

## ОЦІНКА ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИХ ПОКАЗНИКІВ ТА МОДЕЛЮВАННЯ НА ЦІЙ ОСНОВІ ЕТАЛОННИХ ОРІЄНТИРІВ ДЛЯ ПОТРЕБ БЮДЖЕТУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА

*Розглядаються теоретико-практичні аспекти формування вартісно-орієнтованого бюджетування: розроблено матрицю прийняття управлінських рішень залежно від еталонної динаміки вартісно-орієнтованих показників на кожній зі стадій життєвого циклу підприємства*

**Ключові слова:** вартісно-орієнтоване управління, бюджетування, життєвий цикл підприємства, матриця прийняття управлінських рішень, ефективність управління

**Постановка проблеми.** Розвиток теоретико-методичних та науково-практичних підходів до системи управління вітчизняними підприємствами відбувається під впливом і в контексті загальносвітових тенденцій. Одним із сучасних підходів, який набув значного поширення в міжнародній практиці управління та є актуальним для забезпечення довгострокового розвитку підприємств, є вартісний підхід або управління вартістю.

Сьогодні стратегія зростання вартості підприємства ще не стала глобальним двигуном розвитку вітчизняних підприємств, які орієнтовані переважно на вирішення поточних завдань. Збільшення прибутку, що ставиться підприємствами за безпосередню мету будь-якого періоду розвитку, призвело до втрати ними стратегічних позицій у зв'язку з неврахуванням інших важливих факторів розвитку. Проте ключовим інструментом підвищення ефективності може стати управління вартістю, оскільки воно забезпечує однозначний та точний критерій оцінки результатів, а саме – вартість, на основі якого можна будувати діяльність підприємства.

Тож застосування вартісного підходу до управління, який визначає довгострокові пріоритети та дозволяє узгодити з ними оперативні цілі, вимога часу.

Водночас, розуміючи всю значущість вартісного підходу до управління і залежність інвестиційної привабливості підприємства від рівня досягнення вартісних орієнтирів, менеджмент багатьох компаній ігнорує теоретично обґрунтовані засади вартісно-орієнтованого управління.

Однією із причин даної ситуації є розуміння вартісно-орієнтованого управління виключно як стратегічної концепції розвитку підприємства та відсутність опису у вітчизняній та зарубіжній економічній літературі сучасного інструментарію використання даної управлінської теорії на тактичному рівні.

На думку автора, вирішення цієї проблеми можливе шляхом синтезу теоретико-практичних аспектів вартісно-орієнтованого управління та бюджетування, що дозволить сформувати вартісно-орієнтоване бюджетування як сучасний підхід до управління, в якому система бюджетів на всіх рівнях визначає вартісно-орієнтовані показники, реалізація управління за якими в поточному періоді забезпечує довгострокове зростання вартості підприємства. Дане поєднання дозволить визначити стратегію підприємства максимізацію вартості та підвищення інвестиційної привабливості, забезпечить її якісне взаємоузгодження із кількісними показниками системи бюджетів. Стратегію підприємства в даному випадку доцільно деталізувати через систему стратегічних вартісно-орієнтованих показників.

Варто зазначити, що кожний із стратегічних показників має ряд переваг і недоліків, але орієнтація при прийнятті рішень на абсолютну величину одного дозволяє маніпулювати ним шляхом штучного завищення або заниження. Таким чином, при формуванні вартісного підходу до системи бюджетування, на думку автора, доцільно використовувати набір показників. Більшість показників повинні знаходитись у взаємозв'язку, а ефективність управлінських рішень рекомендовано оцінювати за впливом на зміну еталонного балансового стану набору показників.

До класичного еталонного критерію оцінки ефективності бізнесу відносять показник темпу зростання ділової активності ("золоте правило" економіки підприємства) [11, с. 416]:

$$Rp > Ri > Ra > 100\%, \quad (1)$$

де  $Rp$  – темп зростання прибутку (rate of profit rise);  $Ri$  – темп зростання доходів (rate of income rise);  $Ra$  – темп зростання активів (rate of asset rise).

Дана залежність є дещо умовною, так як темпи зростання можуть порівнюватись і з іншими критеріями: з динамікою розвитку економіки, з темпами зростання промисловості, галузі, галузевого сегменту тощо. Таким чином, залежність є важливою, але не може вважатись єдиною, що пояснює динаміку зростання бізнесу, необхідні додаткові характеристики.

З метою побудови еталонних залежностей вищеприказаного типу доцільно розглянути ряд характеристик, які використовуються в світовій практиці вартісно-орієнтованого управління, з яких необхідно обрати основні, що найбільш повно характеризують умови функціонування підприємств. Дослідження обраних ключових вартісних показників, а саме факторів, що впливають на їх розмір та особливості динаміки їх зміни залежно від етапів економічного розвитку підприємства, дозволить змодельювати систему індикаторів, врахування якої дозволить оцінювати вплив управлінських рішень на тренд вартості підприємства.

Вартісно-орієнтований підхід до бюджетування на основі набору показників створює довгострокову еталонну модель розвитку підприємства без орієнтації на поточну ринкову вартість. В даному випадку горизонт бюджетного планування не має особливого значення, так як еталонної моделі необхідно дотримуватись протягом будь-якого проміжку часу. В рамках такого підходу відсутня необхідність коригувань бюджетів в залежності від зміни поточного ринкового середовища, які кардинально змінюють вектор розвитку підприємства в порівнянні з первинним варіантом бюджету. Таким чином, менеджмент може як завгодно довго ініціювати коригування до бюджетних завдань і до ключових показників ефективності, але оцінка зміни вартості підприємства не буде залежати від активності керівництва. Бюджетне планування вирішує задачі тактичного управління і навіть п'ятирічний бюджет не стає моделлю вартісного управління, так як навіть виконавши бюджет, підприємство може зменшити вартість підприємства. Підхід же прийняття бюджетних рішень на основі вартісних критеріїв повинен давати відповіді власникам на питання достатності рівня рентабельності, зростання доходів тощо при затвердженні бюджету в будь-яких умовах.

