

вибору України / О.О. Ляхова // Інвестиції: практика та досвід. – 2015. – № 13–14. – С. 30–33.

5. Андрійчук Ф.Ю. Проектне фінансування зовнішньоекономічної діяльності в умовах кризи / Ф.Ю. Андрійчук // Економіка та держава. – 2010. – № 4. – С. 76–77.

6. Міжнародна економіка : [навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц.] / [А.М. Поручник, Я.М. Столярчук, О.Д. Павловська та ін.]; за ред. А.М. Поручника. – К. : КНЕУ, 2011. – 156 с.

7. Литвин П.В. Державне регулювання страхової діяльності у сфері експортних операцій / П.В. Литвин // Держава та регіони. Серія: Державне управління – 2011. – № 4. – С. 41–46.

8. Державна допомога виробникам в Україні:

реформування відповідно до норм СОТ та ЄС / за ред. С.В. Касьянова. – К. : Нора–Друк, 2014. – 86 с.

9. Угода про субсидії та компенсаційні заходи СОТ від 15 квітня 1994 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua>.

10. Булана О.О. Бюджетно-податкові інструменти державної підтримки підприємств в Україні з урахуванням вимог СОТ та ЄС : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / О.О. Булана. – К., 2012. – 200 с.

11. Костюченко В.М. Державне фінансування структурної переорієнтації зовнішньої торгівлі: аналіз стану та перспективи розвитку / В.М. Костюченко // Вісник ЖДТУ. Серія: Економічні науки. – 2010. – № 4 (54) – С. 324–329.

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ВПРОВАДЖЕННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ НА ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВАХ

PROBLEMS AND PERSPECTIVES OF IMPLEMENTATION OF VALUE-BASED MANAGEMENT IN NATIONAL ENTERPRISES

У статті висвітлено прагматичні проблеми впровадження вартісно-орієнтованого управління на вітчизняних підприємствах. Розглянуто недоліки використання традиційної фінансової моделі для оцінки ефективності діяльності суб'єктів господарювання. Наведено аргументи щодо необхідності побудови системи управління на основі вартісно-орієнтованих показників. Доведено, що імплементація VBM дасть компаніям змогу вийти на новий рівень розвитку, скористатися конкурентними перевагами та в процесі ефективної діяльності задовольнити інтереси всіх зацікавлених сторін. Висвітлено специфіку застосування концепції вартісно-орієнтованого управління в українських реаліях.

Ключові слова: методи оцінки економічної ефективності діяльності компанії, традиційна фінансова модель, вартісно-орієнтоване управління, додана вартість, вартість компанії, принципал-агент, конфлікт.

В статье освещены прагматические проблемы внедрения ценностно-ориентированного управления на отечественных предприятиях. Рассмотрены недостатки использования традиционной финансовой модели для оценки эффективности деятельности субъектов хозяйствования. Приведены аргументы, касающиеся необходимости построения системы управления на основе ценностно-ориентированных показателей. Доказано, что имплементация

VBM позволит компаниям выйти на новый уровень развития, воспользоваться конкурентными преимуществами и в процессе эффективной деятельности удовлетворить интересы всех заинтересованных сторон. Освещена специфика применения концепции ценностно-ориентированного управления в украинских реалиях.

Ключевые слова: методы оценки экономической эффективности деятельности компании, традиционная финансовая модель, ценностно-ориентированное управление, добавленная стоимость, стоимость компании, принципал-агент, конфликт.

The article is focused on pragmatic problems of implementation of value-based management in national enterprises. The disadvantages of using financial model to estimate an enterprise effectiveness were considered. The article explains reasons of the necessity of building a management system based on value-oriented indicators. It has been proved that implementation of VBM allows companies to reach a new level of development, use competitive advantages and satisfy interests of all stakeholders through the effective operation. Implementation of the concept of value-based management in Ukrainian business conditions was described.

Key words: methods for estimating the enterprise effectiveness, the traditional financial model, value-based management, added value, enterprise value, the agency problem.

