

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

М.Д. БІЛИК,
д.е.н., професор, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана,
Ю.П. КОНСТАНТИНОВА,

магістр фінансово-економічного факультету, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

Практичні підходи до розробки та впровадження фінансової складової Системи збалансованих показників в управління підприємством в умовах бюджетування

У статті розроблено фінансову складову системи збалансованих показників (СЗП) для ПрАТ «Галичина» відповідно до його бізнес-стратегії та стадії життєвого циклу. Встановлено причинно-наслідкові зв'язки між показниками фінансової складової СЗП та обґрунтовано необхідність введення цих показників у бюджети компанії з метою контролю за досягненням поставлених стратегічних цілей.

Ключові слова: система збалансованих показників (СЗП), стратегія, вартісно-орієнтовані показники, економічна додана вартість, бюджет, бюджетування, рентабельність вкладеного капіталу, рентабельність чистих активів.

М.Д. БИЛЫК,
д.э.н., профессор, Киевский национальный экономический университет им. Вадима Гетьмана
Ю.П. КОНСТАНТИНОВА,

магістр фінансово-економічного факультета, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

Практические подходы к разработке и внедрению финансовой составляющей Системы сбалансированных показателей в управление предприятием в условиях бюджетирования

В статье разработана финансовая составляющая системы сбалансированных показателей (ССП) для ЧАО «Галичина» в соответствии с его бизнес-стратегией и стадией жизненного цикла. Установлены причинно-следственные связи между показателями финансовой составляющей СПП и обоснована необходимость введения этих показателей в бюджет компании с целью контроля за достижением установленных стратегических ориентиров.

Ключевые слова: система сбалансированных показателей, стратегия, ценностно-ориентированные показатели, экономическая добавленная стоимость, бюджет, бюджетирование, рентабельность вложенного капитала, рентабельность чистых активов.

М. BILYK,
doctor of economics, professor, Kyiv National Economic University named after Vadym Getman,
I. KONSTANTINOVA,
master of finance, Kyiv National Economic University named after Vadym Getman

Practical approaches to the development and implementation of the financial component of the Balanced Scorecard to the management of the company in conditions of budgeting

In the article, we have developed a system of financial indicators as a part of the Balanced Scorecard (BSC) for JSC Galychyna according to its business-strategy and phase of life cycle. It was also established cause and effect relationships between

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

indicators of the financial component of BSC and proved a necessity to include these indicators into the company's budget in order to maintain control over the achievement of set strategic goals.

Keywords: *balanced scorecard, strategy, value-based indicators, economic value added, budget, budgeting, return on capital employed, return on net assets.*

Постановка проблеми. В останні роки система збалансованих показників (СЗП, Balanced Scorecard), яку запропонували Роберт Каплан та Девід Нортон, набула статусу однієї з сучасних та найефективніших методологій управління бізнесом. Різка зміна динаміки ринку в 90-х роках: глобалізація, зростання попиту й освіченості клієнтів; збільшення значущості нематеріальних активів сприяли трансформації способу організації бізнесу. Характерною особливістю більшої оцінки систем ефективності діяльності компанії була їхня залежність від фінансових показників. Разом із тим дослідниками було доведено: «базування методики оцінювання ефективності діяльності підприємства виключно на фінансових показниках не забезпечує зростання майбутньої економічної вартості організації» [1, с. 10].

Це зумовило відкриття і подальшу розробку концепції Системи збалансованих показників (Balanced Scorecard) у 1990 році дослідницьким центром аудиторсько-консалтингової компанії KPMG. Науковці, вивчаючи питання щодо ефективності управління, шукали можливості та інструменти, що забезпечують її підвищення.

Прийнята багатьма корпораціями у світі система збалансованих показників характеризувалася оцінкою результатів діяльності за чотирма чітко визначеними та пов'язаними між собою складовими: фінанси; клієнти; внутрішні бізнес-процеси; навчання та кар'єрний ріст персоналу. Головною відмінністю СЗП від інших інструментів стратегічного управління та основною її цінністю є принцип встановлення причинно-наслідкових зв'язків між цілями діяльності компанії.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Система збалансованих показників стала предметом дослідження низки зарубіжних вчених: Р. Каплан та Д. Нортон розробили теорію системи збалансованих показників; Пол Нівен запропонував концепцію щодо пристосування системи збалансованих показників до роботи державних та неприбуткових організацій; Р. Хьюберт визначив термін індивідуальних збалансованих показників як нової концепції управління [5]; В.Г. Кандалинцев підкреслив значення системи збалансованих показників для інноваційного бізнесу [6]; А.М. Гершун, Ю.С. Нефедьєва, М. Браун, В.Г.О. Нильс-Горан, Д. Парментер досліджували методику розробки та введення СЗП у систему управління підприємством; І.Б. Немировський та І.А. Старожукова [7] запропонували здійснювати управління підприємством за допомогою системи збалансованих показників на основі бюджетного планування за формування фінансової структури підприємства. Українські науковці зробили значний внесок у розвиток системи збалансованих показників: А.В. Сериков, Н.В. Титов створили технічне забезпечення системи збалансованих показників; Н.Д. Бабяк та О.О. Терещенко визначили значення СЗП у системі вартісно-орієнтованого управління фінансами компанії (Value based Management).

Мета статті. Розробити фінансову складову СЗП для підприємства та запропонувати послідовність процесу її впровадження в управління підприємством в умовах бюджетування.

Виклад основного матеріалу. Стратегія вважається потужним інструментом, який допомагає вижити в умовах швидкої зміни зовнішнього середовища. СЗП визначає ключові показники діяльності, за допомогою яких можна виміряти рівень досягнення стратегічних цілей. Як показує світова практика СЗП ретранслює положення загальної стратегії до всіх структурних рівнів організації, в тому числі до рівня співробітника, як конкретні оперативні цілі (оперативний план) його діяльності в зоні його компетенції.

