

Н. Е. Ковшун, Н. Б. Кушнір, Д. С. Царук

**ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНІ ПОКАЗНИКИ
ЯК ІНСТРУМЕНТИ ФІНАНСОВОГО МОНІТОРИНГУ
СУЧАСНИХ ПІДПРИЄМСТВ**

Залежно від того, як вітчизняна економіка проходить процес європейської інтеграції та зміни інвестиційного середовища, діяльність підприємств потребує адаптації до умов господарювання, що притаманні економікам західних країн.

У сучасних ринкових умовах, динамічному середовищі економічних відносин та інвестиційної діяльності керівникам підприємств важливо враховувати фактори, що впливають на внутрішнє середовище підприємства (не тільки напряму, та не лише у звітному періоді). Необхідно розширювати поле інструментів з метою визначення тих факторів, які корелюють з фінансовими показниками через сукупність інших індикаторів, і дозволять здійснити фінансовий моніторинг підприємства у напрямку дослідження його стану на довгострокову перспективу.

Використання досвіду західних підприємств для моніторингу фінансового стану не є розповсюдженим серед вітчизняних суб'єктів підприємництва, що пов'язано з невідповідністю ведення бухгалтерського обліку та форм фінансової звітності. Але вдосконалення методів фінансового аналізу з метою моніторингу необхідне саме для користувачів фінансової інформації, власників та інвесторів, які зацікавлені у зростанні вартості вкладеного капіталу.

Пошук інноваційних методів фінансового аналізу спричинив зростання уваги до концепції вартісно-орієнтованого управління (Value Based Management), яка була вперше запропонована однією з американських консалтингових компаній у 90-х роках ХХ ст. і значно розширила своє використання серед аналогічних фірм, які надавали послуги зі стратегічного консалтингу. Аналіз на основі вартісно-орієнтованого підходу, на нашу думку, посідає вагомe місце у системі фінансового моніторингу підприємств і доповнює його інструментарій показниками, що враховують фактори приросту або зменшення вартості підприємства.

Відомі американські економісти, такі як Д. Мактагард [9], Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурін [10], Б. Стюарт [11], які започаткували та розвинули даний підхід, досліджували вплив фінансової та корпоративної діяльності підприємств на їхню вартість, а також вивчали аспекти оцінювання їх фінансового стану за допомогою вартісно-орієнтованих показників. У роботах цих науковців визначено взаємозв'язок вартісно-орієнтованого управління та фінансового моніторингу діяльності підприємств.

Вітчизняні науковці приділяють незначну увагу підходу до вартісно-орієнтованого управління господарською діяльністю підприємств через труднощі у методиці розрахунку вартісно-орієнтованих показників.

Серед нечисленних дослідників інноваційного вартісного підходу слід відзначити таких економістів, як О. Є. Андрощук [1], О. І. Давидов [2], О. Г. Мендрул [4], О. В. Мілінчук [5; 6], О. О. Терещенко [7], які у своїх роботах розглядали концепцію вартісно-орієнтованого менеджменту з позиції теоретико-методичних засад управління корпоративними фінансами, проте не визначали її основні індикатори в якості інструменту фінансового моніторингу.

Оскільки існувала методика проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану підприємств та організацій, то більшість суб'єктів моніторингу застосовували її у своїх цілях, уникаючи інноваційних інструментів фінансового управління.

Таким чином, невивченими залишаються аспекти застосування інноваційного інструментарію концепції вартісного управління у процесі постійного фінансового моніторингу зовнішніх і внутрішніх факторів, що впливають на зміну вартості підприємства.

Метою дослідження у розрізі питань вартісно-орієнтованого управління є визначення напрямків використання вартісних показників на практиці здійснення фінансового моніторингу вітчизняних підприємств.

Аналітичні показники фінансового стану підприємства відображають дані щодо його бухгалтерської звітності. Традиційні фінансові показники, що характеризують платоспроможність, ліквідність активів, прибуток і рентабельність, є незмінними засобами моніторингу та використовуються на практиці керівниками вітчизняних підприємств.