УДК 658.15

Чепка В.В.

к.е.н, доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

Павлюк Т.С.

студентка

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

Постановка проблеми. У сучасних умовах господарювання, що характеризуються розвитком ринкової економіки, посиленням процесів глобалізації, конкуренції, перед вітчизняними підприємствами постає необхідність більш ефективного функціонування та спрямування своєї діяльності

не лише на задоволення поточних потреб у вигляді отримання прибутку, але й планування майбутньої діяльності компанії таким чином, щоб успішно функціонувати, враховуючи при цьому інтереси власників. Поступово відбувається трансформація цілей діяльності підприємства з оперативних,

досягнення яких характеризується отриманням позитивного фінансового результату – прибутку, на стратегічні, що тісно пов'язані з інтересами власників – тривалим та успішним функціонуванням компанії та, як результат, зростанням її вартості.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Проблеми та перспективи впровадження вартісно-орієнтованого управління (VBM) на вітчизняних підприємствах досліджуються багатьма вченими. Вагомий внесок у дослідження та розв'язання зазначених проблем зробили: Терещенко О.О., Ткачук Н.М., Коробков Д.В., Захарін О.О., Новикова І.В. та багато інших авторів. Ученими досліджено вагому частину теоретичних, методологічних та прикладних аспектів упровадження VBM. Водночас проблеми обмеженості практичного використання інструментів VBM та об'єктивні чинники, які ускладнюють застосування даної моделі, досі залишаються невирішеними.

Постановка завдання. Розвиток бізнес-середовища відкриває нові можливості перед учасниками ринку капіталів та вимагає нових підходів до визначення ефективності діяльності компанії. У даному контексті особливу актуальність набуває дослідження застосування вартісно-орієнтованого управління, яке найбільш відповідає сучасним умовам функціонування підприємства. У зв'язку із цим потребують додаткових досліджень проблеми імплементації VBM на вітчизняних підприємствах.

Виклад основного матеріалу дослідження.

У вітчизняній практиці управління фінансами для оцінювання ефективності діяльності підприємств здебільшого використовуються показники чистого прибутку або ж рентабельності, що розраховані на базі прибутку. Проте використання цих показників має низку недоліків.

По-перше, менеджмент підприємства має багато можливостей до маніпулювання показниками прибутку, які відображаються у звітності: використання різних методів обліку запасів (LIFO, FIFO, ідентифікованої собівартості); проведення переоцінки основних засобів; нарахування амортизації за різними методами, оплата фіктивних послуг та інші методи завищення (заниження) собівартості продукції.

По-друге, показники чистого прибутку не дають інформації про зміну вартості компанії. Підприємства, які динамічно розвиваються, зазвичай характеризуються збільшенням дебіторської заборгованості, запасів, інвестиційних вкладень в основні засоби. Таким чином, порушується зв'язок між вартістю підприємства та розміром прибутку через необхідність інвестування коштів в оборотні та необоротні активи.

По-третє, під час визначення прибутку ігнорується фактор зміни вартості грошей у часі. Ставка дисконтування, яка використовується для оцінювання вартості підприємства, не лише відобра-

жає рівень ризику вкладень в об'єкт оцінки, а й є також інструментом урахування майбутнього рівня інфляції, який впливає на вартість грошової одиниці. Якщо підприємство показало у звітності прибуток, однак рентабельність інвестицій є меншою, ніж ставка залучення капіталу, вартість не створюється, а поглинається.

Ще одним недоліком показника прибутку є той факт, що під час його визначення не враховується ціна залучення власного капіталу підприємства та інші економічні витрати, а отже, неможливо оцінити реальні витрати на реалізацію тієї чи іншої продуктової чи інвестиційної програми. Як наслідок, будуть прийматися рішення щодо здійснення зайвих (надлишкових) інвестицій, які не генерують доданої вартості, однак є прибутковими [1, с. 156–157].