Таким чином, при врахуванні вартісного аспекту у системі бюджетування на підприємстві доцільно орієнтуватись не абсолютні значення планових показників бюджетів, а на напрямок їх змін з метою отримання можливості оцінити будь-які абсолютні значення бюджету і, змінюючи динаміку показників, управляти вартістю підприємства. Ключовим моментом підходу є підбір відповідних стратегічних показників та взаємоузгодженість темпів їх зростання, відповідно, задаються певні рамки при визначенні конкретних бюджетних показників [4, с. 176].

**Метою дослідження** є формування теоретико-методичних засад для прийняття управлінських рішень направлених на довгострокове зростання вартості

підприємства шляхом визначення еталонних орієнтирів, що характеризують динаміку зростання вартості на всіх стадіях життєвого циклу підприємства та їх інтеграцію у систему бюджетних показників.

#### Аналіз результатів останніх досліджень і публікацій.

Питання вартісно-орієнтованого управління набули широкого розповсюдження в світовій науковій економічній періодиці у 90-х рр. XX ст. В основі даного підходу лежить управління на основі інтегрального фінансового показника – вартості підприємства.

Одним із перших описаних та застосовуваних у практиці управління вартісних показників є економічний (залишковий) прибуток. Становлення моделі залишкового чистого прибутку пов'язують з класичною роботою Е. Едвардса та П. Белла. Вагомим внеском в даний напрямок є праці Дж. Олсона (1990 р., 1991 р., 1995 р.), що дозволило назвати модель оцінки моделлю Едвардса – Белла – Олсона (Edwards – Bell – Olson (EBO) valuation model) [19]. В подальшому аналіз моделі залишкового чистого прибутку був розвинений С.Пінменом [21].

Інший показник – додана економічна вартість (EVA) – є модифікованим показником залишкового операційного прибутку. На відміну від попередньо описаних показників, показник доданої економічної вартості (EVA), розроблений компанією Stern Stewart & Co та описаний в працях Б.Стюарта [22] і Дж.Гранта [18], завоював справжню світову популярність. Велика кількість підприємств використовує даний показник з метою оцінки результатів діяльності, в тому числі The Bank of America, Coca-Cola, Hewlett-Packard, AT&T, IBM тощо.

Варто акцентувати увагу на іншому підході щодо визначення “залишкового прибутку”, який обґрунтований Г. Арнольдом. На відміну від класичних версій, що базуються на балансових вартостях, Г. Арнольд вносить ряд суттєвих змін: по-перше, при розрахунку як економічних ефектів, так і витрат на капітал використовуються не балансові (бухгалтерські), а ринкові (фундаментальні) вартості; по-друге, базовою моделлю для розрахунку показників ринкової (фундаментальної) вартості є модель дисконтованих грошових потоків (Free Cash Flows, FCF) [16].

Динаміка зміни значення вільного грошового потоку лежить в основі іншого вартісного показника – грошової доданої вартості (Cash Value Added, CVA), що був розроблений шведськими вченими Е. Оттосоном та Ф. Вейсенрієдером [23, 24].

Показник рентабельності інвестицій за грошовими потоками (Cash Flow Return on Investment – CFROI)

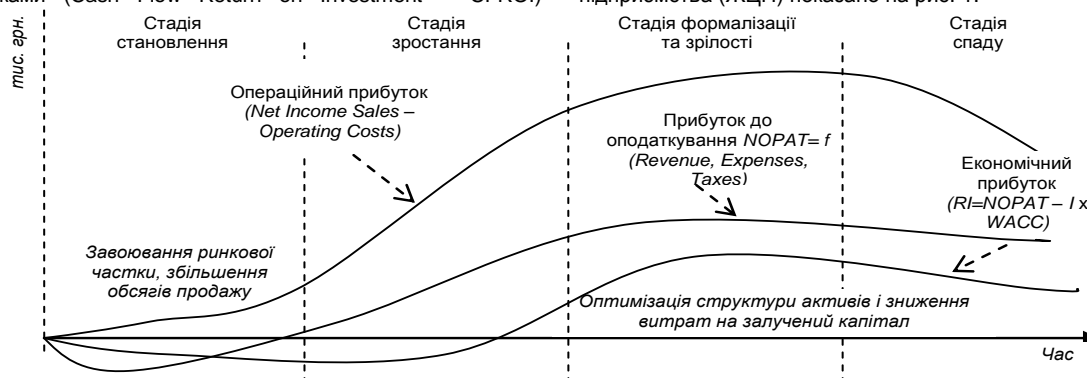


Рис. 1. Динаміка бухгалтерського та економічного прибутку протягом життєвого циклу підприємства  
Джерело: узагальнено автором [3; 8; 15]

Стійкий позитивний економічний прибуток виникає на початку чи в другій половині стадії зростання життєвого циклу підприємства. Таким чином, з точки зору вартісно-орієнтованої концепції позитивний результат, як правило, не співпадає з позитивним бухгалтерським прибутком. Успішний по критерію економічного прибутку та вартості підприємства результат є зміщеним відносно традиційного (бухгалтерського) підходу.

Використання прибутку як основи фінансових розрахунків критикується в економічній літературі [14], так як кінцевим значенням прибутку легко маніпулювати

належить до другої групи вартісних показників, що базуються на оцінці грошових потоків. Даний показник пропагується такими консалтинговими компаніями як Boston Consulting Group і HOLT Value Associates. Найбільш повний та розгорнутий опис даного показника та практика його використання в управлінні підприємством представлена в монографії Б.Маддена [20].

Визначивши цінність результатів досліджень вказаних зарубіжних авторів щодо сучасних наукових розробок управління бізнесом, необхідним є врахування стратегічного фактора максимізації вартості підприємства і розвиток теоретико-методичних аспектів системи бюджетування на цій основі для потреб вітчизняних підприємств.

Вирішення окресленої методичної проблеми можливе шляхом моделювання поведінки вартісних показників залежно від стадії життєвого розвитку підприємства та дотримання значень позитивної динаміки їх змін у системі бюджетів підприємств.

