

УДК 330.341.1

**О. В. Царенко**, доктор економічних наук,  
завідувач кафедри обліку і аудиту  
Академії муніципального управління

### **ЦІННІСНО-ОРІЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ В УМОВАХ НЕЗБАЛАНСОВАНОГО РЕГІОНАЛЬНОГО РОЗВИТКУ**

*У статті досліджено сутність ціннісно-орієнтованого управління підприємством у межах регіональної економічної системи. Обґрунтовано послідовність етапів ціннісно-орієнтованого управління підприємством через визначення напрямів зміни його цінності з урахуванням ключових регіональних факторів зовнішнього та внутрішнього середовища діяльності підприємства.*

*Ключові слова: підприємство; цінність; ціннісно-орієнтоване управління; етапи; оцінка; регіональні фактори (драйвери); інструменти.*

*In the article investigational essence of the valued-oriented management an enterprise regional economic system. Obgruntuvano sequence of the stages of the valued-oriented management an enterprise through determination of directions of change of his value taking into account the key regional factors of external and internal environment of activity of enterprise.*

*Key words: enterprise; value; valued-oriented management; stages; estimation; regional factors (drivers); instruments.*

**Постановка проблеми** (постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок з важливими науковими чи практичними завданнями). Необхідність упровадження ціннісно-орієнтованого управління та реалізація його основних завдань у перебігу діяльності підприємства обумовлена потребою задоволення інтересів його власників із метою недопущення міграції капіталу до більш інвестиційно-привабливих суб'єктів господарювання. Ціннісно-орієнтована модель управління підприємством, яка виникла у США в 80-ті рр. XX ст., є відносно новою порівняно з попередніми: оптимізацією доходів, мінімізацією витрат, максимізацією прибутку. Основну частину методичних розробок, що забезпечують процес цього управління, створено за результатами дослідження діяльності зарубіжних підприємств. Це потребує їх відповідної адаптації та вдосконалення з урахуванням зовнішніх та внутрішніх факторів господарсько-фінансової діяльності вітчизняних підприємств.

**Аналіз останніх наукових досліджень і публікацій** (аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор, виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується означена стаття). Положення концепції стосовно оцінювання бізнесу з позиції створення цінності розробляв А. Дамодаран. Розгляду окремих аспектів упровадження засад ціннісно-орієнтованого управління присвячено праці С. Валдайцева, А. Ємельянова, М. Козоріза, Л. Костирко, О. Мендрула, Є. Шакіна, Н. Шульги та інших. Не дивлячись на значну кількість наукових публікацій у сфері ціннісно-орієнтованого менеджменту, недостатньо визначеними залишаються питання щодо чіткої систематизації послідовності етапів його здійснення на підприємстві. Практично всі науковці та практики, що працюють у цій галузі, виокремлюють основні проблеми та пропонують напрямки їх розв'язання без відображення їх взаємозв'язку та взаємообумовленості.

© О. В. Царенко, 2012

**Мета статті** (формулювання цілей статті (постановка завдання) – обґрунтування послідовності етапів ціннісно-орієнтованого управління на підприємстві з визначенням характеристики їх основного змісту та особливостей реалізації в умовах незбалансованого регіонального розвитку та функціонування вітчизняних підприємств.

**Виклад основного матеріалу** (виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів). Ціннісно-орієнтоване управління підприємством у межах регіону (Value Based Management (VBM)) – управлінська технологія, яка спрямована на пошук інструментів вимірювання та створення цінності для акціонерів (власників) – це процес гармонійного поєднання регіональних процесів управління інвестиціями, оцінки стратегій для створення оптимальної цінності та забезпечення цінності шляхом інтегрованого управління діяльністю [1]. У свою чергу, цінність підприємства трактується як фундаментальна категорія фінансового менеджменту, що характеризує спроможність діючого підприємства регіональної економічної системи нарощувати обсяг інвестованого власниками капіталу.

Здійснення ціннісно-орієнтованого управління на підприємстві в межах регіону передбачає такі етапи: підготовчий; оцінка фундаментальної та ринкової цінності підприємства; формування системи факторів (драйверів) створення цінності; обґрунтування проєктів покращання бізнесу та вибір інструментів забезпечення формування цінності; реалізація, контроль та коригування завдань формування цінності підприємства.

