінг спрямований на інформаційну підтримку фінансових рішень, що передбачає використання методів і процедур бюджетування, стратегічного планування, управлінського обліку, фінансової діагностики, інвестор-релейшнз, управління ризиками та внутрішнього контролю, які в сукупності забезпечують координацію окремих підсистем управління та зорієнтовані на оптимізацію фінансових рішень і зростання вартості компанії. Вартісно-орієнтований контролінг (*value based controlling*), що є складовою фінансового контролінгу, ми розглядаємо як систему підтримки прийняття вартісно-орієнтованих рішень. Він формує комплекс інструментів, процесів, цілей і оціночних показників, котрі забезпечують впровадження та підтримку дієздатності вартісно-орієнтованого управління. На рисунку

---

<sup>5</sup> Всесвітній огляд динаміки економічної злочинності // PWC. — 2011: [Електр. ресурс]. — <http://www.pwc.com/ua/uk/press-room/release113.jhtml>.

<sup>6</sup> Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. Стоймость компаний: оценка и управление: Пер. с англ. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2007. — С. 26.

показано набір завдань вартісно-орієнтованого контролінгу в процесі імплементації концепції VBM у компаніях.



Рис. Порядок імплементації вартісно-орієнтованого управління

На першому етапі вводяться вартісно-орієнтовані показники для оцінки результативності діяльності. Завдання контролінгу при цьому полягає в обґрунтуванні найадекватнішої моделі управління вартістю: на базі EVA, APV, DCF або CVA. На даному етапі треба визначити об'єкти вартісно-орієнтованого управління: підприємство загалом, центри відповідальності, структурні підрозділи тощо. Потрібно також розробити методику розрахунку вартісно-орієнтованих показників.

На другому етапі система вартісних показників інтегрується в процес управління підприємством, зокрема в систему планування, контролю, матеріального стимулювання. З позиції вартісно-орієнтованого управління система мотивації має бути оформлена таким чином, щоб менеджмент усіх рівнів отримував максимальну винагороду в разі, якщо його діяльність спрямована на максимізацію вартості компанії (принципала).

Третій етап пов'язаний із інтеграцією системи управління вартістю в організаційну структуру підприємства та систему звітності. На вартісно-орієнтований контролінг покладається завдання аналізу факторів вартості та контролю рівня досягнення відповідних показників. Окрім цього, завдання вартісно-орієнтованого

контролінгу в контексті постановки VBM полягає в комунікативному, методичному й консультативному забезпеченні діяльності системи.

Не слід розглядати вартісно-орієнтований контролінг як субститут традиційної системи контролінгу й управління. Він лише доповнює окремі підсистеми управління специфічними вартісно-орієнтованими модулями. Так, система цілей доповнюється метою “приріст вартості компанії”, що повністю збігається з ключовим завданням управління корпоративними фінансами; стратегічний контролінг — модулем “стратегічний аналіз вартості” (переведення стратегічних цілей у кількісні показники); оперативний контролінг — системою вартісно-орієнтованих оціночних показників, що передбачає певну модифікацію розрахунку фінансових результатів та руху грошових потоків; загальна система інформаційного забезпечення — модулем “фінансова комунікація”; система управлінської звітності — аналізом вартісно-орієнтованих показників; система мотивації модифікується на основі прив’язки винагороди менеджменту всіх рівнів до вартісно-орієнтованих оціночних показників.

Ключовим елементом концепції VBM для конкретного підприємства є вибір вартісно-орієнтованого показника, який має бути на вершині піраміди відповідного управління, а також обґрунтування чіткої схеми його розрахунку. Найпоширенішими вартісно-орієнтованими показниками оцінки результативності вважаються EVA (*economic value added*) та CVA (*cash value added*). Перший характеризує економічну додану вартість, а другий — додану вартість грошового потоку.

Методичний підхід до управління вартістю підприємства на базі EVA був обґрунтований американськими економістами Д. Штерном і Г. Стюартом. Заснована ними консалтингова компанія “Stern Stewart & Co” (Нью-Йорк) надає послуги з постановки управління компанією на базі EVA. Таке управління означає орієнтацію на додану вартість під час прийняття всіх фінансових рішень: при здійсненні інвестицій, виробничої діяльності, в рамках стратегічного й оперативного управління. Концепція EVA ґрунтується на порівнянні прибутку підприємства (чи іншого об’єкта) за певний період із витратами на капітал, інвестований у відповідному періоді. Економічна додана вартість характеризує величину вартості, створеної понад очікування капіталодавців. Розрахунок EVA можна здійснювати загалом по підприємству та в розрізі окремих груп продукції, видів діяльності, структурних підрозділів, проектів. Для визначення економічної доданої вартості, котра генерується операційною діяльністю підприємства за визначений період, доцільно використовувати такий алгоритм:

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACCs \cdot IK_t), \quad (1)$$

де  $NOPAT_t$  (*net operating profit after tax*) — прибуток підприємства в періоді  $t$  перед сплатою процентів за кредити та після оподаткування;

$IK_t$  — сума інвестованого капіталу підприємства в періоді  $t$  (за вирахуванням елементів позикового капіталу, на які проценти не нараховуються).