Проте, поширені методи фінансового аналізу не можуть слугувати єдиними інструментами, що дозволяють здійснювати фінансовий моніторинг діяльності підприємства. За допомогою традиційних інструментів фінансового аналізу можливо оцінити фактичні результати діяльності підприємства, структуру активів, достатність фінансових ресурсів та їх розміщення, рівень ділової активності та прибутковості. Особливістю підходів до оцінювання фінансового стану підприємства за допомогою фінансових коефіцієнтів є їх спрямованість на ретроспективний аналіз.

Фінансовий моніторинг діяльності підприємств проводиться з метою фокусування у зоні контролю фінансових показників, їх оцінювання, реагування на наслідки впливу різноманітних ендогенних та екзогенних факторів, розрахунку розмірів відхилень фактичних результатів й ідентифікації їх причини, форму-

вання прогнозів і прийняття відповідних рішень, коригування та узгодження стратегічного плану діяльності підприємства.

Відповідно до поставлених завдань, суб'єкти фінансового моніторингу постійно здійснюють спостереження за показниками фінансового стану, приділяючи основну увагу прибутковості та коефіцієнтам рентабельності, а саме рентабельності власного капіталу, рентабельності активів, операційної діяльності, реалізованої продукції, виробничих фондів тощо.

Досліджуючи прибутковість підприємств за даними Державної служби статистики України за період з 2012 р. по I півріччя 2019 р. (рис. 1), можна відмітити, що показники рентабельності вітчизняних підприємств загалом відображають позитивну динаміку, починаючи з 2015 р. У середньому, показник рентабельності операційної діяльності підприємств за останні чотири роки становив 8,4 %, порівняно з найнижчим показником за період з 2012 р. до середини 2019 р. (-4,1 % у 2014 р.). А вже у 2019 р. прибутковість зросла на 13,5 %, якщо порівнювати з найбільш кризовим періодом у 2014 р.[3].