Підготовчий етап ціннісно-орієнтованого регіонального управління передбачає:

- вибір динаміки цінності підприємства для власників як ключового показника, що забезпечує комплексну оцінку ефективності його діяльності. Це дозволяє менеджменту підприємства позбутися низки фундаментальних проблем, пов'язаних із визначенням мети діяльності під впливом зміни основних факторів та узгодження завдань, які забезпечують її досягнення. Із цих позицій цінність підприємства як цільова функція діяльності за рахунок константи мети забезпечує ефективність управління підприємством засобом постійного вдосконалення налагодженого механізму її досягнення, що здійснюється як результат урахування зміни ключових факторів створення цінності;

- адаптацію організаційної структури управління підприємством до виконання завдань ціннісно-орієнтованого управління;

- формування інформаційного забезпечення, яке сприяє ефективному функціонуванню системи ціннісно-орієнтованого управління;

- створення програмного забезпечення з метою автоматизації аналітичних та планових робіт, систематизації інформації.

Перший етап ціннісно-орієнтованого управління передбачає оцінку цінності підприємства як вихідного показника, на зростання значення якого спрямовується його управлінська система. На цьому етапі передбачається оцінка фундаментальної (внутрішньої) та ринкової цінності підприємства.

Фундаментальна цінність підприємства в межах регіону – його фундаментальна характеристика, яка визначається в перебігу оцінки цінності підприємства методами дохідного, затратного чи порівняльного підходів.

Ринкова цінність підприємства в теорії ціннісно-орієнтованого управління, на відміну від міжнародних і національних стандартів оцінки, – це його ринкова капіталізація: результат оцінки підприємства ринком, що дорівнює добутку кількості акцій, які подані на ринку та ринкової ціни однієї акції.

Одним із першочергових завдань ціннісно-орієнтованого управління є забезпечення максимального наближення фундаментальної та ринкової цінностей. Це сприятиме запобіганню міграції капіталу до більш інвестиційно-привабливих підприємств та рейдерству з боку “недобросовісних” інвесторів.

Основні причини розбіжності фундаментальної цінності та ринкової капіталізації підприємства [2]: рівень точності вибору моделі для оцінки фундаментальної цінності підприємства; коректність оцінки фундаментальної цінності підприємства та рівень суб'єктивності процесу оцінки; прозорість інформації про підприємство для ринку; ефективність фінансового ринку; обсяг пакета первинного розміщення цінних паперів на ринку (ІРО); рівень ідентифікації інвесторами бренда підприємства тощо.

Від якості отриманих результатів оцінки в безпосередній залежності перебуває результативність і ефективність ціннісно-орієнтованого управління на підприємстві.

З урахуванням змісту характеристики цінності підприємства для власників є сумою дисконтованих чистих грошових потоків за прогнозний та пострознозний періоди:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{ЧГП_t}{1+g} + \frac{ЧГП_{n+1}}{1+g} \quad (1)$$

де  $V$  – цінність підприємства;

$ЧГП_t$  – чистий грошовий потік підприємства для власного капіталу за відповідний рік прогнозного періоду;

$ЧГП_{t+1}$  – чистий грошовий потік підприємства для власного капіталу за відповідний рік пострознозного періоду (вартість реверсі);

$g$  – ставка дисконтування.

У теорії та практиці оцінки цінності підприємства передбачається застосування двох моделей грошових потоків: для власного капіталу (для всього інвестованого капіталу чи повний грошовий потік) та безборгового грошового потоку [3]. Чистий грошовий потік для власного капіталу підприємства обчислюється для кожного прогнозного та пострознозного років за таким алгоритмом:

$$ЧГП = П + А - KB \pm \Delta ДЗ + B_K \times (1 - C_{III}) - \Delta ВОК, \quad (2)$$

де  $ЧГП$  – прогнозний обсяг чистого грошового потоку;

$П$  – прогнозний чистий прибуток;

$А$  – амортизаційні відрахування;

$KB$  – капітальні вкладення;

$\Delta ДЗ$  – приріст довгострокових зобов'язань;

$B_K$  – відсотки, які будуть сплачені підприємством за використання кредитних ресурсів;

$C_{III}$  – коефіцієнт оподаткування прибутку підприємства;

$\Delta ВОК$  – приріст власного оборотного капіталу.

Для обчислення безборгового грошового потоку підприємства у грошовий потік для власного капіталу не включається приріст довгострокових зобов'язань підприємства та вартість кредитних ресурсів (сплачені відсотки). Хоча в окремих джерелах (наприклад, [4]) наявна відмінність у складі безборгового грошового потоку: його обсяг відрізняється від обсягу інвестованого капіталу лише на суму сплачених відсотків за позиковий капітал. Більш коректним вбачається обчислення безборгового грошового потоку за першим підходом.

