Керанчук Т.Л.,
кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів та обліку
і аудиту Київського славістичного університету

КОНЦЕПЦІЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ ТА МОЖЛИВОСТІ ЇЇ АДАПТАЦІЇ В УКРАЇНІ

Уточнено зміст вартісно-орієнтованої концепції управління підприємством, здійснено огляд проблем і можливостей її використання в умовах фінансової кризи. Розглянуто проблемні питання розробки наскрізної системи стратегічних цільових орієнтирів діяльності підприємства й оперативних підконтрольних показників.

The author specifies the content of value-oriented concept for managing enterprise; reviews the problems and possibilities of its use for managing enterprises in the conditions of financial crisis; examines problemic questions for the development of a through system of strategic ear-marked orientations for the activity of enterprise and operative indications under its control.

Ключові слова: вартісно-орієнтована концепція управління, вартість компанії, економічна додана вартість, каскадування Збалансованої системи показників.

Останніми роками в Україні так само, як у США та Західній Європі, під впливом концепції Shareholder-Value А. Раппапорта істотно змінюються пріоритети діяльності менеджменту підприємств.

На сучасному етапі розвитку ринкових відносин та, зокрема, корпоративного сектору економіки України дедалі більшого значення для акціонерів і менеджменту компаній набуває проблема відповідності зростання вартості й ціни компанії здійсненим витратам капіталу власників. Повільніші темпи зростання ціни компанії порівняно зі зростанням її вартості можуть свідчити про неефективну капіталізацію прибутку й неефективне фінансове управління в цілому. У зв'язку з цим вважаємо за доцільне конкретизувати поняття вартості й ціни компанії.

Для більшості сучасних науковців визначення поняття "ціна компанії"[1] тією чи іншою мірою зводиться до такого: *ціна фірми* — це похідна від її вартості, що формується на ринку у процесі купівлі-продажу фірми. Утім, це величина суб'єктивна й не завжди є реальною оцінкою компанії, що пояснюється деякими положеннями концепцій ефективності ринку й асиметричної інформації[2].

---

[1] *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; *Король О.М.* Ключові індикативні складові системи моніторингу вартості корпорацій // Фінанси України. — 2006. — № 1. — С. 135—141; *Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2002; *Мазаракі А.А., Лігоненко Л.О., Ушакова Н.М.* Економіка торговельного підприємства. — К.: Хрещатик, 1999; *Ченг Ли Ф., Финнерти Дж.И.* Финансы корпораций: теория, методы и практика: Учеб. для вузов: Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 2000. — 686 с.

[2] *Ковалев В.В.* Финансовый менеджмент: теория и практика. — 2-е изд. — М.: ТК Велби, Изд-во "Проспект", 2008. — С. 105.

© Керанчук Т.Л., 2011

Виходячи з основних положень цих концепцій, зазначимо, що сьогодні в Україні існує помірна форма ефективності ринку, яка характеризується елементами асиметричності інформації. Це означає, що деякі категорії учасників (наприклад, топ-менеджмент компанії) можуть володіти інсайдерською інформацією, яка недоступна всім учасникам ринку в повній мірі, чим може бути зумовлена різниця в кількісних оцінках ціни й вартості компанії. Крім того, ціна може залежати й від інших факторів: фінансових можливостей, конкретних інтересів продавців і покупців, тобто ця категорія, швидше, є історичним фактом (належить до певного місця й певного моменту). Отже, зафіксованому рівню ціни вповні довіряти не можна. До того ж, якщо йдеться про оцінку компаній, які функціонують в інших організаційно-правових формах, ніж акціонерна, то визначення ціни компанії взагалі стає проблематичним. Ціна фірми не може бути самостійним об'єктом управління, оскільки, по-перше, є похідною від вартості, по-друге — залежною величиною від характеру прояву факторів ринкового середовища. Ці фактори є об'єктивними стосовно діяльності будь-якої компанії, а отже — слабокерованими. Саме тому доцільніше орієнтуватися на вартість компанії як більш об'єктивну величину. Це надає можливість управляти її рівнем, що, своєю чергою, передбачає застосування спеціальних індикаторів для контролю за змінами, що відбуваються.