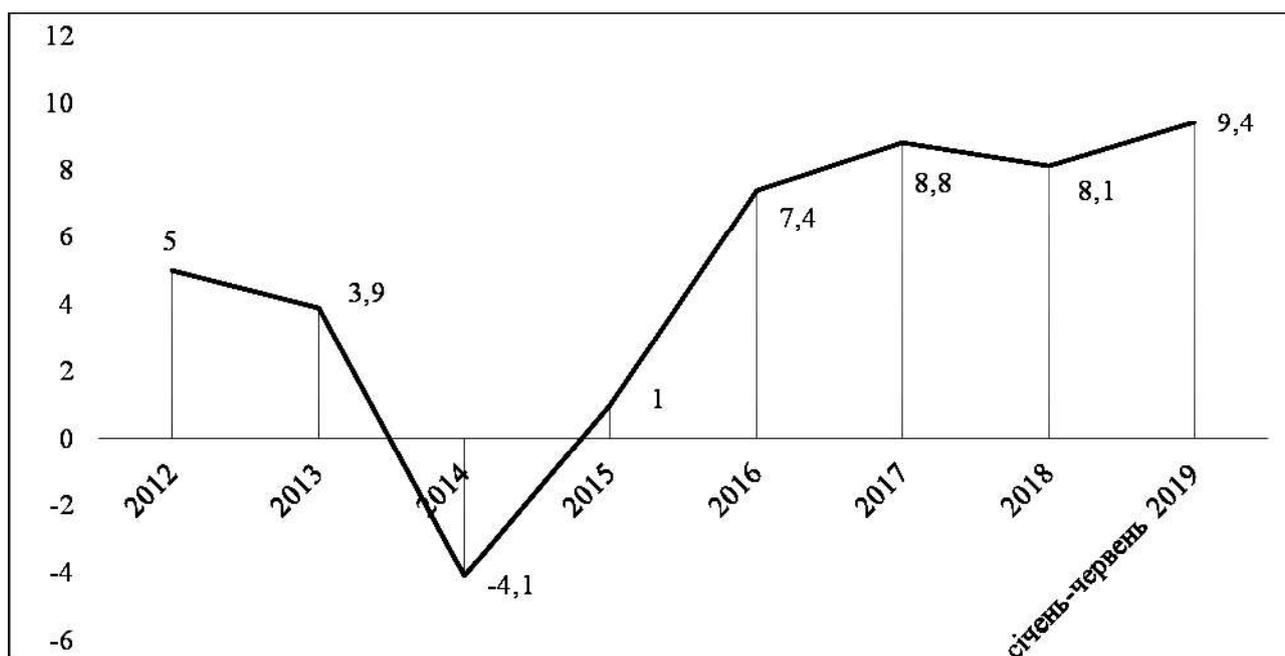


Рис. 1. Рівень рентабельності (збитковості) операційної діяльності підприємств, 2013–2019 рр., %

(за даними Державної служби статистики України [3])

Проте, беручи до уваги статистику щодо збиткових підприємств у країні, на рис. 2 бачимо, що частка підприємств, які отримали збиток, на початку 2012 р. становила більше 1/3 від їх загальної кількості (найвищий показник за досліджуваний період), незважаючи на те, що середній показник рентабельності операційної діяльності становив 5 %. За період 2015–2018 рр. частка збит-

кових підприємств зменшилася, і становила більше 1/4 від загальної кількості підприємств.

Це свідчить про те, що діяльність підприємств, які були прибутковими попри несприятливі умови 2013–2014 рр., залишалася стабільною, а збиткові підприємства у цей період нарощували рівень неплатоспроможності та знижували свою вартість [3].

У кризовий період, який спричинений як внутрішніми, так і зовнішніми факторами, нестабільні підприємства продовжують накопичувати збитки, що в кінцевому випадку може призвести до їх банкрутства.