Не менш важлива складова процесу оцінки цінності підприємства – обґрунтування ставки дисконтування. Це передбачає використання таких найвідоміших моделей: оцінки капітальних активів (САРМ); середньозваженої вартості капіталу (WACC); кумулятивної побудови та ін. Модель САРМ передбачає обчислення ставки дисконтування за такою формулою (3):

$$r_{CAPM} = r_f + \beta \times (r_m - r_f), \quad (3)$$

де  $r_{CAPM}$  – ставка дисконтування, яка обчислена за моделлю CAPM;

$r_f$  – безризикова ставка доходності;

$\beta$  – міра систематичного ризику підприємства (галузі);

$r_m$  – середньоринкова ставка доходності.

Подана у вигляді формули (3) модель обґрунтування ставки дисконтування може бути використана для відкритих підприємств, які здійснюють котирування своїх акцій на фондовому ринку. У протилежному випадку до неї мають бути внесені відповідні коригування.

У перебігу застосування моделі CAPM безризикова доходність береться на рівні доходності короткострокових державних боргових цінних паперів. Середньоринкова доходність має відображати середній прогнозний рівень доходності інвестицій в економіку країни (галузі), що формується в перебігу формування й обробки значного масиву статистичної інформації. В Україні якісної статистичної бази для визначення середньоринкової доходності в розрізі окремих галузей немає. Коефіцієнт  $\beta$  для відкритих компаній відображує чутливість доходу за її акціями до її ринкової доходності [5; 6]. Інша альтернатива його обчислення – оцінка залежності волатильності доходності інвестицій у конкретне підприємство і волатильності доходності галузі. З урахуванням відсутності якісного інформаційного забезпечення можливість коректного практичного застосування моделі CAPM для підприємств України має значні обмеження.

Вищим рівнем інформаційної забезпеченості може характеризуватися розрахунок ставки дисконтування грошових потоків за моделлю WACC, яка ґрунтується на обчисленні середньозваженої вартості капіталу. Проте в умовах практичної діяльності українських підприємств ця модель має певні обмеження, які впливають на достовірність результатів та пов'язані з оцінкою вартості власного капіталу в умовах відсутності дивідендних виплат і збитковості підприємств. Альтернатива визначення вартості власного капіталу в такій ситуації – використання рівня його рентабельності, який устанавлюється власниками підприємства. Під час оцінки вартості позикового капіталу передбачається використовувати лише банківські кредити (фінансову заборгованість) [7]. За умови їх відсутності та фінансування підприємства за рахунок формування кредиторської заборгованості оцінка вартості позикового капіталу ускладнюється через широту функціонального складу кредиторської заборгованості та окремих її елементів. Подібні обчислення за матеріалами публічної звітності підприємства зробити неможливо. Розрахунок ставки дисконтування за методом кумулятивної побудови здійснюється за формулою (4):

$$r_C = r_f + rp_m + rp_s + rp_u, \quad (4)$$

де  $r_C$  – ставка дисконтування, яка розраховується за методом кумулятивної побудови;

$r_f$  – безризикова ставка доходності;

$rp_m$  – премія за ризик акцій підприємства;

$rp_s$  – премія за ризик інвестування в малі підприємства;

$rp_u$  – премія за несистематичний ризик для конкретного підприємства.

У такій інтерпретації оцінка ставки дисконтування може бути здійснена для відкритих компаній та тих акцій яких вільно обертаються на ринку. Для закритих компаній не враховується ставка за ризик акцій. Систематичний ризик підприємства оцінюється в розрізі таких складових обмежень доступу до капіталу (для підприємств закритого типу); частка ринку; якість менеджменту; залежність від осіб, які володіють ключовими знаннями;

якість маркетингової політики; рівень диверсифікації продукції (товарів, робіт, послуг); можливості отримання ефекту масштабу; якість зв'язків із постачальниками та покупцями; якість інформаційного забезпечення діяльності тощо.

Важливою проблемою в оцінці цінності (вартості) підприємства на основі дисконтування грошових потоків є обґрунтування тривалості прогнозного періоду. Вона може становити від трьох до десяти років. У зв'язку із цим точність отриманих результатів залежить, крім тривалості періоду, від динамічності розвитку зовнішнього середовища діяльності підприємства, якості інформаційного забезпечення та якісних характеристик оцінювача.