**Викладення основного матеріалу.** Формування вартісно-орієнтованої системи бюджетів підприємства протягом життєвого циклу, на думку автора, варто здійснювати, на основі базового показника вартісної концепції – економічного прибутку (economic profit, EP). Економічний прибуток – додатковий результат, отримуваний власниками (інвесторами) підприємства понад величину, яку можна отримати, раціонально реалізуючи альтернативні варіанти інвестиційних вкладень [9]. Базовим показником економічного прибутку варто вважати варіант, що називається залишковий прибуток (residual income, RI).

В загальному вигляді величину залишкового прибутку можна визначити за наступною формулою:

$$RI_j = NOPAT_j - k \times IC_{j-1} \quad (2)$$

де  $RI_j$  – залишковий прибуток звітного j-го періоду;

$NOPAT_j$  – прибуток звітного періоду після сплати податків та до сплати відсотків;

$k$  – необхідна доходність інвестованого капіталу;

$IC_{j-1}$  – сума інвестованого капіталу.

Використання економічного прибутку як критерію визнання результату є основою вартісно-орієнтованого підходу до бюджетування, так як даний показник дозволяє формувати та оцінювати ефективність стратегії розвитку бізнесу. З метою побудови еталонних критеріїв для формування системи вартісно-орієнтованих бюджетів варто враховувати співвідношення бухгалтерського (NOPAT) та економічного (RI) прибутків. Їх стилізовану поведінку на тих чи інших стадіях життєвого циклу підприємства (ЖЦП) показано на рис. 1.

(зміна елементів облікової політики дозволяє коригувати абсолютні значення доходів та витрат), прибуток зникає суму отримуваних грошових надходжень на величину амортизації, в показнику чистого прибутку наявні “не грошові” складові (наприклад, дебіторська заборгованість); для отримання запланованих показників прибутку в короткостроковому періоді менеджмент підприємства відмовляється від інвестиційних проектів, які є перспективними з точки зору генерування вартості у довгостроковому періоді тощо. Альтернативним ключовим

показником є грошові потоки. Грошовими потоками маніпулювати складніше, так як їх легко перевірити шляхом аналізу банківських рахунків.

Отже, з позицій вартісно-орієнтованого бюджетування важливим є визначення ліквідності капіталу для власників, що базується на аналізі потоку грошових коштів, вільних для вилучення із бізнесу його власниками (free cash flow to equity, FCFE). Для підприємств промисловості характерні три типи потоків грошових коштів: операційні, інвестиційні, фінансові [П(С)БО 4], сума всіх формує чистий потік грошових коштів (net cash flow, NCF). Можливість бізнесу генерувати позитивний чистий грошовий потік (сума доходів від вищеперерахованих видів діяльності перевищує суму витрат на їх здійснення) або навпаки, негативний грошовий потік, є важливим компонентом для управління як в короткостроковому, так і в довгостроковому періодах. Варто відмітити, що вітчизняна теорія фінансово-економічного аналізу [7; 11; 12] не використовує практику відстеження потоків грошових коштів. Зарубіжна практика, навпаки, широко використовує [2, 8, 13].

Аналізуючи достатність чистого потоку грошових коштів, необхідно враховувати існування різних поглядів відносно якісної оцінки даного критерію. На жаль, в більшості вітчизняних підприємств практикується використання традиційного (бухгалтерського) підходу щодо оцінки даного фінансового показника. Але даний підхід не дозволяє проаналізувати вплив фактору інвестиційних очікувань власників бізнесу (інвесторів). Згідно вартісно-орієнтованого (фінансового) підходу вартість бізнесу визначається його здатністю в довгостроковій перспективі генерувати такий потік грошових коштів, який би забезпечив

поточні потреби операційної діяльності підприємства після вилучення сум очікуваних дивідендів та відсоткових виплат. Як правило, величина дивідендів до виплати визначається з врахуванням необхідної ставки доходності на капітал з боку його власників (cost of equity, KE), а виплати за користування позицією (cost of debt, KD) залежать від поточної кон'юнктури ринку капіталів [3, с. 99].

Таким чином, для аналізу та якісної оцінки потоку грошових коштів більш доцільним є варіант використання вартісно-орієнтованого, а не традиційного підходу до вирішення даної проблеми. Як було зазначено вище, традиційна модель підприємства, як правило, в якості критерію ефективності господарської діяльності використовує показник бухгалтерського прибутку, який дорівнює сумі доходів, що перевищують витрати на ведення господарської діяльності. В пасиві балансу підприємства прибуток відображається в нерозподіленому прибутку (returned earnings), а в активі – в статтях грошові кошти (cash) та дебіторська заборгованість (accounts receivables). При цьому в умовах трансформаційної вітчизняної економіки часто виникає питання ліквідності активів, які обліковуються на немонетарних рахунках (проблеми оборотності дебіторської заборгованості), оскільки для нормального функціонування підприємства необхідний певний обсяг вільних грошових коштів. Тому в запропонованій методиці вартісно-орієнтованого бюджетування одним із ключових показників є не тільки економічний прибуток, а й вільний грошовий потік (FCF).

На різних стадіях ЖЦО співвідношення операційного, інвестиційного та фінансового потоків грошових коштів підприємства виглядає неоднаково (рис. 2).