Базою для розробки фінансової складової системи збалансованих показників було обрано ПрАТ «Галичина». Це підприємство здійснює виробництво й реалізацію молочної продукції (питного молока, сметани, кефірів та йогуртів, масла, спреїв, сухого знежиреного молока).

Для розроблення фінансової складової системи збалансованих показників необхідним є визначення бізнес-стратегії компанії. Такою стратегією у ПрАТ «Галичина» є зростання вартості компанії. За дотримання цієї стратегії компанія протягом останніх років не розподіляла чистий прибуток між акціонерами, а інвестувала його у свій розвиток.

У своїх працях Р. Каплан і Д. Нортон наголошують, що перед побудовою системи збалансованих показників необхідно визначити стадію розвитку, на якій знаходиться компанія. Вони виділяють три основні стадії: зростання, стабільний стан, «збір урожаю» (стадія, на якій пора збирати «урожай» від інвестицій, здійснених на попередніх двох етапах розвитку, на цій стадії бізнес не потребує нових вкладень для будівництва та розширення виробничих потужностей) [1, с. 43]. Виходячи зі зрілого віку компанії ПрАТ «Галичина» та лідерства на ринку молочних продуктів західного регіону України, спрямування інвестиційних проектів на розширення виробничих потужностей, оцінюємо стадію розвитку вказаного підприємства як «стабільний стан».

Р. Каплан і Д. Нортон у своїй праці «Збалансована система показників» пропонують на кожній стадії розвитку відбирати конкретні фінансові показники залежно від стратегічних орієнтирів компанії. Рекомендовані показники авторами концепції для кожної стадії розвитку підприємства представимо у табл. 1.

У спеціальній літературі мають місце різні пропозиції науковців щодо переліку фінансових показників, які доцільно вводити у СЗП. Запропоновані фінансові показники деякими вітчизняними та зарубіжними авторами подамо в табл. 2.

На нашу думку, СЗП має включати незначну кількість показників, які найбільш повно і глибоко оцінюють кожну із чотирьох складових цієї системи. Так, розробниками концепції Системи збалансованих показників запропоновано встановлювати 20–25 показників, які охоплюватимуть усі чотири сфери СЗП (фінанси; клієнти; внутрішні бізнес-процеси; навчання та кар'єрний ріст персоналу), на досягнення яких орієнтуватиметься вся діяльність фірми. 25% цих показників має належати до фінансової складової. Отже, фінансова складова СЗП має включати приблизно шість показників

Таблиця 1 Фінансові показники СЗП відповідно до стратегічних орієнтирів діяльності компанії [2, с. 74]

Стадія	Стратегічні орієнтири		
	зростання доходів і розширення структури діяльності	скорочення витрат і збільшення продуктивності	ефективне використання активів
Збір урожаю	1. Показник зростання обсягу продажів у сегменті ринку. 2. Відсоток доходу від продажів нового продукту чи послуги новим клієнтам.	1. Доходи / Персонал	1. Інвестиції (відсоток від продажів). 2. Дослідження і розвиток (відсоток від продажів)
Стабільний стан	1. Частка цільових клієнтів. 2. Перехресні продажі. 3. Відсоток доходу від нового використання вже існуючого продукту. 4. Прибутковість продукту чи клієнта	1. Порівняння власних витрат з витратами конкурентів. 2. Скорочення витрат (відсоток від продажів). 3. Непрямі витрати (відсоток від продажів)	1. Коef. ліквідності оборотного капіталу. 2. Рентабельність вкладеного капіталу (Return on Capital Employed, ROCE). 3. Коef. використання активів
Зростання	1. Прибутковість продукту чи клієнта. 2. Відсоток неприбуткових клієнтів	1. Собівартість одиниці виробництва	1. Окупність, продуктивність

Таблиця 2. Перелік рекомендованих фінансових показників для СЗП, запропонований окремими авторами

Автори	Запропоновані фінансові показники СЗП	Джерело
Терещенко О.О., Бабяк Н.Д.	Економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA); Чиста приведена вартість (Net Present Value, NPV); Маржинальний прибуток; Загальна сума активів; Рентабельність обороту; Коef. Фінансової стабільності; Коef. ліквідності	О.О. Терещенко, Н.Д. Бабяк. Фінансовий контролінг: навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2013. – 407с. (с. 240)
Гершун А.М., Нефедьєва Ю.С.	Сукупні активи або сукупні активи в розрахунку на одного працівника; Дохід/Сукупні активи (%); Дохід у розрахунку на одного працівника (грош. одиниць); Дохід від нових продуктів чи клієнтів (грош. одиниць); Прибуток/Сума загальних активів (%); Прибуток в розрахунку на одного працівника (грош. одиниць); Коefіцієнт прибутковості (%)	Разработка сбалансированной системы показателей. Практическое руководство с примерами – 2-е изд., разшир. / Под. ред. А.М. Гершуна, Ю.С. Нефедьевой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 125 с. (с. 13)
Пол Нівен	Рентабельність власного капіталу (Return on equity, ROE); Зниження витрат на обслуговування договорів*; Раціональне використання ресурсів; Зростання доходів; Зниження адміністративних витрат	Niven, Paul R. Balanced scorecard step-by-step: maximizing performance and maintaining results / Paul R. Niven. – 2nd ed., 2006
Науковці німецької консалтингової компанії Horvath & Partners	Рентабельність інвестицій по грошовому потоку (Cash Flow Return on Investment, CFROI); Відсоток загальних витрат у плановій виручці; Відсоток адміністративних та збутових витрат у виручці; Виручка від реалізації; Частка виручки, отриманої від не основних ринків збуту; Частка виручки, отриманої на основному ринку збуту	Внедрение сбалансированной системы показателей / Horvath & Partners; Пер. с нем. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 478 с. – (Серия «Модели менеджмента ведущих корпораций»)

* СЗП розроблено автором на прикладі компанії, яка є постачальником енергії для населення.

(25% * 25 = 6,25 показників). За такого рекомендованого значення переліку фінансових показників їхня кількість може коливатись від п'яти до семи.