Дисконтування грошових потоків у перебігу оцінки цінності підприємства коректніше застосовувати за умов наявності позитивної динаміки фінансових результатів його діяльності та для підприємств, які мають високий потенціал зростання. У короткостроковому періоді для підприємств із високими прибутками та за стабільних їх темпів зростання може бути застосовано модель Гордона.

Збитковість діяльності підприємств за тривалий період не дає можливості застосування дисконтування грошових потоків для оцінки його цінності, оскільки призводить до отримання позитивних результатів. За таких умов передбачається застосування підходу на основі нормалізації прибутку та дисконтування економічної доданої вартості (EVA) [3]. Тоді в узагальненому вигляді цінність підприємства може бути обчислена:

$$v = B + \sum_{t=1}^n EVA_t^{norm} \quad (5)$$

де  $B$  – грошова оцінка капіталу, який інвестовано в підприємство;

$EVA_t^{norm}$  – економічна додана вартість підприємства відповідного прогнозного року, яка обчислюється на основі нормалізованого прибутку.

Економічна додана вартість підприємства обчислюється як різниця NOPAT (сума чистого операційного прибутку та відсотків, сплачених за використання позикового капіталу) та витрат за формування і використання капіталу. Для збиткового підприємства виконується нормалізація чистого прибутку на основі рівня рентабельності капіталу, який устанавлюється власниками і його досягнення передбачається в перебігу подальшої діяльності підприємства.

За використання підходу до оцінки цінності підприємства на основі показника EVA та нормалізованого прибутку слід урахувати таке: забезпечення коректності розрахунку показника економічної доданої вартості передбачає значну кількість коригувань фінансової звітності підприємства (основні з них: облік “вдалих спроб” (Successful Efforts Accounting), витрати на дослідження та розробки (Research and Development), відстрочені податки (Deferred Tax); забезпечення гарантій та сумнівних боргів (Provisions for Warranties and Bad Debts), гудвіл (Goodwill), операційна оренда (Operating Leasing), витрати на реконструкцію (Restructuring Charges), облік витрат на обслуговування капіталу (Accounting for the Capital Charge) [8]; для відкритого підприємства темпи зростання показника EVA не завжди збігаються з темпами зростання вартості його акцій, що підтверджується фактичними результатами практичної діяльності зарубіжних підприємств [8]; існує проблема обґрунтованості рівня нормалізації прибутку.

Другий етап ціннісно-орієнтованого управління передбачає формування системи факторів (“драйверів”) створення цінності підприємства. Складність економічного вимірника “цінність підприємства” дозволяє стверджувати, що управління її змінами може здійснюватися в результаті впливу на ключові фактори (драйвери). Систематизація факторів створення цінності здійснюється за результатами аналізу відповідності ринкової капіталізації та

фундаментальної цінності підприємства, установлення основних причин зміни складових грошових потоків та ризиків його діяльності.

Підґрунтям систематизації факторів створення цінності підприємства є розуміння механізму її формування й урахування таких основних принципів: прямого взаємозв'язку зі створенням цінності підприємства та придатності до необхідної деталізації з метою доведення до всіх ієрархічних рівнів підприємства; взаємозв'язку факторів створення цінності з фінансовими й операційними ключовими показниками діяльності підприємства; відображення системою факторів результатів поточної діяльності та довгострокових перспектив розвитку підприємства [9].

Вимірники впливу основних факторів на зміну цінності підприємства – це ключові показники його діяльності, які визначаються в цілому для всього підприємства та окремих його структурних підрозділів. Кожен підрозділ підприємства в межах загальнокорпоративної системи повинен мати свій набір факторів та ключових показників, що враховує його специфічні параметри. При цьому має бути виваженим підхід до встановлення кількості таких показників. Для окремих підрозділів підприємства вона має бути обмеженою з метою забезпечення їх моніторингу як допоміжних діагностичних критеріїв у межах загального механізму створення цінності. На практиці визначена кількість ключових показників діяльності коливається в межах від 5 до 20. За перевищення верхньої межі підприємство може зіткнутися з проблемою пріоритетності показників.

Для підприємства в цілому, крім динаміки фундаментальної цінності та ринкової капіталізації, можуть бути використані показники, позитивна динаміка значень яких свідчить про формування цінності для власників: MVA (Market Value Added), EVA (Economic Value Added), SVA (Shareholder Value Added), CFROI (Cash Flow Return on Investment), CVA (Cash Value Added). Для нижчих ієрархічних рівнів структури управління підприємством названі показники поширюються, що дозволяє деталізувати завдання й фактори, які визначають цінність підприємства для всіх безпосередніх виконавців управлінських рішень.