Якщо EVA визначається в розрізі окремих центрів відповідальності або видів діяльності, то для розрахунків беруться показники прибутку (з урахуванням процентів) від зазначених сегментів та величина вкладеного в них капіталу. Найскладнішим завданням, яке потрібно розв'язати для успішного визначення EVA, є розрахунок ціни залучення капіталу підприємства (WACC). Остання має визначати мінімальні цільові значення рентабельності підприємства (проекту, продукту тощо) та є з'єднувальною ланкою в усій системі управління вартістю. Особливості обчислення ставки дисконтування для вітчизняних підприємств були досліджені нами раніше та опубліковані у відповідній праці<sup>7</sup>.

За загальним правилом, для визначення показника EVA загалом по підприємству береться величина інвестованого капіталу, за користування яким підприємство має сплачувати проценти. Обсяг інвестованого капіталу розраховується за такою схемою:

Сума активів підприємства  
мінус забезпечення наступних витрат і платежів  
мінус кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги  
мінус поточні зобов'язання за розрахунками  
мінус інші зобов'язання, на які не нараховуються проценти.

Згідно з останніми напрацюваннями у сфері вартісно-орієнтованого управління, EVA рекомендується розраховувати на основі показника рентабельності вкладеного капіталу (*return on capital employed* — ROCE). В теорії та практиці застосовують декілька підходів до розрахунку ROCE. За першим підходом показник визначається як відношення прибутку до сплати процентів та після оподаткування до обсягу вкладеного капіталу:

$$\text{ROCE} = \text{NOPAT}/\text{CE}, \quad (2)$$

де CE — вкладений капітал (*capital employed*).

За другим підходом для розрахунку ROCE залучається показник прибутку до сплати процентів і податків (ЕВІТ). Таким чином, при оцінці результативності компанії не враховуються особливості податкового законодавства країни, де вона знаходиться:

$$\text{ROCE} = \text{ЕВІТ}/\text{CE}. \quad (3)$$

У будь-якому випадку для розрахунку ROCE треба визначити показник CE. Від точності його розрахунку залежать кінцеві показники результативності. Саме в особливостях обчислення капіталу криється різниця між показниками ROIC і ROCE. В першому випадку йдеться про рентабельність усього капіталу підприємства. Згідно з поширеним у європейській практиці підходом, показник CE розраховується як різниця між загальною величиною капіталу підприємства та забезпеченнями, короткостроковими зобов'язаннями, за якими не сплачуються

<sup>7</sup> Див.: Терещенко О.О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень // Фінанси України. — 2010. — № 9. — С. 77–90.

проценти, грошовими коштами та їх еквівалентами. Пропонуємо таку схему розрахунку CE:

Власний капітал  
плюс довгострокові зобов'язання, за котрі сплачуються проценти  
плюс короткострокові зобов'язання, за які сплачуються проценти  
мінус грошові кошти та їх еквіваленти.

Для розрахунків береться середньоарифметичне значення вартості капіталу за період, для котрого розраховується EVA. Правило розрахунку вкладеного капіталу можна сформулювати таким чином: від капіталу, що залучається підприємством на платній основі, віднімаються ліквідні монетарні активи (кошти на розрахунковому рахунку, в касі, поточні фінансові інвестиції). Виключення останніх із величини вкладеного капіталу пояснюється тим, що наявні ліквідні ресурси не задіяні до створення вартості та можуть у будь-який час бути повернуті капіталодавцям. Таким чином, алгоритм розрахунку EVA набуває такого вигляду:

$$EVA_t = (ROCE_t - WACCs) \cdot CE. \quad (4)$$

Залежно від об'єкта, що генерує додану вартість (підприємство загалом, його операційна діяльність, проект, центр відповідальності), показник EVA має розраховуватися з урахуванням параметрів результативності та вкладеного капіталу, котрі характеризують відповідний об'єкт.