Передумовою розробки фінансової складової СЗП для ПрАТ «Галичина» має бути визначення стратегічних орієнтирів. Пропонуємо встановити такі цілі для реалізації бізнес-стратегії компанії: зростання доходів за рахунок розширення кола споживачів та ефективнішого використання активів підприємства.

На основі дослідження наукових джерел та обраних стратегічних цілей для ПрАТ «Галичина» нами запропоновано включити до фінансової складової СЗП компанії такий перелік показників:

1. Коefіцієнт оборотності активів.
2. Коefіцієнт загальної ліквідності.
3. Рентабельність чистих активів (Return on Net Assets, RONA).
4. Чиста рентабельність продажів (Return on Sales, ROS).
5. Рентабельність вкладеного капіталу (Return on Capital Employed, ROCE).
6. Економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA).

Оскільки запропонована бізнес-стратегія компанії спрямована на зростання її вартості, більшість вказаних вище фінансових показників СЗП є вартісно-орієнтованими (тобто є такими, які характеризують вартість компанії або використовуються для оцінки її вартості): Рентабельність чистих активів (RONA), Чиста рентабельність продажів (ROS), Рентабельність вкладеного капіталу (ROCE), Економічна додана вартість (EVA). Оцінимо значимість наведених показників.

Так, управління на основі EVA означає орієнтацію на додану вартість при прийнятті всіх фінансових рішень: при здійсненні інвестицій, виробничої діяльності, у рамках стратегічного та оперативного управління. Концепція EVA ґрунтується на зіставленні прибутку підприємства за певний період із витратами на капітал, інвестований у відповідному періоді. Саме цей вартісно-орієнтований показник є основою для оцінки вартості компанії, а отже і результативним у фінансовій складовій системи збалансованих показників ПрАТ «Галичина».

Метод EVA полягає в оцінюванні вартості, яка створена понад очікування капіталодавців [10, с. 93].

Оцінювання вартості підприємства на базі EVA ґрунтується на принципі дисконтування, окрім цього, у розрахунок

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

ках задіяна початкова та проміжні величини інвестованого капіталу:

$$ВП_{EVA} = IK_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACCs)^t} + ЗВП_{NPV} + HA - ПК \quad [10, \text{с. 93}],$$

де $ВП_{EVA}$ – вартість компанії на дату оцінювання, визначена на базі EVA;

IK_0 – сума інвестованого капіталу;

$ЗВП_{NPV}$ – залишкова вартість підприємства на дату оцінювання;

HA – надлишкові активи (активи, які в даний час не використовуються отримання фінансового результату та використання яких на даному підприємстві у зазначений спосіб є фізично неможливим або економічно неефективним);

$ПК$ – позиковий капітал на дату оцінювання.

Свідченням практичної значимості та переваг показника EVA є те, що управління фінансами на основі EVA запроваджено на багатьох великих, всесвітньо відомих підприємствах (Siemens, Volkswagen). На основі цього показника розраховується ринкова вартість компанії.

Коефіцієнт загальної ліквідності дозволяє визначити спроможність підприємства щодо погашення своїх короткострокових зобов'язань за рахунок оборотних активів. Коефіцієнт оборотності активів та Рентабельність чистих активів (RONA) дадуть змогу оцінити ефективність використання активів компанії.

Розрахуємо Коефіцієнт оборотності активів (коефіцієнт Трансформації):

$$K_{\text{обор.активів}} = \frac{\text{Чиста виручка від реалізації (р.2000, ф.№2)}}{\text{Активи (р.1300, ф.№1)}} \quad [11, \text{с. 143}]$$

Коефіцієнт оборотності активів (коефіцієнт трансформації) визначає частку чистої виручки в активах підприємства;

показує, скільки отримано чистої виручки від реалізації продукції на одиницю коштів, інвестованих в активи. ПрАТ «Галичина» має зростаючий коефіцієнт оборотності активів. Така ситуація є позитивною, оскільки говорить про зростання виручки швидшими темпами, аніж суми активів. Тобто підприємство в цілому ефективно використовує свої активи, що дає змогу збільшувати прибуток.

Розрахуємо Коефіцієнт загальної ліквідності:

$$K_{\text{заг.лікв.}} = \frac{\text{Оборотні активи (1195, ф.№1)}}{\text{Поточні пасиви (1695, ф.№1)}}$$

Коефіцієнт загальної ліквідності показує, скільки гривень оборотних активів припадає на одну гривню поточних пасивів. Рекомендовані межі коефіцієнта: від 1,5 до 2. Для більшої очевидності наведені розрахунки представимо на рис. 1.

Як видно з наведеного рис. 1, Коефіцієнт загальної ліквідності знаходиться в рекомендованих межах, крім того, у 2012 році він наближався до верхньої межі. Це свідчить про те, що підприємство мало достатньо ліквідних коштів у цьому періоді. Проте негативною є спадна тенденція коефіцієнта.

Рентабельність чистих активів (RONA): $RONA = \frac{NOPAT}{\text{Net Assets}}$, [11, с. 143]

де $NOPAT$ (Net Operating Profit After Tax) – прибуток підприємства в періоді t перед сплатою процентів за кредити та після оподаткування;

Net Assets – чисті активи.

$NOPAT$ розраховується так: Фінансові результати від звичайної діяльності (прибуток) + Нараховані проценти – Податок на прибуток [11, с. 145].

Для зручності $NOPAT$ будемо обчислювати як суму чистого прибутку та фінансових витрат підприємства: $NOPAT = \text{р. 2350 Ф. 2} + \text{р. 2250 Ф. 2}$.