Під *вартістю* в даному контексті розуміють систему показників, які дають можливість оцінювати діяльність розроблених керівниками заходів фінансового, операційного й інвестиційного характеру, визначати ефективність діяльності компанії та управляти її розвитком з урахуванням інтересів власників. Зазначимо, що на сьогодні існує відносна єдність думок дослідників із приводу визначення цього поняття. Наприклад, американський професор і практик Т. Коупленд акцентує увагу на доцільності використання саме цього показника як цільового, оскільки він дає можливість досягати компромісів учасниками, зацікавленими в діяльності компанії (як відомо, у рамках концепції агентських відносин[3] конфлікти інтересів можуть мати місце). Використання саме показників вартості є доцільним, оскільки вимога кожного з учасників піддається вартісній оцінці[4]. Як основний індикатор вартості автор пропонує використовувати величину дисконтованого грошового потоку компанії і вважає цю категорію найкращим показником результатів діяльності, оскільки її оцінка потребує повної інформації.

Подібний підхід щодо дисконтування грошового потоку при визначенні вартості використовують й інші автори. Наприклад, А. Дамодаран також вважає доцільним вираження вартості через дисконтування очікуваних грошових потоків фірми (тобто сальдо грошових потоків після всіх операційних витрат, реінвестування і сплати податків, проте до виплат власникам акцій і зобов'язань) за

[3] *Ковалев В.В.* Зазнач. праця. — С. 106.

[4] *Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж.* Зазнач. праця. — С. 44.

середньозваженою вартістю капіталу (вартість компонентів фінансування, які використовуються фірмою зважених пропорційно їх ринковій вартості)[5].

Позиція російського вченого І.А. Єгерєва головним чином базується на тому, що вартість для власників компанії являє собою єдиний критерій оцінки їхнього фінансового благополуччя, що дає комплексне уявлення про ефективність управління бізнесом[6]. Науковець розкриває принципи оцінки, що є первинними для формування єдиної бази оцінки будь-якого об'єкта чи бізнесу: принципи корисності, заміщення, очікування, найкращого й найефективнішого використання власності. Такої самої точки зору дотримується й український учений О.М. Король: під вартістю фірми він розуміє міру її корисності для власника, що виражається в обсязі можливих вигод від майбутньої ділової активності[7]. Слід зазначити, що позиції згаданих авторів ґрунтуються на підході, більше притаманному американським компаніям. Таким чином, з огляду на вищевикладене доходимо висновку про те, що показники вартості є важливими не лише для акціонерів, а й для інших учасників ринку.

Науковці М.Г. Чумаченко та В.А. Панков при визначенні категорії вартості звернули увагу саме на останній аспект. Вони вважають цінність компанії системою характеристик підприємства, що дає змогу врахувати й об'єднати інтереси широкого кола учасників — споживачів продукції й постачальників, акціонерів, персоналу компанії[8]. Управління, орієнтоване на вартість, надає можливість урахувати інтереси всіх зацікавлених у підприємстві осіб, забезпечити його фінансову могутність за рахунок припливу зовнішнього капіталу, об'єднати зусилля менеджерів усіх рівнів управління задля досягнення бажаного результату.

Отже, категорію вартості, на нашу думку, слід розуміти як консолідований критерій доцільності запровадження управлінських рішень, що являє собою систему показників, які дають змогу оцінювати діяльність розроблених керівниками заходів фінансового, операційного й інвестиційного характеру, визначати ефективність діяльності компанії та управляти її розвитком з урахуванням інтересів власників.

При цьому головний постулат фінансового менеджменту — максимізація добробуту власників (що якраз і проявляється у прирості вартості компанії) — сьогодні не втрачає своєї актуальності. Навпаки, вартісно-орієнтований підхід до управління підприємством набуває все більшого поширення. Це зумовлено тим, що дедалі частіше власники підприємств не згодні бути сторонніми спостерігачами у процесі управління їхньою власністю, вимагаючи від керівництва насамперед приросту вартості. Саме тому поряд із традиційними цільовими орієнтирами діяльності підприємства (збільшення обсягів реалізації, прибутків, підвищення рентабельності) власники вимагають планування й організації моніторингу за показниками,

---

[5] *Дамодаран А.* Зазнач. праця. — С. 17.