Теперішня вартість усіх очікуваних у майбутніх періодах обсягів EVA в науково-практичній літературі позначається як ринкова додана вартість (*market value added* — MVA):

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACCs)^t}. \quad (5)$$

Теперішня вартість прогнозованої доданої вартості в майбутніх періодах становить приріст вартості підприємства (інвестованого капіталу) в аналізованому багаторічному циклі. На базі EVA розроблено новітні методи оцінки вартості підприємств, корпоративних прав і окремих майнових об'єктів. Оцінка вартості на базі EVA ґрунтується на принципі дисконтування, який покладено в основу методу DCF (дисконтування грошових потоків). Основними факторами впливу на вартість об'єкта оцінки за методом економічної доданої вартості є структура капіталу, вартість залучення різних видів капіталу, фінансові результати, величина інвестицій (у основні й оборотні активи).

Для прийняття стратегічних рішень у сфері асортиментної політики компаній у рамках вартісно-орієнтованого контролінгу має проводитися розрахунок показників EVA і MVA, котрі генеруються протягом життєвого циклу окремих видів продукції. Перевагу слід віддавати тим видам продукції, які генерують найбільшу додану вартість. Утім, при розрахунках EVA для окремих продуктових ліній (виробництв, видів продукції) виникає проблема розподілу непрямих

витрат, а також розрахунку суми інвестованого капіталу в частині активів, що використовуються для виробництва й реалізації різних видів продукції.

Переваги показника EVA над іншими інструментами оцінки результативності можна сформулювати таким чином:

- економічність, комплексність і гнучкість у використанні;
- можливість застосування для оцінки ефективності діяльності як за один, так і за декілька періодів та в довгостроковому періоді;
- менший обсяг прогнозних розрахунків, а отже й імовірність помилкової оцінки;
- простіші план-факт порівняння та контроль кінцевого показника результативності.

Обґрунтовуючи перспективність використання EVA для цілей удосконалення управління корпоративними фінансами в Україні, слід зазначити, що системи управління фінансами й вартістю на базі цього показника діють уже тривалий час на таких провідних підприємствах, як “Volkswagen”, “Metro”, “Siemens”.

До групи вартісно-орієнтованих показників належить також додана вартість грошового потоку (*cash value added* — CVA). Вона показує різницю між фактичним (плановим) обсягом операційного CF та очікуваним капіталодавцями (за якого можливе надання капіталу). Управління фінансами на базі CVA є альтернативним до EVA методологічним підходом концепції управління вартістю підприємства. Авторство моделі CVA належить Бостонській консультативній групі (Boston Consulting Group). Для розрахунку CVA треба визначити відносний показник рентабельності інвестицій на базі cash-flow (CFROI), WACCs та величину валових інвестицій (BI<sub>t</sub>):

$$CVA_t = (CFROI_t - WACCs) \cdot BI_t \quad (6)$$

У даній моделі CVA пропонується два варіанти розрахунку CFROI: статичний і динамічний. За *динамічного варіанта* CFROI має характеристики внутрішньої норми процента (внутрішньої норми дохідності, IRR) та не обчислюється шляхом простого ділення чистого грошового потоку за окремий період на суму інвестованого в цьому періоді капіталу. Ключове припущення, покладене в основу цього підходу, полягає в тому, що підприємство — це інвестиційний проект із обмеженим терміном дії. Припускається, що на початку реалізації проекту здійснюються інвестиційні вкладення (валові інвестиції), потім підприємство протягом терміну корисного використання активів отримує певний стабільний обсяг валового CF, а наприкінці зазначеного періоду надходять кошти у вигляді виручки від реалізації активів, на які не нараховується амортизація. Згідно з логікою авторів цього варіанта розрахунку CFROI, теперішня вартість зазначених грошових потоків відповідає сумі валового обсягу інвестицій. Отже, для розрахунку CFROI необхідно визначити такі показники: валовий cash-flow, валовий обсяг інвестицій, термін корисного використання активів, частину активів, на котрі не нараховується амортизація.



Враховуючи світову практику, а також особливості вітчизняної звітності, показник валового cash-flow (BCF<sub>t</sub>) пропонуємо обчислювати за такою схемою:

Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування  
плюс амортизація необоротних активів  
плюс збільшення (зменшення) забезпечень  
плюс збиток (прибуток) від нереалізованих курсових різниць  
плюс прибуток (збиток) від неопераційної діяльності  
плюс витрати на сплату процентів  
мінус податок на прибуток.