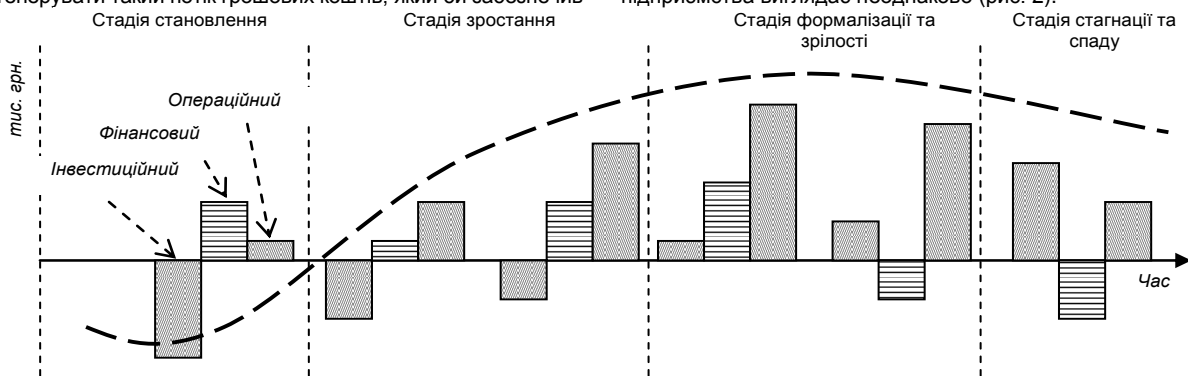


Рис. 2. Динаміка руху грошових потоків підприємства на різних стадіях життєвого циклу підприємства  
Джерело: узагальнено автором [2, 13, 15]

Аналізуючи FCF кожної із стадій ЖЦП, варто відмітити, що на першій стадії – становлення – не вдається створити позитивний CF, достатній для підтримки бізнесу, характерний відтік грошових коштів для забезпечення операційної діяльності, яку необхідно профінансувати. Таким чином, негативний фінансовий знак грошового потоку від операційної діяльності спричинений, по-перше, низькою ефективністю бізнесу: невисокі обсяги збуту, відсутність економії на масштабах виробництва, значний збиток; по-друге, значною потребою інвестицій в оборотний капітал, щоб відновлювати використані ресурси та намагались зафіксувати обсяги випуску. Відповідно все це вимагає від власника додаткових інвестицій, тобто відбувається витрачання грошових коштів, отже, FCF на першому етапі ЖЦП є від'ємним (FCF < 0).

Дану стадію ЖЦП варто назвати "виживання", але отримання прибутку та перехід до стадії "зростання" бізнесу не дозволить підприємству сформувати позитивний операційний грошовий потік, так як потреба в оборотних активах залишається високою, з одного боку, а з іншого – неможливість задоволення даної потреби за рахунок приросту поточних зобов'язань. Отже, для даного етапу характерні наступні співвідношення:

$$P > 0, FCF < 0 \quad Rp > R_{FCF} \quad (3)$$

де  $R_p$  – темп зростання прибутку,

$R_{FCF}$  – темп зростання вільного грошового потоку.

Для виходу із даної кризи ліквідності на тактичному рівні,

а саме в системі бюджетів підприємства, варто передбачити синхронізацію приросту оборотних активів і приросту по поточних зобов'язаннях. Варто відмітити, що поява прибутку та рентабельності в кінці першої стадії ЖЦП є позитивним сигналом для потенційних кредиторів. Відповідно надані кредитні кошти дозволять пом'якшити кризу ліквідності бізнесу та кризу ліквідності капіталу власника, а отже, річний потік вільних для власника компанії грошових коштів змінює знак із негативного на позитивний (FCF > 0).

На другій стадії ЖЦП – зростання – основним завданням менеджменту є трансформація грошового потоку в сформовану ринкову долю. На етапі зростання варто досягнути стабільного вищеринкового темпу зростання, що відповідно потребує значних фінансових ресурсів. Високий рівень темпу зростання може знову призвести до формування негативного грошового операційного потоку, але не із-за збитку від операційної діяльності, а із необхідності суттєвих інвестицій, темп зростання яких залежить від ринкової кон'юнктури. Особливістю даної стадії є те, що відставання від ринкових тенденцій дозволяє уникнути негативного CF, але створює лише вигляд "успішності" бізнесу.

На стадії як "зростання, так і "формалізації" життєвого циклу необхідно одночасно фінансувати як зростаючі масштаби бізнесу, так і його якісні зрушення. Для вирішення задачі збільшення масштабів необхідні значні інвестиції в оборотний капітал (зростання обсягів

запасів, розширення бази клієнтів-дебіторів), а задача якісних зрушень вимагає капіталовкладень в розвиток (обладнання, технології тощо). Фінансування даних потреб за рахунок кредитних ресурсів погіршує структуру капіталу і, відповідно, власники висувують підвищені вимоги до доходності. Отже, власник підприємства на стадії зростання повинен прийняти рішення, по-перше, про передачу управління більш професійному менеджменту, по-друге, про залучення нових інвесторів (власників). Таким чином, знову приходимо до висновку щодо актуалізації врахування вартісного аспекту у бюджетуванні на стадії формалізації та зрілості.

На стадії "зрілості" відбувається завершення швидкого зростання ринку та змінюється характер конкуренції. Коли темп зростання ринку уповільнюється, то подальше збільшення обсягів продажу підприємства можливе за рахунок "виштовхування" конкурентів. Таке "виштовхування" відбувається шляхом побудови ефективної бізнес-моделі (вдосконалення технологій, бізнес-процесів, продуктивності тощо). Отже, на етапах зростання, формалізації та зрілості важливою управлінською задачею є покращення системи управління, що можливо шляхом застосування вартісно-орієнтованого бюджетування.

Наступним еталонним показником для потреб вартісної концепції бюджетування, що базується на дослідженні руху грошових коштів, є CFROI (Cash-Flow Return on Investments). Використання CFROI як вартісного

орієнтиру для розробки системи бюджетів підприємства дозволяє відслідковувати прибутковість підприємства як великого інвестиційного проекту, що особливо актуально в умовах трансформаційної економіки. CFROI розраховується як відношення всіх грошових надходжень підприємства протягом терміну його функціонування до суми інвестованого капіталу, а отже, характеризує результативну прибутковість бізнесу.

При розрахунку CFROI досліджують грошові потоки від операційної діяльності. Основний економічний зміст показника полягає в тому, щоб оцінити яку внутрішню норму доходності (IRR) має основна (операційна) діяльність підприємства за умов стабільного зовнішнього середовища. Аналізуючи отримані значення CFROI варто розглядати альтернативні витрати (відсоткову ставку по активах з аналогічним рівнем ризику). Альтернативні витрати розраховують за допомогою середньозваженої вартості капіталу (WACC). Для порівняльної оцінки даних двох показників використовують CFROI performance spread, тобто різницю між значенням CFROI та вартістю капіталу.