Таблиця 3. Розрахунок Коефіцієнта оборотності активів

Період	2012	2013	2014
Чиста виручка від реалізації продукції (р. 2000, ф. №2), тис. грн.	450 188	684 429	888 447
Активи (р. 1300, ф. №1), тис. грн.	453 985	533 822	486 842
Коефіцієнт оборотності активів	0,9916	1,2821	1,8249

Таблиця 4. Розрахунок Коефіцієнта загальної ліквідності

Період	2012	2013	2014
Всього оборотних активів, тис. грн.	2260	352 525	352 809
Всього поточних пасивів, тис. грн.	6620	200 335	206 644
Коефіцієнт загальної ліквідності	1,7596	1,7073	1,5790

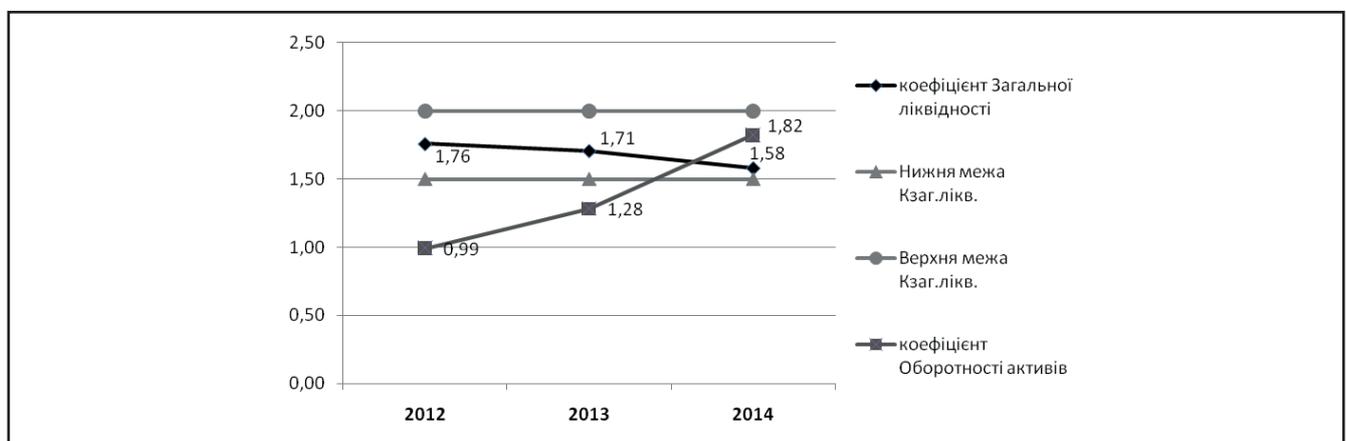


Рисунок 1. Динаміка Коеф. загальної ліквідності та Коеф. оборотності активів ПрАТ «Галичина» у 2012–2014 роках

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Відповідно до методичних рекомендацій ДКЦПФР (Рішення №485 від 17.11.2004) та Національного положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності», затвердженого Наказом Міністерства фінансів України №48 від 08.02.2014. Визначення вартості чистих активів проводиться за формулою: Чисті активи = Необоротні активи + Оборотні активи + Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття – Довгострокові зобов'язання і забезпечення – Поточні зобов'язання і забезпечення – Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття.

Вартість чистих активів ПрАТ «Галичина» розраховано за методикою НП(С)БО 1.

Як свідчать наведені дані, за останні три роки спостерігається різке падіння рентабельності чистих активів. Таке скорочення показника було спричинено більшою мірою зростанням чистих активів товариства, аніж падінням чистого операційного прибутку після оподаткування та перед сплатою процентів за кредити, що є однозначно позитивним явищем, оскільки чисті активи – це активи сформовані за рахунок власних коштів. Отже, така тенденція свідчить про збільшення інвестування власного капіталу в активи підприємства за досліджуваний період.

Наступним є розрахунок Чистої рентабельності продажів (ROS):

$$ROS = \frac{ЧП}{ЧВР} = \frac{р. 2350 \text{ Ф. 2}}{р. 2000 \text{ Ф. 2}}$$

Як свідчать дані табл. 6, у 2013 році порівняно з 2012 роком спостерігається зниження чистої рентабельності продажів на 40%. Позитивною є динаміка Чистої рентабельності продажів ПрАТ «Галичина» у 2014 році. Зростання Чистої рентабельності продажів свідчить про підвищення ефективності виробничо-збутової діяльності підприємства, адже його причиною стало збільшення суми чистого прибутку.

У фінансовій складовій СЗП наступним показником є Рентабельність вкладеного капіталу (Return on Capital Employed, ROCE). У теорії і практиці використовують кілька підходів до розрахунку ROCE. Один із варіантів обчислення показника: $ROCE = NOPAT / CE$ [3, с. 204], де $NOPAT$ – прибуток до сплати процентів та після оподаткування;

CE – обсяг вкладеного капіталу (Capital Employed).

Для розрахунку ROCE слід визначити показник вкладеного капіталу (Capital Employed, CE). Від точності його розрахунку залежать кінцеві показники результативності.

Схема розрахунку CE: Власний капітал + Довгострокові зобов'язання, за які сплачуються проценти + Короткострокові зобов'язання, за які сплачуються проценти – Грошові кошти та їхні еквіваленти [3, с. 204].

Відповідно до статей Балансу (Форма 1) ми розраховуватимемо CE таким чином: $CE = BK$ (р. 1495) + ДЗ (р. 1510 + р. 1515) + КЗ (р. 1600+р. 1610) – ГК (р. 1165), де BK – власний капітал; ДЗ – довгострокові зобов'язання, за які сплачуються проценти; КЗ – короткострокові зобов'язання, за які сплачуються проценти; ГК – грошові кошти та їх еквіваленти.

Аналогічно щодо чистої рентабельності продажів у динаміці рентабельності вкладеного капіталу спостерігається різке падіння показника у 2013 році і незначне зростання у 2014 році (на 1 п.п.). Загалом зниження рентабельності вкладеного капіталу свідчить про зменшення ефективності використання капіталу компанії, що є негативним явищем.

Останнім показником фінансової складової СЗП є Економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA). Алгоритм розрахунку показника EVA: $EVA = (ROCE_t - WACCs) * CE$ [10, с. 94], де WACCs – середньоарифметичне значення вартості вкладеного капіталу за період, для якого розраховується EVA, враховуючи податковий мультиплікатор.