Отже, традиційна фінансова модель характеризується: вузькою направленістю – під час визначення ефективності враховуються лише матеріальні фактори; обмеженою інформативністю – не враховуються зміни вартості капіталу, який належить власникам; відносною точністю – дані бухгалтерської звітності не дають чіткого уявлення про дійсний стан підприємства. Також недоліками методів оцінки економічної ефективності, які ґрунтуються на показниках прибутку, є: спрощеність моделі внаслідок відсутності показника, який відображає фактор ризику; неповний облік витрат під час залучення капіталу; складність порівняння традиційних показників ефективності конкуруючих підприємств унаслідок розбіжностей в обліковій політиці [2, с. 18].

Незважаючи на значення цього показника для статистичної звітності, розподілу фінансових результатів між власниками, порівняльного аналізу, у світовій практиці поступово відходять від показників бухгалтерського прибутку як критерію оцінки результативності діяльності.

Альтернативною до традиційної фінансової моделі є вартісна модель оцінювання ефективності підприємства, за якою успішність діяльності компанії пов'язується з приростом його вартості. Розвиток вартісних моделей відбувався паралельно з удосконаленням системи управління та планування, поширенням інформаційних технологій, посиленням конкурентної боротьби та зростанням складності завдань, що постають перед менеджерами та власниками компаній [2, с. 19].

Проте варто зазначити, що показник результативності діяльності повинен передусім відповідати стадії розвитку (життєвому циклу) підприємства. Створення та зростання вартості компанії для акціонерів як головної цілі реально актуалізується лише на певному етапі розвитку як компанії, так і зовнішнього середовища.

Отже, говорячи про вартісно-орієнтоване управління, ми передусім зосереджуємо увагу на показниках, які відповідають певному етапу розвитку

бачення довгострокових перспектив та рівню капіталоємності бізнесу. Генерування прибутку та навіть його зростання є необхідною, проте недостатньою умовою приросту вартості для акціонерів. Головна відмінність вартісних показників від традиційних полягає в тому, що вони сигналізують про зміну вартості для постачальників капіталу (передусім власників, акціонерів) у звітному періоді. Іншими словами VBM-показники ясно та однозначно характеризують, наскільки вдало компанія задовольняє ціль максимізації добробуту власників [3, с. 4].

Із позицій розвитку вітчизняної економіки найпоширенішою організаційно-правовою формою юридичних осіб в Україні є товариства з обмеженою відповідальністю. Крім того, суттєву частку займають саме малі та середні підприємства, функціонування яких спрямоване на отримання прибутку в поточному періоді, а в центрі управління знаходиться процес оптимізації витрат. Часто підприємства зацікавлені знизити показники діяльності, щоб показати себе збитковими задля зменшення відтоку ресурсів у вигляді зобов'язань перед бюджетом. Ця тенденція пов'язана передусім із нестабільністю розвитку економіки, з постійними кризами та змінами в законодавстві, саме тому суб'єкти господарювання надають перевагу отриманню певного позитивного ефекту від своєї діяльності у даний момент, оскільки розраховувати на щось у довгостроковому періоді, як свідчить практика, досить важко.

Однак нестабільність зовнішнього середовища також має і позитивну сторону – змушує підприємства пристосовуватися до викликів, удосконалюючи свою діяльність. Процеси глобалізації відкривають іноземним компаніям доступ до вітчизняних ринків, тому щоб зберегти свою частку, українські підприємства повинні робити певні кроки задля підвищення своєї конкурентоспроможності, а цей процес передбачає орієнтацію на довгострокове функціонування.

Вартісно-орієнтоване управління враховує також інтереси різних груп стейкхолдерів компанії. Кожна група зацікавлених сторін має свої інтереси у зростанні вартості підприємства (рис. 1).