На етапі обґрунтування проектів покращання бізнесу й вибору інструментів забезпечення формування цінності з урахуванням результатів оцінки зміни цінності підприємства та спрямованості впливу основних факторів (драйверів) створення цінності обґрунтовуються альтернативи розвитку діючого підприємства зі спрямованістю на нарощення його цінності. Такі альтернативи передбачають вплив на основні детермінанти цінності підприємства: грошові потоки, ризик інвестицій та обумовлену цим вартість залучення й обслуговування капіталу, потенціал зростання (розширення) бізнесу, можливість виникнення чи наявності сприятливих можливостей у майбутньому.

У процесі обґрунтування напрямків зміни цінності підприємства та їх взаємозв'язку з ключовими показниками його діяльності доцільним є враховувати наведені в спеціальній економічній літературі підходи: А. Дамодарана (виокремлює 4 способи створення цінності на основі управління грошовими потоками), Т. Коупленда (передбачає врахування поточної та потенційної цінності компанії на основі пентаграми реструктуризації), К. Уолша (обґрунтовує рівняння збалансованого зростання підприємства), І. Стерева (характеризує взаємозв'язок операційного циклу підприємства та зміни його цінності) та ін. [10].

За характеристикою окремих авторів, створення цінності підприємства пов'язано з неперервною інноваційною діяльністю [4]. Пошук та реалізація покращень бізнесу здійснюється в перебігу використання таких інструментів: бенч-маркінгу, реінжинірингу, аутсорсингу, субконтрактації та ін.

Формування цінності підприємства забезпечується засобом якісної реалізації обґрунтованих покращань бізнес-процесів підприємства, контролю та коригування завдань щодо її

зміни. У перебігу цього етапу, крім реалізації основних завдань, передбачається виявлення недоліків в інформаційному, методичному, програмному та кадровому забезпеченні управлінського процесу; перегляд системи факторів та ключових показників діяльності підприємства.

**Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку.** Важливою передумовою здійснення ефективного ціннісно-орієнтованого управління на підприємстві на основі чітко визначеної послідовності його етапів є адаптація та постійне вдосконалення кадрового, методичного, інформаційного, програмного забезпечення цього процесу з урахуванням особливостей діяльності конкретного суб'єкта господарювання.

Перспективи подальших досліджень у цьому напрямку – це вдосконалення методичного забезпечення оцінки цінності підприємства та динаміки її зміни з урахуванням відмінних регіональних характеристик зовнішнього і внутрішнього середовища діяльності вітчизняних підприємств та різних цілей оцінки; розширення підходів до систематизації та кількісної оцінки впливу регіональних факторів (драйверів) на створення цінності підприємства.

### Список використаних джерел:

1. Бенинга Ш. Финансовое моделирование с использованием Excel : [пер. с англ.] / Бенинга Ш. – 2-е изд. – М. : Вильямс, 2007. – 592 с.
2. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия : учеб. пособие / Валдайцев С. В. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.
3. Битоцких В. Т. Мифы финансового анализа и управления стоимостью компании / Битоцких В. Т. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – 620 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов: [пер. с англ.] / Дамодаран А. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1341 с.
5. Козоріз М. А. Обґрунтування напрямів підвищення капіталізації підприємств України / М. А. Козоріз, Л. Я. Беновська // Регіональна економіка. – 2010. – № 1. – С. 106–113.
6. Костирко Л. Вартість компанії: оцінка та управлінські рішення / Костирко Л. – К. : Альфа-Пресс, 2009. – 200 с.
7. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление : [пер. с англ.] / Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Д. – М. : Олимп-бизнес, 2005. – 576 с.
8. Костюченко В. М. Консолідована фінансова звітність: міжнародний досвід та практика України : навч. посіб. / Костюченко В. М. – К. : Центр навч. л-ри, 2008. – 528 с.
9. Эшоурт Г. Менеджмент, основанный на ценности: как обеспечить ценность для акционеров : [пер. с англ.] / Эшоурт Г. – М. : Инфра-М, 2006. – 530 с.
10. Рош Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному : [пер. с англ.] / Рош Дж. – Минск : Гревцов Паблшер, 2008. – 352 с.