[6] *Егерев И.А.* Стоимость бизнеса. Искусство управления: Учеб. пособие. — М.: Дело, 2003. — С. 6.

[7] *Король О.М.* Зазнач. праця. — С. 136.

[8] *Чумаченко М.Г., Панков В.А.* Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу // Фінанси України. — 2004. — № 2. — С. 136.

що характеризують зростання вартості підприємства, а отже, корпоративних прав, які їм належать.

З огляду на вищевикладене зазначимо, що саме забезпечення зростання вартості компанії відповідає вимогам поліпшення добробуту її акціонерів. Останнє може бути чітко сформульованою метою і є характерним для більшості американських компаній або така мета може бути очевидним наслідком інших правильних рішень, як це відбувається у більшості європейських та, особливо, японських компаній. Управління вартістю — це інтегруючий процес, спрямований на якісне поліпшення стратегічних та оперативних рішень на всіх рівнях у компанії за рахунок організації всіх зусиль на ключових факторах створення вартості[9].

Ефективне управління вартістю неможливе без розуміння чинників, які справляють значний позитивний вплив на збільшення вартості компанії й поліпшення добробуту її власників. Виділення факторів впливу на вартість підприємства дає змогу сконцентрувати увагу на ключових параметрах управління задля максимізації останніх. Ці фактори можуть мати як монетарний, так і немонетарний характер. При цьому немонетарні (якісні) фактори, як правило, виникають на підприємстві раніше монетарних і за умов активного управління ними створюють передумови для забезпечення сталого зростання вартості компанії. Серед немонетарних факторів можна виділити такі: рівні інноваційності й конкуренції в галузі, кваліфікація управлінського персоналу, якість менеджменту, спрямованість стратегії компанії, інтегрованість бізнесу, організаційно-правова форма підприємства, структура власності, життєвий цикл фірми, цінність бренду, якість, система мотивації, імідж компанії. До монетарних чинників, як правило, відносять такі: інтенсивність капітальних вкладень, рівні ділової активності, фінансового левериджу, економічного прибутку, диверсифікації джерел доходів і ринків збуту, дивідендна політика, вартість капіталу, рентабельність інвестованого капіталу, темп інфляції.

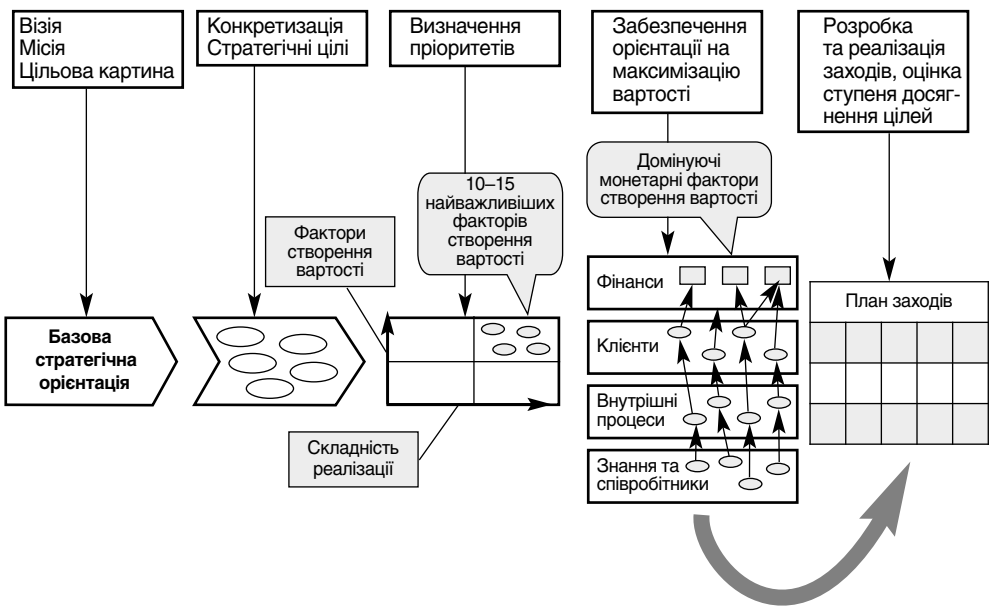
Виділення ключових факторів створення вартості є важливим з огляду на ряд причин. По-перше, окремі категорії персоналу й менеджменту, які власне й забезпечують досягнення поставлених перед компанією цілей, не можуть працювати безпосередньо з вартістю (оскільки вона розглядається як підсумковий консолідований критерій). Тож вимушені займатися тим, на що здатні впливати, — задоволенням потреб споживачів, реалізацією заходів щодо досягнення цільової величини собівартості, освоєнням капітальних витрат тощо. Саме тому система індикаторів вартості повинна базуватися на використанні зрозумілих для виконавців показників, які братимуться для оцінки результативності їх діяльності. По-друге, саме ці фактори вартості допомагають керівництву зрозуміти, що саме відбувається на інших рівнях в організації, та донести до своїх підлеглих розуміння стратегічної мети функціонування компанії[10].