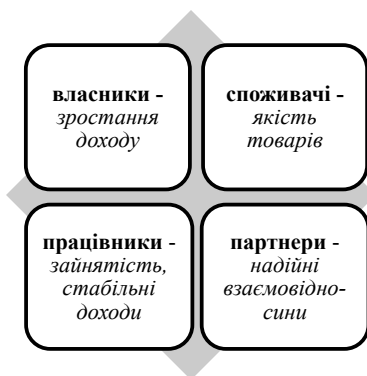


Рис. 1. Інтереси стейкхолдерів у зростанні вартості компанії

Основну фінансову зацікавленість у цьому мають власники: вкладаючи в підприємство свої фінансові ресурси, вони розраховують принаймні на їх збереження та отримання доходу у вигляді дивідендів, а у кращому випадку – зростання даного доходу в перспективі.

Споживачі товарів і послуг підприємства, створюючи попит на них, визначають формування важливого показника операційної діяльності підприємства – доходу від реалізації продукції. Таким чином, збереження та підвищення конкурентоспроможності підприємства на товарних ринках буде залежати від задоволення ним цілей наступної групи стейкхолдерів – споживачів – щодо отримання якісної продукції з високою споживчою вартістю.

Працівники як стейкхолдери підприємства будуть зацікавлені у зростанні його вартості, якщо це гарантує їм стабільну зайнятість та зростання доходів у вигляді заробітної плати. Крім того, працівники можуть орієнтуватися і на нефінансові вигоди, зокрема кар'єрне зростання, самореалізацію тощо [4, с. 36].

Для партнерів – постачальників, фінансових установ – розвиток і зростання вартості підприємства буде чинником надійних та довгострокових взаємовідносин, своєчасного виконання ним своїх зобов'язань. І навпаки, врахування зазначених цілей своїх партнерів для підприємства визначатиме своєчасність поставок сировини і матеріалів, можливість отримання банківських кредитів та ін.

Таким чином, усі стейкхолдери підприємства зацікавлені в його успішному розвитку, оскільки це означає для них можливість задоволення власних індивідуальних інтересів. Своєю чергою, згідно з вартісно-орієнтованим підходом, цілі всіх стейкхолдерів повинні бути враховані під час здійснення стратегічного та оперативного планування на підприємстві та встановленні цільових показників вартості [5, с. 166].

Вартісно-орієнтована концепція управління компанією є найбільш успішною, оскільки відповідає ринковим умовам функціонування, а зміна вартості як критерій ефективності господарської діяльності враховує майже всю інформацію, пов'язану з її діяльністю. Крім того, відкритість та стабільність функціонування є важливими характеристиками з позиції інвесторів, а створення вартості є результатом процесу інвестування в ті сфери і напрями, в яких підприємство має ринкові конкурентні переваги. Тому оцінювання вартості базується на визначенні стратегічних перспектив, оцінених на основі грошових потоків, які дають змогу генерувати наявні та створювані активи [6, с. 109].

Отже, вартісно-орієнтоване управління спрямоване на ефективне функціонування компанії з позиції орієнтації її діяльності на досягнення стратегічних цілей, задоволення інтересів різних груп

стейхолдерів та залучення інвестицій, які генерують приріст вартості. Усі ці чинники свідчать про успішну та конкурентоспроможну діяльність суб'єкта господарювання.

Незважаючи на всі наведені переваги вартісно-орієнтованого управління, запровадження даної концепції на більшості вітчизняних підприємств передбачає виникнення досить значних проблем та суперечностей.

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 управління 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 [7, с. 78].

Крім обмеженості практичного використання інструментів вартісно-орієнтованого управління через необізнаність та фінансову неграмотність, є ще об'єктивні зовнішні чинники, які ускладнюють застосування даної моделі.

По-перше, вартісно-орієнтоване управління є всеосяжною та цілісною системою менеджменту, тому для ефективного впровадження необхідна повна зміна старої культури на нову. Це може значно покращити показники діяльності компанії та підвищити її конкурентні переваги. Але, з іншого боку, можуть виникнути суттєві ускладнення, адже для якісної та ефективної зміни наявної системи управління потрібно вкладати не тільки значні обсяги фінансових ресурсів, але й час [8, с. 7].