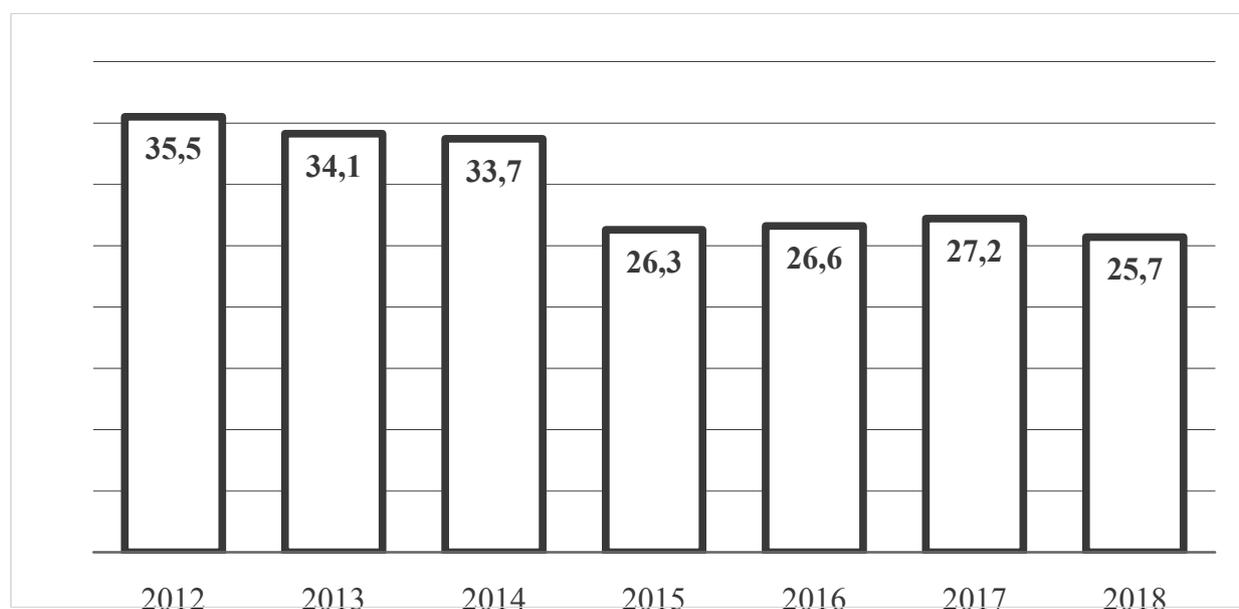


Рис. 2. Підприємства, які одержали збиток, у % до загальної кількості підприємств (за даними Державної служби статистики України [3])

За таких умов діяльності керівники підприємств ведуть пошук альтернативних управлінських рішень у напрямку обґрунтування джерел і резервів формування прибутку та його розподілу. Ці рішення вимагають відповідного інформаційного забезпечення даними постійного фінансового моніторингу, який супроводжує процес оцінювання реального фінансового стану підприємства, рівня рентабельності за валовим та операційним прибутком, а також визначення факторів, що прямо чи опосередковано вплинули на розмір збитків і виникнення кризового стану.

Джерелом точних даних для фінансового моніторингу завжди слугують дані бухгалтерського й управлінського обліку. Отже застосування показників вартісно-орієнтованого управління ускладнюється внаслідок ведення традиційних форм бухгалтерської звітності.

Проте, у порівнянні з моніторингом показників прибутковості на основі чистого прибутку, використання таких інноваційних методик моніторингу обумовлює орієнтацію підприємств на підвищення довгострокової вигоди та спонукає до більш ефективного використання ресурсів.

Проведемо порівняння традиційного індикатора ефективності діяльності підприємства – чистого прибутку і показника вартості підприємства з позицій використання у цілях фінансового моніторингу в табл. 1.

Таблиця 1

Порівняння характеристик показників прибутку та вартісних показників підприємства

№ з/п	Показники прибутку	Показники вартості
1	Не є інформативними щодо зміни вартості підприємства, адже зростання дебіторської заборгованості, вартості основних засобів та оборотних активів пов'язане з вкладанням у них інвестицій, що знижують прибутки	Прирівнюють успішність діяльності підприємства з приростом його вартості для основних власників підприємницького капіталу (власників та акціонерів) та дозволяють оцінити вартість підприємства
2	Існує можливість коригування показників прибутку, які відображаються у звітності, шляхом застосування різних методів амортизації, визначення собівартості, переоцінки основних засобів і запасів	Є прозорими у розрахунках, адже прямо пов'язані з рухом грошових коштів, тому не піддаються навмисним коригуванням
3	Не враховують інфляційні процеси та рівень майбутнього ризику вкладень через спрощеність моделі розрахунку	Враховують ставку дисконтування, яка свідчить про ступінь ризику інвестування, а також рівень інфляції, що впливає на майбутні вкладення
4	При визначенні прибутку не береться до уваги ціна залучення власного капіталу, а лише позикового, який не дозволяє врахувати усі витрати на здійснення інвестицій	Враховують витрати, пов'язані з залученням усіх видів фінансового капіталу (як позикового, так і власного)
5	Використовуються для моніторингу на рівні поточного управління	Застосовуються для стратегічного моніторингу ефективності діяльності на перспективу, а також є інструментами моніторингу діяльності (показники економічного прибутку)

Джерело: складено на основі [8].

Таким чином, застосування традиційного інструменту фінансового моніторингу, такого як чистий прибуток, і показників рентабельності, що використовуються керівниками вітчизняних підприємств, обмежується обліковою політикою та даними бухгалтерської звітності, які не дають змогу оцінити усі витрати, що пов'язані з веденням господарської та інвестиційної діяльності, а також прослідкувати вплив ризику від цього на вартість підприємства.