По суті, економічна додана вартість – це чистий прибуток підприємства після оподаткування та сплати процентів за мінусом вартості капіталу цього підприємства.

Складність розрахунку EVA полягає у правильності обчислення вартості капіталу WACCs.

$$WACCs = R_D^E * \frac{E}{C} + (1 - T) * R_D * \frac{D}{C} \quad [12, \text{с. 132}],$$

де R_D^E – ставка витрат на власний капітал підприємства, що має борг;

R_D – ставка витрат на позичений капітал;

E – ринкова вартість власного капіталу;

D – обсяг позикового капіталу;

$C = E + D$ – сума капіталу підприємства;

T – податковий мультиплікатор.

Головна проблема, з якою стикаються фінансисти при застосуванні моделі WACC, полягає у визначенні ціни за-

Таблиця 5. Розрахунок рентабельності чистих активів (RONA)

Період	2012	2013	2014
NOPAT, тис. грн.	50 714,5	44 736,7	47 850,3
Чисті Активи, тис. грн.	62 513,2	81 565,0	101 046,0
RONA, %	81,1	54,8	47,4

Таблиця 6. Розрахунок чистої рентабельності продажів (ROS)

Період	2012	2013	2014
Чистий прибуток (ЧП), тис. грн.	23 585	19 052	19 481
Чиста виручка від реалізації (ЧВР), тис. грн.	684 429	888 447	733 443
ROS, %	3,5	2,1	2,7

Таблиця 7. Розрахунок рентабельності вкладеного капіталу (ROCE)

Період	2012	2013	2014
NOPAT, тис. грн.	50 714,5	44 736,7	47 850,3
CE, тис. грн.	93 083,0	309 999,0	325 065,0
ROCE	0,54	0,14	0,15

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

лучення власного капіталу, зокрема значення очікуваної ставки вартості власного капіталу (RED). Це питання досі не знайшло повного вирішення ні в теорії, ні в практиці. Одним із можливих способів розрахунку ставки вартості власного капіталу є розрахунок показника, оберненого до відношення ціни акції до чистого прибутку на одну акцію (Price earnings ratio, PER), але мають місце й інші методи: модель CAPM, суб'єктивна експертна оцінка.

$$R_D^E = \frac{\text{Share Price}}{\text{PER}} \quad [3, \text{с. 198}],$$

де *Share Price* – ринковий курс акції; *PER* – чистий прибуток на одну акцію.

Оскільки досліджуване підприємство є приватним акціонерним товариством, його акції не обертаються на фондовій біржі. Таким чином, за ціну акції приймемо вартість чистих активів компанії у розрахунку на одну акцію (*Share Price* = вартість ЧА, тис. грн. / Кількість акцій, штук). Відповідно до інформації, розміщеної на офіційному сайті Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України, кількість акцій ПрАТ «Галичина» протягом досліджуваного періоду становила 310 штук.

Для розрахунку ставки витрат на позиковий капітал (RD) будемо аналізувати боргові зобов'язання акціонерного товариства та проценти по них за останні три роки.

Для прикладу продемонструємо розрахунок ставки RD за 2012 рік у вигляді таблиці (табл. 8).

Розрахуємо WACCs у 2012 році, враховуючи, що ставка податку на прибуток в цьому році становила 21%:

$$WACCs = 29,8\% \frac{62513}{453985} + (1 - 0,21) * 16,76\% * \frac{209536}{453985} = 10,22\%.$$

У табл. 8 внесені лише ті зобов'язання, по яких підприємство сплачує проценти за користування коштами (це всі види довгострокових зобов'язань і деякі види короткострокових). За обсяг позикового капіталу взято середнє значення платного позикового капіталу підприємства за рік. Відповідно знайдена вартість позикового капіталу в кожному році (табл. 9).

Розрахунок WACCs у наступних роках подамо у вигляді табл. 9.

Слід зазначити, що ставка податку на прибуток у досліджуваному періоді змінювалась: у 2013 році вона становила 19%, у 2014 році – 18%.

Отже, маємо всі необхідні показники для розрахунку економічної доданої вартості EVA (табл. 10).

Як зазначалося раніше, показник EVA можна вважати результативним у нашій системі фінансових показників СЗП, оскільки на його основі визначається ринкова вартість компанії. Звідси випливає, що інші вартісно-орієнтовані показники фінансової складової СЗП (RONA, ROS, ROCE) є факторними по відношенню до EVA.

Тенденції вартісно-орієнтованих показників фінансової складової СЗП за досліджувані роки представлено на рис. 2.

З рис. 2 видно, що RONA, ROS, ROCE повторювали тенденцію EVA. Таким чином, можна вважати, що збільшення RONA, ROS, ROCE призводить до збільшення показника EVA, і навпаки, зменшення RONA, ROS, ROCE призводить до його скорочення. Зазначимо, що інші показники фінансової складової системи збалансованих показників ПрАТ «Галичина», такі як Коеф. загальної ліквідності та Коеф. оборотності активів, в цьому випадку ми не розглядаємо, оскільки

Таблиця 8. Розрахунок вартості позикового капіталу в 2012 році

Вид зобов'язання	Сума зобов'язання, тис. грн.	Процент за зобов'язанням, %	Частка зобов'язання в загальній сумі позик. капіт.	Добуток ст. 3 на ст. 4, %
1	2	3	4	5
Кредити банку	160 000	17	0,764	12,98
Облігації серії А	574	23	0,003	0,06
Облігації серії В	3 603	23	0,017	0,40
Облігації серії С	5 222	18	0,025	0,45
Облігації серії D	40 137	15	0,192	2,87
Вартість ПК	X	X	X	16,76

Примітка: сума платного позикового капіталу в 2012 році становила 209 536 тис. грн.