---

[9] *Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж.* Зазнач. праця. — С. 116.

[10] *Там само.* — С. 124.

Таким чином, з нашої точки зору, *ефективний вартісно-орієнтований підхід* до управління підприємством передбачає систематизацію дій та управлінських рішень, спрямованих на нейтралізацію негативних (які впливають на зниження вартості) й посилення впливу позитивних (які сприяють зростанню вартості) факторів створення вартості. Саме на цих принципових позиціях ідентифікації, активізації й використання факторів створення вартості базується сучасна вартісно-орієнтована концепція управління підприємством на основі використання Balansed Scorecard (BSC) — Збалансованої системи показників розвитку компанії. Концепція передбачає послідовну реалізацію орієнтованої на підвищення вартості компанії стратегії розвитку. Загальний алгоритм дій у рамках вартісно-орієнтованої концепції управління компанією на основі використання Збалансованої системи показників наведено на рис. 1.



Перетворення стратегії підприємства на заходи

Джерело: Концепция контроллинга: Управленческий учет. Система отчетности. Бюджетирование: Пер. с нем. / Horvath & Partners — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — С. 202.

Рис. 1. **Алгоритм дій у рамках вартісно-орієнтованої концепції управління підприємством**

Світова й вітчизняна практика доводить, що успішна фінансово-господарська діяльність підприємства залежить приблизно на 70 % від стратегічної спрямованості, майже на 20 % — від ефективності оперативного управління й майже на 10 % — від якості виконання поточних завдань[11]. При цьому як головний критерій такої

[11] *Mensch G.* Finanz-Controlling: Finanzplannung und- Kontrolle, Controlling zur finanziellen Unternehmensfuhrung. — Munchen; Wien: Oldenburg, 2001.

успішності найбільш конкурентоспроможні підприємства й компанії переважно використовують головний критерій оцінки якості управлінських рішень — зростання вартості бізнесу.

Запровадження концепції управління вартістю може забезпечити сучасний бізнес перспективним та ефективним інструментарієм для оцінки його поточного й майбутнього фінансового стану. Вважаємо, що одним із таких інструментів успішної реалізації вищезазначеної концепції є організація дієвої *системи контролінгу*, яка має сприяти розв'язанню завдань, викладених нижче.

1. Забезпечити відповідність усіх цілей і дій окремих структурних підрозділів і працівників компанії стратегії розвитку, її візії та орієнтації на зростання вартості (як зазначив древній мудрець Йога Берра з приводу важливості чіткого формулювання цілей: "Якщо Ви не знаєте, куди йдете, то можете опинитися зовсім у іншому місці"[12]). Реалізація цього положення лежить у площині розробки для кожної компанії індивідуальної системи збалансованих показників із визначенням ключових аспектів діяльності, які і слугують основними факторами, що сприяють зростанню вартості компанії та, в кінцевому підсумку, забезпечують досягнення монетарних цілей підприємства у рамках аспекту "Фінанси". При цьому важливим є не лише формальне визначення цих факторів, а й побудова так званого причинно-наслідкового ланцюжка — інструмента усунення суперечностей між окремими стратегічними цілями компанії. На рис. 2 наведено авторські розробки елементів системи BSC для одного з дилерських автомобільних центрів "Volkswagen" у м. Києві.