Проте, значення показника прибутку є також досить вагомим для фінансового моніторингу тих підприємств, які не є значно капіталомісткими (сфера послуг). До того ж, у зв'язку зі складністю переходу на вартісно-орієнтовані показники та їх розрахунку більшість підприємств не планують застосовувати такі інструменти [6].

На основі проведеного у 2011 році Інститутом контролінгу Київського Національного університету ім. Вадима Гетьмана експертного дослідження українських підприємств стосовно тематики застосування у їх практичній діяльності інноваційних інструментів фінансового управління та моніторингу було встановлено рівень використання підходу до вартісно-орієнтованого управління. За результатами дослідження визначено, що тільки 5 % вітчизняних підприємств застосовують інструменти VBM, такі як показник економічної доданої вартості та показник доданої вартості грошового потоку. Також 30 % аналізованих підприємств не використовують у розрахунках середньозважену ціну капіталу та не враховують коефіцієнт дисконтування у цілях бізнес-планування. Близько 16 % досліджуваних суб'єктів господарювання не практикують у своїй діяльності аналіз інвестицій, а менеджерам 11 % підприємств не було відомо про існування показників VBM і ставки дисконту [8, с. 237].

Отже, результати дослідження свідчать про те, що існують об'єктивні перешкоди на шляху широкого використання показників VBM у моніторингу діяльності вітчизняних підприємств. По-перше, така концепція управління, як VBM, пов'язана з повною зміною корпоративної культури, перебудовою методів управління персоналом, який також долучається до утворення вартості підприємства. По-друге, вагомим фактором, який перешкоджає впровадженню вартісно-орієнтованого управління та моніторингу є те, що даний підхід потребує впровадження кардинальних змін у системі управління підприємством та його фінансами, додаткових вкладень у ці зміни. По-третє, впровадженню VBM також не сприяє стан ринку цінних паперів і капіталів в Україні, через що виявляється нелегким визначення ринкової вартості власного капіталу, а також ставки дисконту, що ускладнює розрахунок вартісних показників та може спричинити їх необ'єктивність. По-четверте, бухгалтерська звітність, яка слугує основою для фінансового моніторингу діяльності підприємств, не достатньо прозоро відображає формування прибутку. Також існує велика відмінність між міжнародними та вітчизняними стандартами обліку, що вимагає суттєвих коригувань.

Окрім наведених факторів, використання підприємствами України вартісних показників гальмується їх загальним призначенням, оскільки більшість з них не здійснюють моніторинг фінансового стану на основі вартісних показників

у зв'язку з відсутністю необхідності їх розрахунку, що пов'язана з сутністю даних показників. Адже через постійні зміни зовнішнього середовища у країні велика частка підприємств спрямовує свою діяльність на отримання короткострокової вигоди, а не з огляду на довгострокову стратегічну перспективу [8, с. 237].

Незважаючи на перешкоди та складність впровадження VBM, можливості фінансового моніторингу підприємств, які використовують вартісні показники, зростають, адже такі критерії враховують більший обсяг інформації, яка пов'язана з діяльністю підприємства в цілому, порівняно з традиційними критеріями.

Таким чином, виникає необхідність формування механізму впровадження інструментів вартісно-орієнтованого управління у систему фінансового моніторингу підприємства.

На рис. 3 відображено, що вартісно-орієнтовані показники залежать не лише від результатів діяльності підприємства, а також і від зовнішніх факторів, серед яких:

- середня ставка дохідності за депозитними вкладками;
- оцінка галузевого ризику;
- оцінка ризику вкладень у підприємство;
- процентна ставка за довгостроковими позиками (в національній валюті);
- рівень інфляції;
- ставка податку на прибуток.

Вартісно-орієнтовані показники, як інструменти моніторингу, впроваджуються у його систему через послідовність етапів його здійснення.

На основі форм бухгалтерської звітності розраховуються ключові фактори, які впливають на результуючі вартісні показники, що є інструментами не лише поточного, але і стратегічного фінансового моніторингу.