По-друге, недостатній розвиток фондового ринку не дає можливості точно визначити ринкову вартість власного капіталу та, відповідно, коректно виміряти зміну вартості компанії. Прогнозні дані грошових потоків, на яких ґрунтується оцінка, ускладнюють отримання достовірних результатів. Окрім того, в українських реаліях досить важко об'єктивно розрахувати і ставку дисконтування. Неактивний ринок капіталів також ускладнює побудову системи мотивації таким чином, щоб можливе було використання фінансових інструментів як винагороду менеджменту.

По-третє, фундаментом для розрахунку є дані фінансової звітності компаній. У зв'язку із цим виникають складнощі з обчисленням показників, оскільки звітність українських підприємств поки що не повністю відповідає міжнародним стандартам та може штучно занижувати прибуток. До того ж вартісно-орієнтоване управління передбачає переведення показників фінансового обліку в показники управлінського обліку [9].

По-четверте, успішність запровадження західними компаніями VBM пов'язане зі стабільною економікою та орієнтацією на ефективне довгострокове функціонування. Додаткові ризики, що виникають на макроекономічному рівні в Україні, є результатом постійних змін у політичному становищі та законодавчій базі, тому вітчизняні компанії не роблять довгострокові прогнози свого розвитку, а надають перевагу вигодам, якими можна скористатися вже зараз [8, с. 7].

Висновки з проведеного дослідження. Отже, велика кількість вартісно-орієнтованих моделей на фоні фінансової неграмотності та небажання ризикувати і повністю змінювати систему управління гальмує розвиток вітчизняних підприємств. Хоча в українських реаліях існують об'єктивні складнощі щодо запровадження VBM, проте варто визнати, що модель управління підприємством, заснована на максимізації вартості, є найбільш успішною, а її імплементація дасть компаніям змогу вийти на новий рівень розвитку, скористатися конкурентними перевагами та в процесі ефективної діяльності задовольнити інтереси всіх зацікавлених сторін, як власників, так і працівників, споживачів, партнерів та державу.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Терещенко О.О. Фінансовий контролінг : [навч. посіб.] / О.О. Терещенко, Н.Д. Бабяк. – К. : КНЕУ, 2013. – 408 с.
2. Порядин В.С. Анализ существующих методов оценки экономической эффективности деятельности предприятий / В.С. Порядин // Вестник Ленинградского государственного университета им. А.С. Пушкина. – 2011. – № 4. – С. 16–24.
3. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности организации в рамках VBM / Д.Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. – № 2. – С. 3–42.
4. Харитонов А.Ю., Пластинин А.В. Эффективное управление предприятием на основе его стоимости : [монография] / А.Ю. Харитонов, А.В. Пластинин. – Архангельск, 2009. – 185 с.
5. Захарін О.О. Вартісно-орієнтоване управління на основі стейкхолдерського підходу в контексті інноваційного розвитку підприємства / О.О. Захарін // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – № 10(160). – С. 149–157.
6. Новикова І.В. Теоретичні основи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю під-

приємства / І.В. Новикова // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми та практики. – 2012. – № 3(19). – С. 106–116.

7. Терещенко О.О. Вартісно-орієнтований контролінг – інноваційний ресурс управління корпоративними фінансами / О.О. Терещенко, Д.Г. Савчук // Фінанси України. – 2011. – № 12. – С. 77–88.

8. Коробков Д.В. Особливості впровадження та використання вартісно-орієнтованого управління

на українських підприємствах / Д.В. Коробков, А.В. Сотніков // Актуальні проблеми управління. – 2012. – № 11. – С. 1–9.

9. Ткачук Н.М. Переваги та недоліки впровадження вартісно-орієнтованого управління в банках України / Н.М. Ткачук // Ефективна економіка. – 2013. – № 11 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.m.nauka.com.ua/?op=1&j=efektivna-ekonomika&s=eng&z=2499>.