2. Розробити систему стратегічних карт. Цей інструмент передбачає формування щодо кожного з ключових аспектів діяльності так званих ключових індикаторів діяльності підприємства, які, по суті, є кількісними вимірниками стратегічних цілей, що ставляться перед підприємством. Фрагмент такої карти за аспектом "Фінанси" для вищезгаданого підприємства наведено в таблиці. Як підтвердила практика, для постановки стратегічних цілей за цим аспектом доцільним, на нашу думку, є використання класичної моделі стійкого економічного зростання компанії "Du Pont", яка надає можливість простежувати взаємовплив добре відомих і значущих фінансових параметрів діяльності підприємства на показник темпу економічного зростання:

$$\text{ТЕЗ} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Оборот}} \cdot \frac{\text{Оборот}}{\text{ЧА}} \cdot \frac{\text{ЧА}}{\text{ВК}} \cdot \frac{\text{ЧП}}{\text{EBIT}} \cdot \frac{\text{РеП}}{\text{ЧП}} = \frac{\text{РеП}}{\text{ВК}}, \qquad (1)$$

де ТЕЗ — темп економічного зростання, який, по суті, є співвідношенням реінвестованої суми прибутку підприємства з величиною власного капіталу;

EBIT — операційний прибуток до сплати податку на прибуток і процентів за використання позикових ресурсів у рамках аналітичного періоду;

[12] *Нивен П.Р.* Сбалансированная Система Показателей — шаг за шагом: максимальное повышение эффективности и закрепление полученных результатов: Пер. с англ. — Днепропетровск: Баланс-Клуб, 2003. — С. 173.