Показник валового обсягу інвестицій (VI) використовується в розрахунках як “фіктивна” сума початкових інвестицій та обчислюється за такою схемою:

*Working capital* (оборотні активи мінус зобов’язання, на які не нараховуються проценти)  
плюс балансова вартість необоротних активів (за вирахуванням гудвілу)  
плюс сума зносу основних засобів (наростаючим підсумком).

Термін корисного використання активів ( $n$ ) визначається як відношення первісної вартості активів, котрі підлягають зносу, до річної суми амортизації. Розрахований таким чином період відповідатиме кількості періодів, за які розраховується теперішня вартість грошових потоків.

До активів, на які не нараховується знос (НА), для цілей розрахунку CFROI належать фінансові інвестиції та чисті оборотні активи. Зазначені активи можна трактувати як “фіктивні” додаткові грошові надходження наприкінці періоду їх використання.

Якщо зазначені величини відомі, показник CFROI можна обчислити аналогічно до розрахунку внутрішньої норми процента (IRR), виходячи з такої рівності:

$$0 = -VI + \frac{BCF}{(1 + CFROI)^1} + \frac{BCF}{(1 + CFROI)^2} + \dots + \frac{BCF + NA}{(1 + CFROI)^n}. \quad (7)$$

Для розрахунку CFROI доцільно скористатися двома фіктивними ставками дисконтування, за яких загальна приведена вартість змінюється з від’ємного на додатне значення<sup>8</sup>. Отриманий таким чином показник повинен перевищувати ставку залучення підприємством капіталу (WACC). Лише в цьому разі CVA матиме додатне значення. Якщо динамічний CFROI відповідає середньозваженій ціні залучення капіталу, теперішня вартість CVA буде дорівнювати теперішній вартості FCF (внутрішнього чистого грошового потоку).

У нових розробках Бостонської консультативної групи значна увага приділяється розрахунку CFROI за *статичним варіантом*, який є простішим у використанні. За цим методом CFROI пропонується розраховувати як відношення

<sup>8</sup> Порядок визначення внутрішньої ставки процента див.: Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб’єктів господарювання: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2003. — С. 336, 337.

чистих грошових потоків за мінусом амортизації до суми валового інвестованого капіталу:

$$CFROI = \frac{CF - A}{BI}. \quad (8)$$

Показник амортизації, що фігурує в пропонованій формулі розрахунку CFROI, слід розраховувати не на основі даних бухгалтерської звітності, а інформації про терміни корисного використання активів. Суму амортизації (A) пропонується обчислювати як відношення валового обсягу інвестованого капіталу до фактора майбутньої вартості грошових потоків (ФМВ):

$$A = BI / \text{ФМВ}, \quad \text{ФМВ} = \sum_{t=1}^n (1 + r_{\text{wacc}})^{n-t} = \frac{(1 + r_{\text{wacc}})^n - 1}{r_{\text{wacc}}}. \quad (9)$$

Звідси впливає такий алгоритм розрахунку CVA:

$$CVA_t = (CFROI - WACCs) \cdot BI = CF_t - A_t - WACCs \cdot BI_t. \quad (10)$$

Слід зазначити, що концепція управління фінансами на базі CVA застосована на багатьох великих підприємствах зі світовим ім'ям. Наприклад, управління, орієнтоване на зростання вартості на базі концепції CVA, успішно діє в концерні "Bosh GmbH". Показник рентабельності продажів, котрий тривалий час використовувався як критерій ефективності діяльності, був замінений показником "вклад у вартість", що характеризує CVA. Результатом стала заміна всієї системи фінансових показників діяльності підприємства, а також зміна орієнтирів у діяльності контролінгу, який тепер спрямований здебільшого на стратегічні аспекти зростання вартості підприємства. Починаючи з 1999 р. управління фінансами провідної європейської авіакомпанії "Lufthansa" (Німеччина) також здійснюється на базі концепції CVA. Крім того, даний показник активно використовується в практиці фінансового менеджменту концерну "Bayer" та багатьох інших компаній.

До вартісно-орієнтованих індикаторів діяльності компаній належить також показник скоригованої теперішньої вартості (*adjusted present value* — APV). Підхід ґрунтується на теоремі М. Міллера та Ф. Модільяні щодо структури капіталу: за досконалого ринку без податків сукупна (валова) вартість компанії (сума власного й позикового капіталів) не залежить від структури капіталу. Середньозважена ціна залучення останнього також не залежить від його структури. Таким чином, структура капіталу може впливати на вартість компанії лише через вартість податкового щита (*tax shield*). Скоригована валова вартість підприємства розраховується на основі двох складових:

— окремо вираховується гіпотетична вартість компанії, якби вона фінансувалася лише за рахунок власного капіталу (NPV базова);

— окремо визначається ринкова вартість податкового щита щодо фактично-го позикового капіталу (PV податкового щита).