РОЛЬ ДЕРЖАВНОГО КРЕДИТУ У ФІНАНСОВІЙ СИСТЕМІ ДЕРЖАВИ ROLE OF NATIONAL LOAN IN FINANCIAL SYSTEM OF STATE

УДК 336.77.067.21

Островська Н.С.

к.е.н., доцент
Чернівецький національний університет
імені Юрія Федьковича

Швець О.Ю.

аспірант
Чернівецький національний університет
імені Юрія Федьковича

У статті розглянуто поняття «державний кредит». Проаналізовано обсяг зовнішніх та внутрішніх запозичень за 2012–2015 рр. Визначено причини, що пов'язані зі значним зростанням запозичень у 2015 р. Проведено аналіз обсягу чистих запозичень та витрат на погашення за 2012–2015 рр. Наведено низку пропозицій для покращення ситуації з державними запозиченнями.

Ключові слова: державний кредит, зовнішні запозичення, внутрішні запозичення, державний борг, позичальник.

В статье рассмотрено понятие «государственный кредит». Проанализирован объем внешних и внутренних заимствований за 2012–2015 гг. Определены причины, связанные со значительным ростом заимствований в 2015 г. Проведен анализ объ-

ема чистых заимствований и расходов на погашение за 2012–2015 гг. Приведен ряд предложений по улучшению ситуации с государственными заимствованиями.

Ключевые слова: государственный кредит, внешние заимствования, внутренние заимствования, государственный долг, заемщик.

In the article the definition of the "public credit" was given. The volume of external and internal borrowings for the years 2012–2015 were analyzed. The reasons associated with a significant increase in borrowing and also the analysis of net borrowings from 2012 till 2015 years were shown. A number of suggestions for improving the situation with public borrowing were presented.

Key words: national loan, external borrowing, internal borrowing, public debt, borrower.

Постановка проблеми. Нині економіка України потребує здійснення ефективних економічних реформ для стабільного економічного зростання. Вирішення завдань економічної політики нерезально без значних капіталовкладень, мобілізація яких на сучасному етапі неможлива без значних ресурсів із боку держави. Тому сучасна фінансова політика держави об'єктивно визначає необхідність використання державних запозичень.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Важливе значення місця та ролі державного кредиту у фінансовій системі держави зумовило постійну увагу дослідників до різних аспектів його функціонування. Серед західних і вітчизняних учених особливої уваги заслуговують праці Р. Барро, Дж. Бьюкенена, Дж. Ітона, Дж. Кейнса, П. Кругмана, А. Лернера, К. Маркса, Г. Моультона, М. Обстфельда, Д. Рікардо, Дж. Сакса В. Андрущенко, В. Базилевича, О. Барановського, М. Бунге, З. Варналія, О. Василик, Т. Вахненко, А. Гальчинський, В. Гесця, В. Глуценко, В. Козюка, В. Корнеєва, М. Крупки, Г. Кучер, І. Луніної тощо.

Віддаючи належне науковим напрацюванням вітчизняних та зарубіжних учених з даної проблематики, слід зауважити, що існує потреба в її подальшому дослідженні, оскільки розвиток дер-

жавного кредиту відбувається в умовах трансформаційної економіки України, коли має місце пошук нових шляхів побудови ефективної системи управління державним боргом та існує об'єктивна необхідність перетворення державних запозичень на дієвий інструмент стабілізації соціально-економічного розвитку.

Постановка завдання. Метою статті є обґрунтування теоретичних засад державного кредиту, визначення особливостей його використання для забезпечення інвестиційно-інноваційного розвитку України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Із появою державних інститутів та розвитком правових відносин кредитні відносини отримали суттєво новий рівень розвитку. У результаті перевищення доходів держави над її видатками формування кредитних відносин за участю держави стало необхідним. Саме тому сферу державних фінансів, яка утворилася як результат невідповідності між розміром витрат та доходів держави, виокремили в державний кредит.

Варто враховувати, що державний кредит являє собою доволі специфічну ланку державних фінансів. Він не має ні окремого фінансового фонду (кошти, що мобілізуються за його допомо-