На наступному рис. 3 схематично зображено, що на певних стадіях ЖЦП – рентабельність капіталу за грошовими потоками перевищує вартість використовуваного капіталу, тобто відбувається формування позитивної величини економічного прибутку, що означає приріст вартості підприємства і, відповідно, сприяє підвищенню інвестиційної привабливості бізнесу.

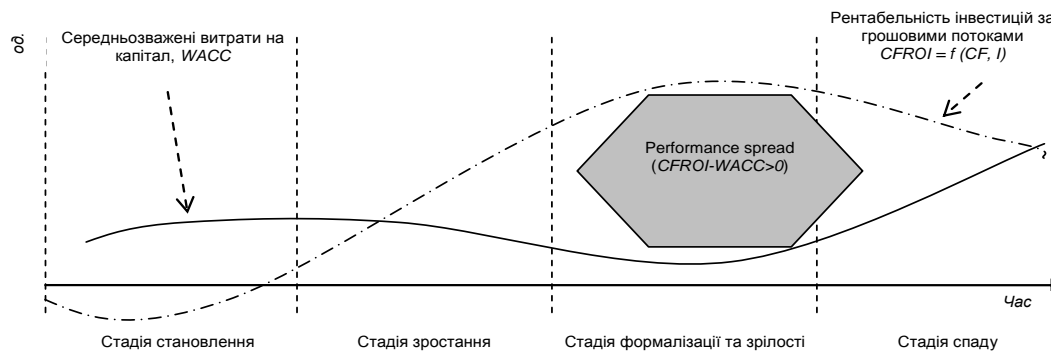


Рис. 3. Формування вартості підприємства на основі CFROI протягом стадій життєвого циклу підприємства  
Джерело: узагальнено автором [2, 15, 20]

Відповідно до методики розрахунку CFROI, поточну вартість (NPV) можна розділити на дві частини, одна з яких відповідає наявним активам, а інша формується за рахунок майбутніх інвестицій. Відповідно NPV майбутніх інвестицій визначається на основі життєвого циклу прибутку від капіталовкладень та рівня реінвестування на підприємстві. Таким чином, визначення даного показника залежить від життєвого циклу підприємства [2, с. 133].

Доцільність використання даного показника підтверджують слова одного із його розробників Б. Маддена: "Значна перевага моделі CFROI в тому, що дані про грошову рентабельність інвестицій за минулий період та про реальні темпи приросту активів формують уявлення як про минулі досягнення, так і про ключові сили прогнозованих успіхів" [2, с. 133].

Крім розглянутих найбільш розповсюджених вартісних показників є економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA). Варто зазначити, що її використання пропагується і вітчизняними вченими [5; 6; 10]. Показник EVA розраховується як різниця між операційним прибутком і альтернативною вартістю інвестованого капіталу:

$$EVA = NOPAT - Invested\ Capital \times WACC, \quad (4)$$

де NOPAT (Net Operating Profit after Taxes) – чистий операційний прибуток після сплати податків.

Для розрахунку показника EVA багаторазово коригуються величини прибутку й капіталу, наведені в бухгалтерській звітності, що, власне, й відрізняє його від показника економічного прибутку (RI). Існують різні думки щодо кількості коригувань стандартної звітності, які повинні використовуватись при розрахунку EVA. В роботі С. Стюарта

та Дж. Беннета описано 154 коригувань, але фактично пропонується використовувати 10-12. Інші дослідники стверджують, що для повноцінного використання концепції EVA достатньо 5-6 коригувань [9, с. 19]. На думку автора, дана особливість ускладнюватиме впровадження EVA на вітчизняних підприємствах.

Крім того, К. Ферріс і Б. Пешеро Петі відмічають, що EVA не повністю враховує вплив інфляційних процесів і дає помилкові оцінки в разі наявності в компанії циклічного характеру прибутку, значеного відхилення капітальних видатків від історичного рівня при відносно невеликій вартості активів або наявності у компанії значного рівня нематеріальних активів. Зауважимо також, що показник EVA не враховує грошових потоків і зміни вартості грошей у часі [6, с. 165].

Отже, використання EVA має ряд недоліків, проте його використання суттєво змінює корпоративну культуру в напрямку орієнтації менеджерів на збільшення вартості.

Альтернативним показником EVA є грошова додана вартість (Cash Value Added, CVA). Даний показник поєднує положення залишкового прибутку (RI) з перевагами операційного грошового потоку. Величину операційного грошового потоку можна отримати із Звіту про рух грошових коштів і коригувань необхідне менше, ніж для EVA [14]. Використовуючи даний показник, менеджмент підприємства від традиційного аналізу фінансових результатів за звітний період та їх порівняння з аналогічними показниками в минулому, переходить до довгострокового прогнозу грошових потоків.

Варто підкреслити, що в умовах кризи інвесторів (власників) значення грошового потоку цікавить більше, ніж поточні значення прибутку (збитку): "Для прямих інвесторів в

нинішніх умовах головне не ціна активу, а здатність компанії генерувати грошовий потік в період кризи та її стійка позиція на ринку" [1, с. 8]. Матеріали консалтингової компанії Simpson Grierson підтверджують, що генерація грошового потоку дуже важливий фактор для фінансового інвестора. Саме створюваний підприємством "cash flow" дозволяє обслуговувати і виплачувати боргове фінансування фонду прямого інвестування (ФПІ), забезпечувати господарську діяльність робочим капіталом і, як наслідок, виплачувати прибуток інвесторам самого фонду.

Наприклад, факт зацікавленості інвесторів підприємствами харчової промисловості підтверджується наступними фактами: представники Dragon Capital серед пріоритетів інвестування свого фонду в Україні в найближчий час називають, в першу чергу, виробників товарів першої необхідності, харчову промисловість. Фонд прямих інвестицій "ТЕКТ Private Equity Fund I" концентрує увагу на придбанні проблемних активів (Distressed Assets) в галузях, орієнтованих на внутрішнього споживача (в т.ч.