Таблиця 9. Розрахунок вартості капіталу (WACCs) ПрАТ «Галичина»

Період	2012	2013	2014
Ставка вартості власного капіталу RED, %	29,8	23,4	19,3
Ставка вартості позикового капіталу RD, %	16,8	17,9	20,4
Податковий мультиплікатор (Т)	0,21	0,19	0,18
Власний капітал (Е), тис. грн.	62 513	81 565	101 046
Обсяг платного позикового капіталу (D), тис. грн.	209 536	235 359	230 137
Сума капіталу підприємства (С)	453 985	533 822	486 842
WACCs, %	10,22	10,25	11,91

Таблиця 10. Розрахунок економічної доданої вартості (EVA)

Період	2012	2013	2014
ROCE	0,54	0,14	0,15
WACCs	0,1022	0,1025	0,1191
CE, тис. грн.	93 083	309 999	325 065
EVA, тис. грн.	40 752	11 625	10 045

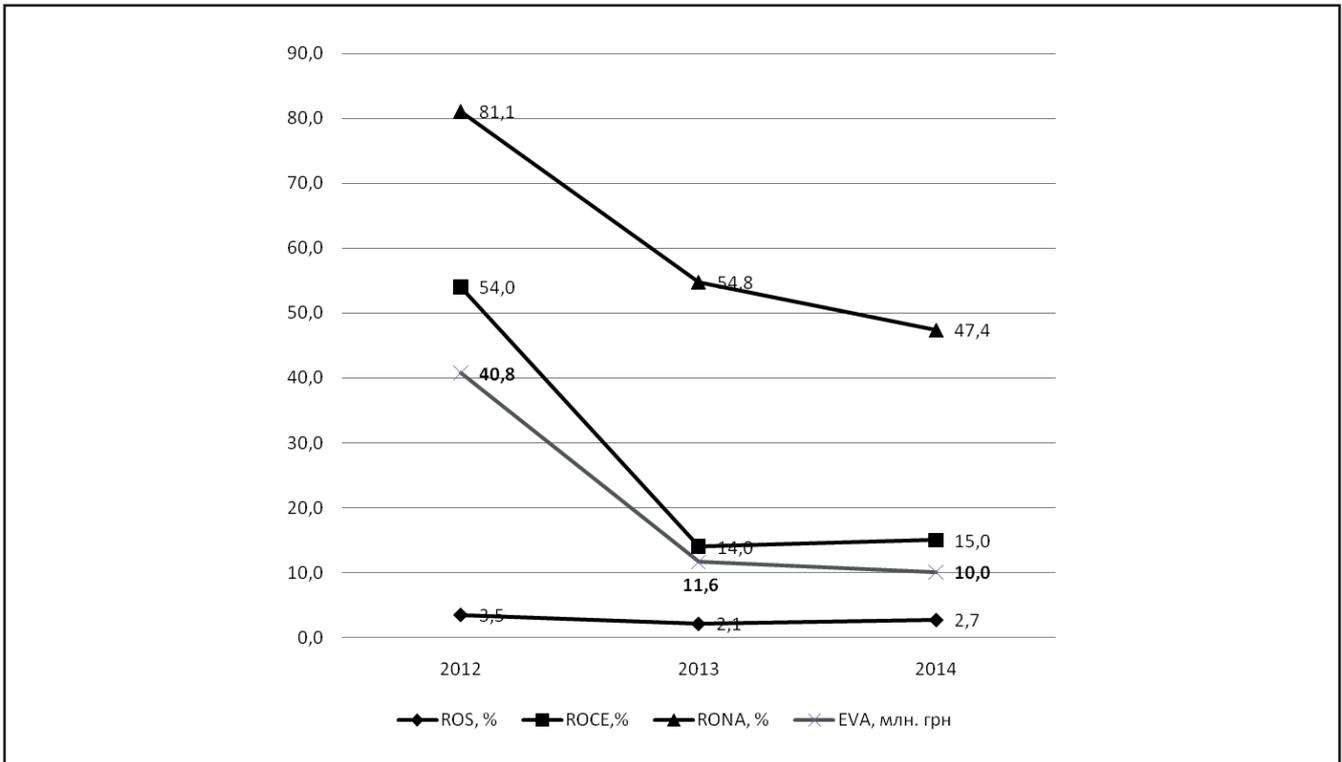


Рисунок 2. Динаміка вартісно-орієнтованих показників фінансової складової СЗП

вони не є вартісно орієнтованими, тому говорити про прямий зв'язок між EVA та цими коефіцієнтами немає сенсу.

Встановимо причинно-наслідкові зв'язки між RONA, ROS, ROCE та EVA за допомогою обчислення коефіцієнта еластичності EVA до цих показників.

Відомо, що еластичність – це міра чутливості результативного показника до зміни факторного. Вона показує, на скільки змінюється результативний показник при зміні факторного на 1%.

$$K_{ел.} = \frac{EVA_t - EVA_{t-1}}{EVA_{t-1}} \cdot \frac{F_t - F_{t-1}}{F_{t-1}},$$

де F_t, F_{t-1} – це значення фактора у звітному, попередньому до звітного періодах (у нашому випадку це будуть значення RONA, ROS, ROCE у звітному і попередньому до звітного періодах).

Ми провели розрахунки Коефіцієнта еластичності EVA за допомогою програмного забезпечення Excel.

Наведені в табл. 11 дані показують, як змінювалась економічна додана вартість компанії при зміні RONA, ROS, ROCE. Так, у 2013 році EVA була еластичною по відношенню до ROS та RONA. Зменшення ROS на 1% спричинило зменшення EVA на 1,1%, а зменшення RONA на 1% спричиня-

ло зменшення EVA на 1,3%. У 2014 році на EVA найбільший вплив серед досліджуваних показників здійснив ROCE, зростання ROCE на 1% спричинило зростання EVA на 1,6%.

Таким чином, за досліджувані роки показник EVA був найбільш еластичним до ROCE та RONA. Отже, якщо ми ставимо ціль зростання Економічної доданої вартості для компанії в найближчі роки, то маємо робити акцент на зростання Рентабельності вкладеного капіталу та Рентабельності чистих активів.