Аналіз показників RI (або EP – залишкового (економічного) прибутку), CFROI (рентабельності інвестицій за грошовими потоками), FCF (грошового потоку до залучення зовнішніх фінансових ресурсів), CVA (доданої вартості грошового потоку) дає змогу оцінити можливості зростання вартості підприємства у довгостроковій перспективі [5].

У результаті оцінювання рівня вартісних показників суб'єкти фінансового моніторингу формують висновки щодо зростання чи зменшення вартості підприємства, відображаючи їх у своїх звітах, а також встановлюють причини виявлених змін шляхом побудови «дерева факторів вартості підприємства».

Вартісно-орієнтовані показники, запропоновані різними економічними школами, враховують потоки грошових коштів, на відмінну від традиційних методів фінансового аналізу. Це дає змогу визначити, чи достатніми для підприємства є фінансові ресурси, і чи може підприємство забезпечити формування

таких грошових потоків після сплати відсотків і дивідендів, які необхідні для операційної діяльності підприємства.

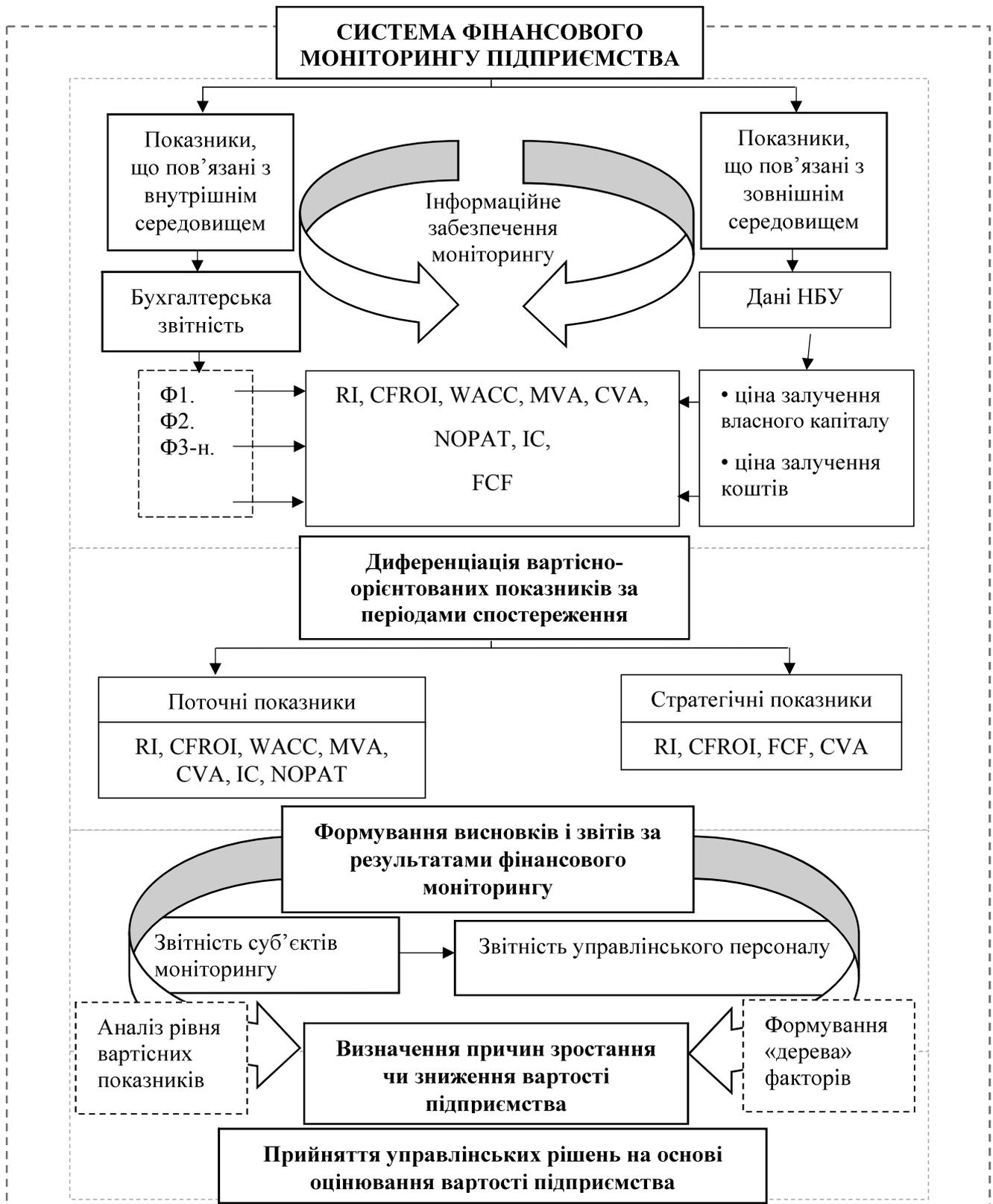


Рис. 3. Механізм впровадження інструментів вартісно-орієнтованого управління у систему фінансового моніторингу підприємства
(розроблено автором)

Базовим у концепції вартісно-орієнтованого управління є показник економічного прибутку (EP) або залишкового прибутку (RI), який розраховується на основі бухгалтерської звітності (Ф1., Ф2.) і залежить від дохідності інвестованого капіталу.

RI визначається як різниця між бухгалтерським прибутком (NOPAT) та добутком інвестованого капіталу (IC) і коефіцієнта, який виражає його дохідність. Економічний або залишковий прибуток може не співпадати з позитивним значенням NOPAT, що дає підставу для поглибленого моніторингу факторів, які впливають на прибуток від звичайної діяльності до виплати відсотків та на суму інвестованого капіталу (табл. 2) [5].