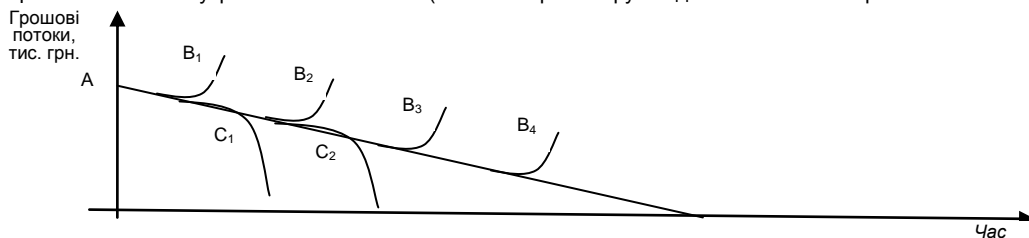


Рис. 4. Життєвий цикл стратегічних інвестицій за моделлю грошової доданої вартості (Cash Value Added, CVA)

Джерело: узагальнено автором [14]

Приймаючи рішення про створення бізнесу, інвестори здійснюють першочергові інвестиції. Після закінчення життєвого циклу вкладень інвестори отримують грошовий потік, який відповідає приведеній вартості, що забезпечує необхідний рівень доходності (пряма А). Для підтримки доходності першочергових стратегічних інвестицій необхідні нестратегічні інвестиції B1, B2 і т.д., без яких грошові потоки опустяться до рівня C1, C2 і т.д.

Очевидно, що в даній моделі основним критерієм формування вартості виступає позитивне значення чистої приведенної вартості:

$$PV_{OCF} - PV_{INV} > 0 \quad PV_{OCF} > PV_{INV} \quad (5)$$

Існує два варіанта розрахунку CVA:

1. CVA є операційним грошовим потоком (скоригованим на суму податків), який залишається інвесторам після всіх виплат за користування капіталом [6, с. 170]:

$$CVA = AOCF - WACCs \times GI, \quad (6)$$

де AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) – скоригований операційний грошовий потік;  
GI (Gross Investments) – валові інвестиції.

CVA також називають залишковим грошовим потоком (Residual Cash Flow, RCF).

2. Розрахунок CVA за другим варіантом відбувається у взаємозв'язку із розглянутим показником CFROI (в практиці консалтингової компанії Boston Consulting Group) [14]:

$$CVA = (CFROI - WACCs) \times GI. \quad (7)$$

Таблиця 1. Матриця прийняття бюджетних рішень на основі вартісно-орієнтованих критеріїв залежно від стадії життєвого циклу підприємства

Найменування показника Стадія життєвого циклу	Залишковий прибуток (Residual Income, RI)	Вільний грошовий потік (Free Cash Flow, FCF)	Грошова рентабельність інвестицій за (Cash Flow Return on Investments, CFROI)	Додана грошова вартість (Cash Value Added, CVA)
1	2	3	4	5
СТАДІЯ СТАНОВЛЕННЯ	Increase of Net Income Sales (10-30 %); NOPAT < 0; RI < 0; Revenue=Expenses (умова переходу до наступної стадії)	FCF < 0; ICF < 0; FinCF > 0; OCF > 0; FCF > 0 (умова переходу до наступної стадії)	CFROI < WACC	CVA < 0
СТАДІЯ ЗРОСТАННЯ*	Increase of Net Income Sales (30-50 %); NOPAT > 0; RI > 0; $\Delta RI > \Delta NOPAT$ (умова переходу до наступної стадії)	$\Delta Net Profit > \Delta FCF$ ; ICF < 0; FinCF > 0; OCF > 0; $\Delta FCF > \Delta Net Profit$ (умова переходу до наступної стадії)	CFROI = WACC (умова переходу до наступної стадії)	CVA = 0; CVA > 0 та NPV > 0; PVOCF > PVINV (умова переходу до наступної стадії)

на харчову промисловість) та експортні товарні потоки [1, с. 8]. А зацікавленість потенційних інвесторів у вартісних показниках яскраво ілюструють вимоги ФПІ Baring Vostok Capital Partners: серед інших вимог до інвестиційного проекту визначається, що підприємство повинно бути беззбитковим, внутрішня норма рентабельності вкладень повинна становити не менше 40 % річних, зростання вартості підприємства – 300 % [1, с. 10].

Таким чином, CVA як показник, що характеризує зростання доданої вартості, є ефективною альтернативою EVA для вітчизняних підприємств в умовах фінансової кризи (2008-2012 рр.).

Теоретичні основи моделі CVA передбачають поділ всіх інвестицій на стратегічні, які мають ціллю створення нової вартості (створення нового бізнес-напряму, нового продукту, впровадження нової технології тощо), та нестратегічні, що підтримують створену раніше стратегічними інвестиціями вартість (як правило, інвестиції в оборотний капітал). Проілюструємо дане положення на рис. 4.

Як було зазначено вище, останнім часом все більше фахівців використовують цей критерій, так як в якості віддачі інвестованого капіталу застосовується потоковий показник – грошові потоки (cash flows). Але на практиці адекватна модель CVA потребує проведення спеціальних коригувань. Зокрема відносно серійності інвестицій; повернення частини інвестицій в кінці терміну; існування зобов'язань, пов'язаних з вибуттям активів; наявність екстерналії; безстрокових інвестиційних програм; від'ємних очікуваних операційних грошових потоків. Важливим фактором є врахування інтерпретації очікувань операційних грошових потоків.

Отже, з метою системного ефективного гнучкого управління вартістю менеджменту вітчизняних підприємств необхідно надати на тактичному рівні бюджетні вартісні орієнтири, які не обмежують їх управлінські ініціативи, але при цьому дозволяють інвесторам бути впевненими, що дані рішення будуть направлені на формування тренду зростання вартості та, відповідно, на довгострокове забезпечення власників прийнятним рівнем прибутковості.