За досліджуваний період показник EVA скоротився на 30 707 тис. грн. (з 40 752 тис. грн. у 2012 році до 10 045 тис. грн. у 2014 році). Враховуючи складну економічну ситуацію в країні, поставимо за мету в найближчі два роки досягнути зростання показника на 50% скорочення, що відбулося за останні роки. Відповідно матимемо такі значення економічної доданої вартості (табл. 12).

Розрахуємо теперішню вартість очікуваних у майбутніх періодах обсягів EVA. Ставка WACCs = 11,91% (WACCs у 2014 році).

Теперішня вартість усіх очікуваних у майбутніх періодах обсягів EVA у науково-практичній літературі позначається як ринкова додана вартість (Market Value Added, MVA) [10, с. 95]:

Таблиця 11. Результати розрахунку еластичності EVA до окремих показників СЗП

Період	2013	2014
К.ел. EVA до ROS	1,061534	0,39427
К.ел. EVA до ROCE	0,573229	1,577082
К. ел. EVA до RONA	1,30936	0,834209

Таблиця 12. Значення EVA для ПрАТ «Галичина» за встановленими цілями

Період	2012	2013	2014	2015 (цільове значення)	2016 (цільове значення)
EVA, тис. грн.	40 752	11 625	10 045	17 721,8	25 398,5

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

Таким чином, отримаємо: $MVA = 15\,835,76 + 20\,280,11 = 36\,115,87$ тис. грн.

Отже, при встановленні таких планових показників EVA ринкова додана вартість компанії становить 36 115,87 тис. грн.

Застосування системи збалансованих показників в управлінні компанією тісно пов'язане з фінансовим плануванням та прогнозуванням. Здійснювати управління підприємством за допомогою системи збалансованих показників на основі бюджетного планування та формування фінансової структури підприємства пропонують І.Б. Немировський та І.А. Старожукова [7, с. 28].

Під бюджетуванням пропонується розуміти управлінську технологію складання бюджетів, яка дає змогу зв'язати діяльність підприємства з його стратегічними цілями, планувати, організовувати, контролювати та мотивувати виконання бюджетів на підприємстві, тобто здійснювати процес управління підприємством, спрямований на досягнення поставлених перед підприємством цілей [13, с. 87].

На основі проведеного аналізу існуючих публікацій та досліджень було виявлено, що залишається не вирішеною проблема стосовно підходу до впровадження процесу бюджетування, який би забезпечував взаємозв'язок бюджетування зі стратегією підприємства.

Таким чином, виникає необхідність у вдосконаленні процесу бюджетування шляхом включення до нього складових, які забезпечать виконання основних функцій управління підприємством, взаємозв'язок бюджетування зі стратегією підприємства, та опис послідовності впровадження кожної зі складових бюджетування, як управлінської технології.

Під технологією бюджетування розуміється складова частина бюджетування, що передбачає перетворення стратегії діяльності підприємства в короткостроковому періоді у конкретні контрольні показники та документи підприємства [8, с. 19]. Під контрольними показниками розуміються показники, що закріплені за певними посадовими особами, які здійснюють контроль за їх виконанням, саме ці показники оцінюють результативність виконання стратегії підприємства.

Вартісно орієнтовані показники можуть повною мірою виконувати функції контрольних показників, якщо вони інтегровані в систему мотивації менеджменту компанії. Істотна проблема, з якою досить часто стикаються підприємства, полягає в тому, що окремі види продукції (проекти, структурні одиниці), підприємство в цілому можуть характеризуватися прибутком, однак не генерувати доданої вартості. Запровадження фінансового управління на базі EVA дає змогу вирішити зазначену проблему, оскільки цей показник включається до бюджету фінансово-економічних показників, розраховується в цілому по підприємству, а також може розраховуватись в розрізі окремих груп продукції, видів діяльності, окремих структурних підрозділів, проектів [14, с. 368].

Технологія бюджетування включає такі складові, як цілі і задачі бюджетування, види бюджетів, схеми консолідації, формати бюджетів та принципи бюджетування [8, с. 19].

Оскільки види бюджетів та їхні формати залежать від цілей та завдань підприємства, необхідно останні виражати на основі розробленої системи контрольних показників, яка до-

зволить сформувати оптимальні формати бюджетів, що будуть вже пов'язані зі стратегією розвитку підприємства. Як систему контрольних показників пропонуємо використовувати систему збалансованих показників.

З метою контролю за досягненням стратегічних цілей компанії до фінансових бюджетів ПрАТ «Галичина» необхідно включити такі показники фінансової складової СЗП: Рентабельність чистих активів (RONA), Чисту рентабельність продажів (ROS), Рентабельність вкладеного капіталу (ROCE), Економічну додану вартість (EVA). Показники інших складових СЗП мають включатися до операційних бюджетів компанії.

Висновки

Отже, у статті було розроблено систему фінансових показників як складову системи збалансованих показників ПрАТ «Галичина» відповідно до бізнес-стратегії та стадії життєвого циклу компанії. До них доцільно включити: Коеф. оборотності активів, Коеф. загальної ліквідності, Чисту рентабельність продажів, Рентабельність чистих активів, Рентабельність вкладеного капіталу та Економічну додану вартість.

Доведено, що показник EVA є головним результативним показником виконання бізнес-стратегії та встановлено причинно-наслідкові зв'язки між EVA та іншими вартісно-орієнтованими показниками фінансової складової (RONA, ROS, ROCE).

Для зростання вартісно-орієнтованих показників необхідне ефективніше використання наявних активів компанії, відповідно має зростати Коеф. оборотності активів.

Процес бюджетування має бути тісно пов'язаний зі стратегією підприємства, а не тільки з оперативним фінансовим плануванням. З метою контролю за досягненням стратегічних цілей компанії, до фінансових та операційних бюджетів ПрАТ «Галичина» пропонується включати показники, що входять до СЗП.