Таблиця 2

Методика розрахунку показників NOPAT та IC відповідно до форм фінансової звітності

Найменування фінансового показника	Методика розрахунку	Форма фінансової звітності	
<i>NOPAT (прибуток від звичайної діяльності до виплати відсотків)</i>			
1. Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	x	Форма № 2	<i>рядки 2290-2295</i>
2. Фінансові витрати	віднімається		<i>рядок 2250</i>
3. Прибуток/збиток від звичайної діяльності до оподаткування та сплати відсотків	=		x
4. Податок на прибуток від звичайної діяльності	віднімається		<i>рядок 2300</i>
5. Прибуток від звичайної діяльності до сплати відсотків та після оподаткування	=		x
<i>IC (сума інвестованого капіталу)</i>			
1. Вартість активів на кінець року	x	Форма № 1	<i>рядок 1095</i>
2. Забезпечення наступних виплат і платежів на кінець року	віднімається		<i>рядки 1500, 1515-1525</i>
3. Кредиторська заборгованість (поточна) на кінець року	віднімається		<i>рядки 1610-1630</i>
4. Інші зобов'язання, на які не нараховують відсотки на кінець року	віднімається		<i>рядок 1660, 1690</i>
5. Інвестований капітал	=		x

Джерело: узагальнено автором на основі [5].

Модель економічної доданої вартості (EVA), що була розроблена Б. Стюартом та його партнерами з консалтингової компанії Stern Stewart & Co [11], базується на використанні показника прибутку підприємства після покриття усіх витрат на капітал у певному періоді. Цей показник є досить розповсюдженим не тільки у практиці західних компаній, але і пропонується деякими вітчиз-

няними вченими [1; 7] як ефективний інструмент управління корпоративною вартістю.