Таким чином, на основі аналізу еталонної поведінки основних вартісно-орієнтованих показників (RI, FCF, CFROI, CVA), що веде до зростання вартості підприємства у довгостроковому періоді, автором запропоновано матрицю прийняття бюджетних рішень залежно від стадії життєвого циклу підприємства (табл. 1).

Продовження табл. 1

1	2	3	4	5
СТАДІЯ ФОРМАЛІЗАЦІЇ ТА ЗРІЛОСТІ*	NOPAT > 0; RI > 0; $\Delta RI > \Delta NOPAT$	ICF > 0; FinCF > 0; OCF > 0; Net Income Sales > $\Delta FCF$	CFROI > WACC (умова переходу до наступної стадії)	CVA > 0; NPV > 0 Decrease of NPV (умова переходу до наступної стадії)
СТАДІЯ СПАДУ	$\Delta NOPAT > \Delta RI$ або $\Delta NOPAT = \Delta RI$	FCF > 0 або FCF = 0	CFROI = WACC або CFROI < WACC	CVA = 0 та NPV = 0; Decrease of CVA, NPV
* стадії використання вартісно-орієнтованих показників для прийняття бюджетних рішень Умовні позначення: Increase / Decrease of Net Income Sales – зростання / спад чистого доходу від реалізації; Revenue / Expenses – доходи / витрати від реалізації продукції; NOPAT – прибуток від звичайної діяльності після оподаткування (до сплати відсотків); WACC – середньозважена вартість капіталу підприємства; ICF, FinCF, OCF – інвестиційні, фінансові, операційні грошові потоки; NPV – чиста теперішня вартість підприємства; PV <sub>OCF</sub> , PV <sub>INV</sub> – теперішня вартість операційних грошових потоків, інвестицій.				

Джерело: запропоновано автором

Отже, запропонована вартісна модель системи бюджетування орієнтується не на абсолютні значення планових показників бюджетів, а на напрямки їх змін з метою отримання можливості оцінити будь-які абсолютні значення бюджету і, змінюючи динаміку показників, управляти вартістю підприємства. Модель задає певні рамки при визначенні конкретних бюджетних показників і відповідно до даних обмежень доцільно оцінювати фактичні результати діяльності. Такий підхід дозволяє повністю реалізувати принципи концептуальності, комплексності при прийнятті управлінських рішень.

#### Висновки та перспективи подальших досліджень.

Використання описаних теоретико-методичних аспектів вартісно-орієнтованого бюджетування привносить ряд управлінських новацій, а саме:

1. Включення до фінансових бюджетів підприємства (Баланс, Звіт про доходи та витрати, Звіт про рух грошових коштів) показників, що характеризують зростання вартості підприємства (економічний прибуток, вільний грошовий потік, грошова рентабельність інвестицій, додана грошова вартість).

Баланс, що є обов'язковим фінансовим бюджетом, відображає ліквідаційну вартість підприємства, забезпечуючи кредиторів інформацією на випадок його банкрутства. Але кінцевою ціллю підприємства не є банкрутство, а отже, управляти підприємством необхідно із орієнтацією на максимізацію інвестиційної вартості підприємства. Слід наголосити на особливостях менталітету власників більшості вітчизняних підприємств, для яких характерний поверхневий погляд на вартість бізнесу як на механічну суму вартості активів або як на поточну капіталізацію ринкової вартості компанії відкритого типу, але при цьому міжнародні інвестиційні фонди аналізують в першу чергу динаміку інвестиційної вартості підприємства.

Таким чином, вартісна орієнтація системи бюджетування дозволяє включити до системи фінансових бюджетів цілий ряд показників, що характеризують динаміку вартості підприємства, відповідно, динаміку інвестиційної привабливості. Акцентовання уваги на використанні показників, які оцінюють вартість підприємства, в системі фінансових бюджетів пов'язано також з тим, що показники прибутку, заявлені у звіті про фінансові результати, практично не дають жодної інформації про створення підприємством доданої вартості; якщо підприємство зафіксувало у звітності прибуток, однак рентабельність інвестицій є меншою, ніж ставка залучення капіталу, вартість не створюється, а поглинається; в показниках прибутку не враховується фактор зміни вартості грошей у часі тощо.

2. Менеджмент підприємств з традиційною системою бюджетування часто планує такі результативні показники у фінансових бюджетах, які хочуть бачити інвестори, і, як результат, зусилля діяльності на тактичному рівні направляються не на максимізацію вартості, а на прийняття лише тих управлінських рішень, які забезпечують високі

бухгалтерські показники ефективності в короткостроковій перспективі. Варто підкреслити, що у власників та менеджменту різні горизонти бюджетного планування: у менеджменту – короткостроковий, у власників – довгостроковий. Єдиний спосіб вирішити описану проблему – розробити для власників та менеджменту об'єднуючий стандарт мислення, який би орієнтував всі рівні управління на прийняття тих рішень і проектів, які дійсно відповідають задачі максимізації вартості компанії в довгостроковій перспективі. Саме таким стандартом для підприємства є вартісно-орієнтована модель бюджетування.

3. Традиційний підхід до бюджетування залишає без уваги вартість власного капіталу і, таким чином, завищує ефективність господарської діяльності та дезорієнтує інвесторів. Відповідно до традиційного бюджетного планування з метою визначення прибутку з доходу віднімаються всі витрати на обслуговування залученого капіталу і абсолютно ігнорується вартість власного капіталу і, як наслідок, – навіть ті компанії, бухгалтерський результат яких позитивний, можуть руйнувати акціонерну вартість. Слід підкреслити, що необхідні фінансові ресурси можуть бути залучені не просто рентабельними підприємствами, а тими, які забезпечують очікувану норму доходності на вкладений капітал. До традиційної системи, на думку автора, варто включити та оприлюднювати репортинги про вартість компанії, таким чином учасники ринку капіталів будуть проінформовані про майбутню динаміку чистих грошових потоків та інших чинників впливу на вартість підприємства.