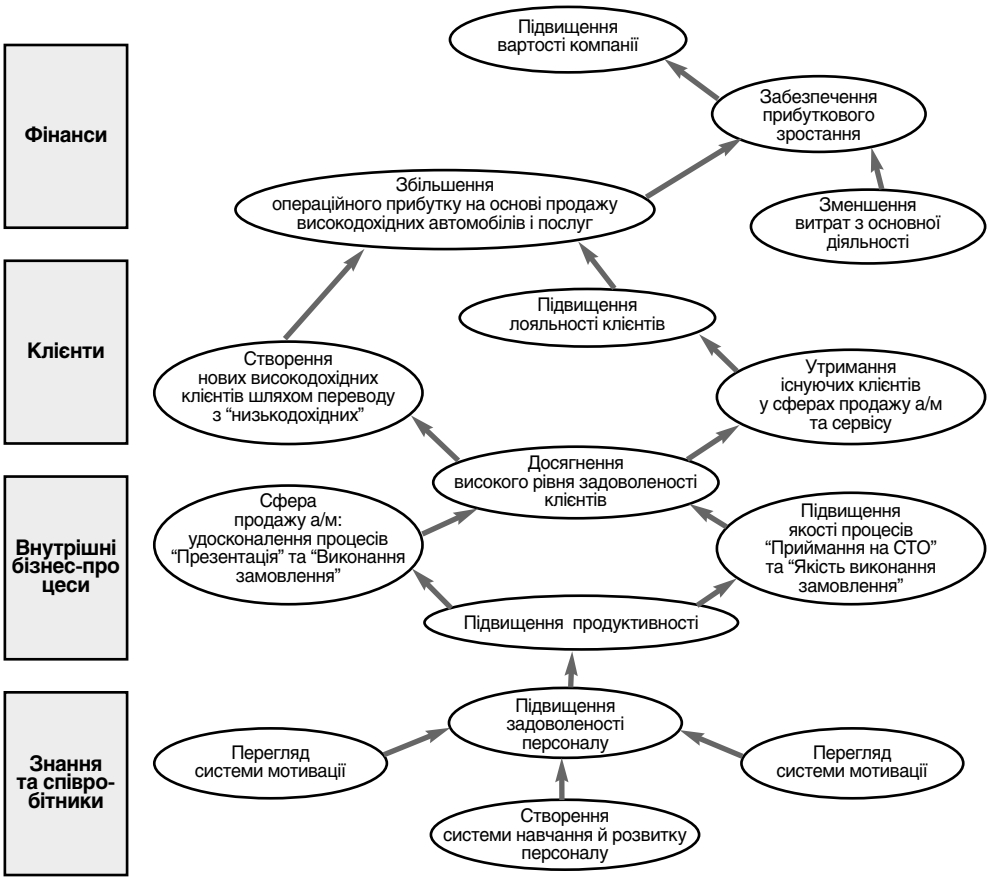


Рис. 2. **Причинно-наслідкові зв'язки у Збалансованій системі показників дилерського автомобільного центру "X-Auto"**

Оборот — показник виручки від реалізації продукції за аналітичний період;

ЧА — середня вартість чистих активів підприємства у рамках аналітичного періоду;

ВК — середня вартість власного капіталу підприємства у рамках аналітичного періоду;

ЧП — величина чистого прибутку підприємства у рамках аналітичного періоду;

РеП — сума реінвестованого прибутку підприємства у рамках аналітичного періоду.

Зазначена модель може бути виражена через основні найважливіші параметри діяльності підприємства:

$$ТЕЗ = РЕоб \cdot КОБча \cdot ФЛ \cdot ПТ \cdot КРеП, \quad (2)$$

де РеОб — показник рентабельності обороту;

Таблиця. **Фрагмент стратегічної карти для дилерського автомобільного центру "X-Auto"**

Стратегічні цілі	Ключові індикатори цілей		Цільові значення кінцевих індикаторів
Аспект "Фінанси"			
	Випереджаючі	Кінцеві	
Підвищення вартості компанії	EVA	EVA/ВК	Доведення до 3 %
Забезпечення прибуткового зростання	RONA	ROI	Зростання на 15 %
	ЧА/ВК		
	ЧП/EBIT		—
	Оборот/ЧА		—
Збільшення операційного прибутку на основі продажу високодохідних автомобілів і послуг	Валовий дохід; суми покриття 1 і 2 за видами автомобілів та сервісних послуг; операційний прибуток за центрами витрат	Рентабельність обороту	Зростання на 5 %
Зменшення витрат з основної діяльності	Сума витрат з основної діяльності; суми покриття 2 (відповідальність центрів витрат)	Рівень витрат з основної діяльності	Зниження до 63 %
	Сума покриття 3 сфери продажу автомобілів	—	—
	Сума покриття 3 сфери послуг СТО	—	—

$КОб_{ЧА}$ — коефіцієнт оборотності чистих активів;

ФЛ — показник, що виражає структуру фінансування активів підприємства (показник фінансового левериджу);

ПТ — показник, що виражає ступінь податкового тиску на прибуток підприємства;

КРеП — коефіцієнт реінвестування прибутку підприємства.

Слід зазначити, що добуток перших двох показників формули (2) являє собою не що інше, як показник рентабельності інвестованого капіталу (*Return of Investment* або *Return on Net Assets*), а добуток перших чотирьох показників дає можливість оцінки рентабельності власного капіталу (ROE). Розуміння вищенаведених взаємозв'язків дає змогу управляти діяльністю підприємства на основі побудови системи цільових параметрів, які формують кінцевий індикатор підвищення вартості компанії.

Адаптована модель економічного зростання для зазначеного підприємства має виглядати таким чином:

$$\frac{EBIT}{ВР} \cdot \frac{ВР}{ЧА} \cdot \frac{ЧА}{ВК} \cdot \frac{ЧП}{EBIT} \cdot \frac{EVA}{ЧП} = \frac{EVA}{ВК}. \qquad (3)$$

У рамках адаптованої моделі, яка, з нашого погляду, може бути використана всіма аналогічними суб'єктами господарювання, існують деякі особливості розрахунку, що потребують додаткових коментарів:

— EBIT у цьому разі має розраховуватись як результат від основної діяльності і враховувати ЧП від основної діяльності плюс проценти за кредитами й податок на прибуток;

— чисті активи мають визначатися виходячи з вартості необоротних активів і чистого робочого капіталу;

— чистий прибуток має розраховуватися виходячи з його величини від основної діяльності;

— замість величини реінвестованого прибутку має враховуватися величина економічної доданої вартості, яка і є одним із головних показників індикаторів підвищення вартості компанії (EVA — *Economic Value Added*). У рамках класичної методики EVA визначається як різниця між нормою дохідності інвестицій (IRR) та WACC:

$$EVA = IRR - WACC, \tag{4}$$

де IRR — показник внутрішньої норми дохідності інвестицій;

WACC — показник середньозваженої вартості капіталу.