Показник EVA розраховується як різниця NOPAT (прибутку від звичайної діяльності до виплати відсотків) та IC (інвестованого капіталу), що скоригований на WACC (середньозважену вартість капіталу). Використовуючи даний показник, суб'єкти фінансового моніторингу ведуть спостереження за розміром прибутку всього підприємства та за видами продукції, підрозділами, стратегічними проектами тощо. Проте застосування та розрахунок EVA супроводжується деякими труднощами, пов'язаними з визначенням середньозваженої ціни капіталу, яка залежить від зовнішніх факторів і визначає ступінь коригування суми інвестованого капіталу.

Поряд з показником EVA, у цілях моніторингу використовуються й інші інструменти вартісно-орієнтованого управління. CVA (додана вартість грошового потоку) вимагає меншої кількості коригувань, ніж EVA. Додана вартість грошового потоку, як альтернативний показник доданої економічної вартості, є різницею скоригованого операційного грошового потоку та валових інвестицій (GI), що враховують очікувану ціну капіталовкладень (WACC).

У період фінансової кризи власників підприємств більше цікавить розмір грошового потоку, який забезпечує виплати боргових зобов'язань, а не сума отриманого прибутку, і є важливим фактором для інвесторів.

Таким чином, орієнтуючись на результати моніторингу фінансів за методом CVA, можна досягти значної деталізації аналізу, розмежування впливу кожного фактору на збільшення вартості підприємства, а також врахувати середньозважену вартість капіталу [6].

Фінансовий моніторинг повинен також забезпечувати спостереження за дисконтованим показником новоствореної вартості підприємства, тобто показником ринкової доданої вартості (MVA або теперішньої вартості). MVA визначається як різниця між ринковою вартістю підприємства та вартісною оцінкою інвестованого в нього капіталу і виражає рівень очікування суб'єктів капіталовкладень від підприємства.

Висновки та перспективи подальших наукових розробок у цьому напрямку. Отже, використання у цілях фінансового моніторингу інноваційних інструментів вартісно-орієнтованого управління, які були розроблені західними вченими та є широко розповсюдженими у діяльності іноземних компаній, дозволяє уникнути маніпуляцій щодо розміру прибутку, який розраховується на основі вітчизняних форм бухгалтерської звітності.

Лише застосування традиційних та інноваційних інструментів моніторингу в комплексі може призвести до отримання об'єктивних оцінок фінансового

стану підприємства та визначення критеріїв ефективної діяльності на основі зіставлення темпів зростання фінансових та вартісно-орієнтованих показників.

Список використаних джерел

1. Андрошук О. Є. Вплив інформаційної прозорості на вартісні параметри підприємства / О. Андрошук // Ринок цінних паперів. – 2007. – № 1/2. – С. 69–74.
2. Давидов О. І. Проблеми та перспективи застосування показника економічної доданої вартості у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами / О. І. Давидов // Економічний аналіз : зб. наук. праць. – 2017. – № 3. – С. 190–198.
3. Діяльність підприємств [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua. – 03.02.2020 р.
4. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства: монографія / О. Г. Мендрул. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
5. Мілінчук О. В. Ефективність вартісно-орієнтованого управління: ключові показники / О. В. Мілінчук // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки. – 2016. – № 1. – С. 86–96.
6. Мілінчук О. В. Оцінка вартісно-орієнтованих показників та моделювання на цій основі еталонних орієнтирів для потреб бюджетування підприємства / О. В. Мілінчук // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Сер. : Економічні науки. – 2013. – № 1. – С. 367–373.
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. Чепка В. В. Проблеми та перспективи впровадження вартісно-орієнтованого управління на вітчизняних підприємствах / В. В. Чепка, Т. С. Павлюк // Гроші, фінанси і кредит. – 2016. – № 10 – С. 234–238.
9. McTaggart J. The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns / J. McTaggart, P. Contes, M. Mankins. – N. Y. : The Free Press, 1994. – 367 p.
10. Copland T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / T. Copland, T. Koller, J. Murrin. – N. Y. : John Wiley & Sons, 2000. – 862 p.
11. Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers / B. Stewart. – N. Y. : Harper Business, 1999. – 782 p.