4. Створення системи показників, що оцінюють зростання вартості, для потреб оперативної діяльності внутрішніх підрозділів на всіх рівнях управління та включення їх до операційних бюджетів центрів фінансової відповідальності. Застосування нових аналітичних моделей лише на загальнокорпоративному рівні з метою стратегічного планування є недостатнім. Необхідно їх пов'язувати з операційними задачами на конкретних робочих місцях. Така система показників, яка базується на базових принципах єдиних для використовуваної вартісної концепції, безумовно включає індивідуальні параметри, характерні як для галузі, так і для підприємства. Нова система показників, прив'язаних до вартості підприємства, виконує специфічні функції – за її допомогою менеджери оцінюють вплив тих чи інших оперативних рішень, які реалізуються в межах певного рівня управління, на вартість компанії в цілому.

5. Застосування VBM-показників змінює не лише ключові орієнтири для бюджетного планування, аналізування і контролювання, але і систему матеріального заохочення менеджерів структурних підрозділів, прив'язуючи її до показників доданої вартості, які генеруються відповідними структурними одиницями. При цьому можна використовувати різні концепції: побудовані на показниках EVA, CVA та інших. Такий підхід дає змогу гармонійно поєднати інтереси менеджерів та інвесторів. Для забезпечення генерування вартості необхідно також розробити конкретні кількісні цільові

орієнтири для рядового персоналу. Слід чітко визначити, що, коли і як має робити конкретний працівник для забезпечення проросту вартості. Зазначені орієнтири мають бути прозорими і зрозумілими, раціонально використовувати інструментарій заохочення рядового персоналу, який перебуває як у площині виплати заробітної плати, бонусів, соціальних виплат, так і у сфері збереження робочого місця, підвищення кваліфікації, кар'єрного зростання, умов праці, участі у капіталі.

#### Список використаних літературних джерел:

1. *Авдеенко Н.* Прямо по курсу / Н. Авдеенко // &Финансист. – 2010. – № 1-2 (31). – С. 6-10.
2. *Бертонеш М.* Управление денежными потоками / М. Бертонеш, Р. Найт. – СПб.: Питер. – 2004. – 240 с.
3. *Ивашковская И.В.* Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста / И.В. Ивашковская, Д.О. Янгель // Корпоративные финансы. – 2007. – №4. – С. 97-110.
4. *Мілінчук О.В.* Врахування вартісного аспекту при застосуванні бюджетування на підприємстві / О.В. Мілінчук // Вісник ЖДТУ. Економічні науки. – 2012. – №1 (59). – С. 172–177.
5. *Мендрул О.Г.* Управління вартістю підприємств: монографія / О.Г. Мендрул – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
6. *Момот Т.В.* Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: монографія / Т.В. Момот. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с.
7. *Мних Є.В.* Економічний аналіз: навч. посіб. / Є.В. Мних, І.Д. Френц. – Л.: Армія України, 2000. – 144 с.
8. *Рош Джуліан.* Стоимость компании: От желаемого к действительному / Дж. Рош; [пер. с англ. Е.И. Недбальская]; науч. ред. П.В. Лебедев. – Минск: Гревцов Паблшер, 2008. – 352 с.
9. *Теплова Т.В.* Современные модификации стоимостной модели управления компанией [Электронный ресурс] / Т.В. Теплова // Вестник МГУ. – 2004. – №1. – Режим доступа до журн.: <http://hse.wvu.ru/images/cmanager/63/4/documents/smsmik.pdf>.
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. *Фінансово-економічний аналіз: підручник* / [Буряк П.Ю., Римар М.В., Бець М.Т. та ін.]; під заг. ред. П.Ю. Буряка, М.В. Римара. – К.: ВД "Професіонал", 2004. – 528 с.
12. *Цал-Цалко Ю.С.* Фінансова звітність підприємства та її аналіз: навч. посібник. – [2-ге вид., перероб. і доп.] – Житомир: ЖІТІ, 2001. – 300 с.
13. *Хелферт Э.* Техника финансового анализа / Э. Хелферт. – СПб.: Питер, 2003. – 640 с.
14. *Черемушкин С.* Магия финансовой метрики [Электрон. ресурс] / С. Черемушкин. – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/finanalysis/value/finance\\_metrics.shtml#prolog](http://www.cfin.ru/finanalysis/value/finance_metrics.shtml#prolog).
15. *Anett Holler.* New Metrics for Value Based Management / A. Holler. – Dissertation European Business School, Oestrich-Winkel, 2009. – 209 p.
16. *Arnold G.* Value Based Management: Context and Application / G. Arnold, M. Davies. – UK: John Wiley and Sons, 2000.
17. *Copland T.* Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / T. Copland, T. Koller, J. Murrin. – N.Y.: John Wiley&Sons, 1995.
18. *Grant J.* Foundations of Economic Value Added. – New Hope, PA: Frank J. Fabozzi Assosiyates, 1997.
19. *Libby Theresa.* Beyond Budgeting or budgeting reconsidered? A survey of North-American Budgeting Practice [Электронный ресурс] / T. Libby, R. M. Lindsay // Management Accounting Research. – Режим доступа: [www.elsevier.com/locate/mar](http://www.elsevier.com/locate/mar).
20. *Madden B.* CFROI Valuation: A total System Approach to Valuing the Firm. – Oxford, MA: Butterworth-Heinemann, 1999.
21. *Penman S.* Financial Statement Analysis and Security Valuation. – N.Y.: McGraw-Hill, 2001.
22. *Stewart B.* The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. – N.Y.: Harper Business, 1999.
23. *Ottoson E.* CVA, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance / Eric Ottoson, Frederic Weissenrieder // Gothenburg University Department of Economics. – 1996. – Study No 1996:1 – 10 p.
24. *Weissenrieder F.* Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added / Frederic Weissenrieder // Gothenburg Studies in Financial Economics. – 1997. – Study No 1997:3. – 42 p.

МІЛІНЧУК Ольга Володимирівна – кандидат економічних наук, доцент кафедри менеджменту Житомирського державного технологічного університету.

#### Наукові інтереси:

- теоретико-практичні аспекти бюджетування підприємства;
- теорія вартісно-орієнтованого управління.

Стаття надійшла до редакції: 14.01.2013 р.