Як норма дохідності від здійснення основної діяльності зазвичай слугує показник дохідності інвестованого капіталу. У зв'язку з цим методика оцінки показника економічної доданої вартості набуває дещо іншого вигляду:

$$EVA = (ROI - WACC) \cdot IK, \tag{5}$$

де ROI — показник дохідності інвестованого капіталу;

IK — середня вартість інвестованого капіталу.

Використання даної моделі для зазначеного підприємства надає можливість провести комплексний аналіз і виявити фактори, які гальмують прибуткове зростання підприємства, усвідомити, наскільки ефективно використовуються активи, та виявити "вузькі місця" в діяльності й "точки відліку" подальшої розробки системи заходів, спрямованих на їх усунення.

Потрібно зазначити, що даний підхід у тій чи іншій модифікації знайшов широке практичне використання в усіх провідних компаніях світу. На нашу думку, це зумовлено низкою причин: застосування методу дає змогу зробити аналіз фінансових результатів якіснішим і гнучкішим, оскільки забезпечує взаємозв'язок показників генерального цільового планування (наприклад, ROI, ROE) та часткових показників, які є базовими цілями для окремих структурних підрозділів підприємства (наприклад, обсяги збуту, витрати відділу збуту, виробничі витрати тощо); реалізувати концепцію управління за цілями на основі зустрічного цільового планування прибутку; вчасно виявляти "вузькі місця" в діяльності підприємства й розробляти коригуючі заходи для досягнення поставлених цілей; забезпечити координацію діяльності всіх структурних підрозділів підприємства у процесі обґрунтування планів їх розвитку й контроль їх виконання, а також обґрунтовувати альтернативні плани розвитку підприємства у разі виявлення ознак критичного становища.

3. Запровадити процес каскадування, під яким слід розуміти процес розробки Збалансованої системи показників для кожного організаційного рівня компанії. Приклад елемента каскадування цілі за аспектом "Клієнти" виходячи зі схеми причинно-наслідкових взаємозв'язків показників BSC для дилерського автомобільного центру "X-Auto" наведено на рис. 3.

Система показників компанії			
Ключовий аспект діяльності	Мета	Показник	Норма
Клієнти	Збільшення припливу нових клієнтів	Частка нових клієнтів	20 %

Система показників відділу збуту автомобілів			
Ключовий аспект діяльності	Мета	Показник	Норма
Внутрішні бізнес-процес и	Освоєння нових ринків у регіонах	Кількість укладених контрактів у регіонах	10

Система показників відділу маркетингу			
Ключовий аспект діяльності	Мета	Показник	Норма
Внутрішні бізнес-процес и	Організація реклами в регіонах	Індекс пізнаваності бренду	50 %

Рис. 3. **Елемент каскадування Збалансованої системи показників для дилерського автомобільного центру "X-Auto"**

4. Забезпечити відповідні процеси моніторингу й контролю виконання ключових індикаторів. Надзвичайно важливою при цьому є розробка системи звітів підприємства, які б забезпечували суб'єктів, відповідальних за виконання тих чи інших індикаторів, вчасною та релевантною інформацією про ступінь їх виконання. Одним з інструментів, що дає змогу розв'язувати низку такого роду завдань, є звітні формуляри контролера, які повинні відображати планові, фактичні значення ключових індикаторів компанії та величину відхилень і, як правило, розробляються за місяцями. Їх використання спрощує процедуру виявлення "вузьких місць" й допомагає сконцентрувати увагу на розробці заходів, які б сприяли усуненню несприятливих критичних відхилень щодо окремих ключових індикаторів.