Список використаних джерел

1. Каплан Роберт, Нортон С., Дейвид П. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию: 2-е изд., испр. и доп.; пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 320 с.
2. Kaplan R.S., Norton D.P. Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System // Harvard Business Review, 1996, January / February, p. 76.
3. Терещенко О.О., Бабяк Н.Д. Фінансовий контролінг: навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2013. – 407 с.
4. Разработка сбалансированной системы показателей. Практическое руководство с примерами. – 2-е изд., расшир. / Под ред. А.М. Гершуна, Ю.С. Нефедьевой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 125 с.
5. Расперд Хьюберт К. Индивидуальная сбалансированная система показателей. Путь к личному счастью, гармоничному развитию и росту эффективности организации / Хьюберт К. Расперд. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 176 с. – ISBN 5-9693-0021-1.
6. Кандалинцев В.Г. Инновационный бизнес: применение сбалансированной системы показателей / Кандалинцев В.Г. – М.: Дело АНХ, 2010. – 168 с. – ISBN 978-5-7749-0597-3.
7. Немировський І.Б. Бюджетирование. От стратегии до бюджета – пошаговое руководство / И.Б. Немировський, И.А. Старожуков. – М.: ИД «Вильямс», 2006. – 512 с.
8. Догадайло Я.В. Удосконалення бюджетування як управлінської технології / Я.В. Догадайло // Економіка транспортного комплексу. – 2010. – № 17. – С. 18–25.

9. Niven, Paul R. Balanced scorecard step-by-step: maximizing performance and maintaining results / Paul R. Niven. – 2nd ed., 2006.

10. Терещенко О.О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту / О.О. Терещенко, М.В. Стецько // Фінанси України. – 2007. – №3. – С. 91–99.

11. Парментер Д. Ключевые показатели эффективности. Разработка, внедрение и применение решающих показателей / Парментер Д., пер. с англ. А. Платонова. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 288 с.

12. Дайле А. Практика контроллинга / Дайле А.; пер. с нем.; под ред. М.Л. Лукашевича, Е.Н. Тихоненковой. – М.: Финансы и статистика, 2001.

13. Панков В.А. Контролінг і бюджетування фінансово-господарської діяльності підприємства / Панков В.А., Єлецьких С.Я., Михайличенко Н.М. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 112 с.

14. Внедрение сбалансированной системы показателей / Horvath & Partners; Пер. с нем. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 478 с. – (Серия «Модели менеджмента ведущих корпораций»).

P.I. ZAVOROTNIY,

к.е.н., докторант, доцент кафедри фінансів підприємств, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана, А.О. СИГАЙОВ,

д.е.н., професор, Національний технічний університет України «Київський політехнічний інститут»

Управління вартістю нафтопереробних підприємств шляхом регулювання обсягу грошових коштів

У статті розглядаються загальні проблеми регулювання вартості підприємства шляхом управління обсягом його вільних грошових коштів. Автори аналізують світовий досвід застосування двох основних методів – зворотного викупу акцій та корпоративного злиття/поглинання та всі пов'язані з ними мотиви фінансового менеджменту.

Ключові слова: зворотний викуп, корпоративне злиття/поглинання, вартісно-орієнтоване управління, SWOT-аналіз, придбання за рахунок позики.

R.I. ZAVOROTNIY,

к.э.н., докторант кафедры корпоративных финансов и контроллинга, Киевский национальный экономический университет им. Вадима Гетьмана, А.А. СИГАЙОВ,

д.э.н., профессор, Национальный технический университет Украины «Киевский политехнический институт»

Управление стоимостью нефтеперерабатывающих предприятий путем регулирования объема денежных средств

В статье рассматриваются общие проблемы регулирования стоимости предприятия путем управления объемом его свободных денежных средств. Авторы анализируют мировой опыт применения двух основных методов – обратного выкупа акций и корпоративного слияния/поглощения, а также все связанные с ними мотивы финансового менеджмента.

Ключевые слова: обратный выкуп, корпоративное слияние/поглощение, стоимостно-ориентированное управление, SWOT-анализ, приобретение за счет займа.

R.I. ZAVOROTNIY,

PhD. (Econ. Sci.), doctoral student of department of corporate finance and controlling, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, A. SIGAYOV,

D.Sc., Professor, National Technical University of Ukraine, Kyiv Polytechnic Institute

Management of the Oil Refineries' Value Through Regulation of Amount of Their Cash

Offered article is devoted to main problems of regulation of the enterprise's value through management of the volume of its free financial resources. The author analyzes the world experience of application of two main methods such as share buyback and corporate merger & acquisition, and also all related motives of financial management.

Keywords: share buyback, corporate merger & acquisition, value-based management, leveraged buyout.

Постановка проблеми. Сьогодні відбуваються значні системні зрушення у функціонуванні нафтопереробного сектора України. Рушійними факторами цього виступають: 1) переорієнтація вітчизняної економіки на глобальних ринках, 2) нещодавнє подолання повного контролю з боку фінансово-промислової групи «Приват» за діяльністю крупних державних підприємств нафтового сектору (ПАТ «Укрнафта» і ПАТ «Укртранснафта»), 3) вірогідна націоналізація донині заарештованого майнового комплексу ПАТ «Одеський нафтопереробний завод», а також низка інших факторів. Оскільки з усіх вітчизняних нафтопереробних заводів (НПЗ) нині функціонує лише Кременчуцький НПЗ (обсяг завантаження, за офіційною звітною, лише 13%

від проектних потужностей [1]), подальші зрушення здатні призвести лише до послаблення цієї кризової ситуації.

Лібералізація ринку нафтопродуктів унаслідок усунення монополії ФПГ «Приват» і розбудова фінансового ринку в результаті масштабних інвестиційних вливань із закордону можуть послужити дієвим стимулом для нафтопереробних підприємств щодо запровадження концепції вартісно-орієнтованого управління (VBM). Необхідність впровадження цієї концепції в діяльність суб'єктів крупного бізнесу становить актуальність пропонованого дослідження.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Проблемам регулювання ринкової вартості підприємств шляхом