Показник APV розраховується як сума теперішньої вартості майбутніх грошових потоків (FCF) або іншого результуючого показника та теперішньої вартості додаткових грошових потоків у вигляді економії на податкових платежах:

$$APV = NPV \text{ базова} + PV \text{ податкового щита.}$$

Для отримання чистої скоригованої вартості (нетто) валову вартість слід зменшити на величину позикового капіталу на момент оцінки. Для цілей дисконтування рекомендується використовувати WACC. Результати оцінок вартості компанії при використанні методів DCF і APV у довгостроковому періоді мають збігатися. Процес інтегрування планування та вартісно-орієнтованого управління на базі APV можна описати таким чином:

1. Планування інвестицій.
2. Планування прибутків і збитків підприємства за припущення, що воно не має боргів.
3. Планування ставки вартості залучення власного капіталу підприємства за відсутності заборгованості.
4. Планування FCF і ринкової вартості підприємства.
5. Планування величини позикового капіталу та ставки вартості його залучення.
6. Планування рівня оподаткування, обсягу позикового капіталу, величини податкового щита та його ринкової вартості для підприємства з визначеним обсягом боргового фінансування.
7. Планування фінансових результатів підприємства, котре проводить політику автономного фінансування (за якої у визначений момент часу фіксується абсолютна величина позикового капіталу, котра зберігається в майбутньому).
8. Планування використання прибутку та потреби у внутрішньому фінансуванні.
9. Планування показників балансу та звіту про рух грошових коштів.
10. Зведення й узгодження планів.

Треба наголосити, що розглянуті вартісно-орієнтовані показники можуть мати широке практичне застосування. Їх можна використовувати як для оцінки вартості бізнесу, так і в процесі аналізу ефективності інвестиційних проектів. Ці показники стануть у пригоді при реорганізації, здійсненні дью-дیلідженс, управлінні портфелем продукції. Як індикатори раннього попередження й реагування вартісно-орієнтовні показники з успіхом можуть бути використані в рамках антикризового контролінгу. Вони є ключовим інструментом вартісно-орієнтованого контролінгу та слугують критерієм результативності діяльності підприємства й окремих центрів відповідальності. Саме від рівня досягнення цих показників має залежати винагорода менеджерів (заробітна плата, премії, бонуси). Втім, виконувати свої функції повною мірою вартісно-орієнтовані показники результативності будуть тільки за умови їх інтеграції в систему мотивації менеджменту компанії та систему бюджетування.

Підсумовуючи викладене, слід зазначити таке. Одним із інноваційних напрямів підвищення ефективності управлінських рішень у сфері корпоративних фінансів є запровадження фінансового контролінгу загалом і вартісно-орієнтованого контролінгу зокрема. Фінансовий контролінг не слід ототожнювати з фінансовим контролем. Ідеться про філософію підтримки прийняття фінансових рішень, яка ґрунтується на інформаційному забезпеченні та координації всіх підсистем управління, використанні комплексу економічних методів, котрі в сукупності зорієнтовані на збільшення вартості компанії.

Подолання практики економічних зловживань різних рівнів менеджменту, що досить поширена на вітчизняних підприємствах, до певної міри можливе завдяки впровадженню концепції вартісно-орієнтованого управління. Вона дає змогу дещо врівноважити ризики інвесторів, топ-менеджменту, менеджменту лінійних підрозділів. Фінансове управління на основі вартісно-орієнтованих показників допомагає гармонізувати інтереси інвесторів та менеджменту й тим самим пом'якшити наявні конфлікти між принципалами й агентами у сфері бізнесу. Вартісно-орієнтовані показники результативності (EVA, CVA, CFROI, MVA, APV) характеризуються вищим рівнем об'єктивності, ніж показники прибутку, оскільки базуються на факторах, якими досить складно маніпулювати. Саме на вартісно-орієнтованих показниках оцінки результативності мають базуватися системи мотивації на підприємствах, що дають змогу гармонійно поєднати інтереси менеджерів та інвесторів. Завдання вартісно-орієнтованого контролінгу полягають у постановці й підтримці дієздатності вартісно-орієнтованого управління. Ідеться про методичне забезпечення інтеграції вартісно-орієнтованих показників у систему управлінської звітності (репортинг), оперативних і стратегічних планів, систему мотивації та оцінки ризиків.