

УДК 338.2: 336.6

**Н.В. Грапко, асп.**

*Київський національний університет ім. В. Гетьмана*

## Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами підприємств

У статті висвітлено специфіку застосування на практиці концепції вартісно-орієнтованого управління та здійснено спробу адаптації деяких її положень до вітчизняних умов. Висунуто ряд обґрунтованих пропозицій щодо удосконалення управління грошовими потоками та інтегрування системи заохочення персоналу у модель вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств.

**управління вартістю, вартісний підхід, додана вартість, EVA, ставка дисконтування, дисконтування грошових потоків, капіталізація доходів, бета-коефіцієнт, фактори вартості, доходний підхід, корпоративні фінанси**

Розвиток бізнес-середовища відкриває нові можливості перед учасниками ринку капіталів. Цільові орієнтири більшості інвесторів знаходяться не стільки у площині забезпечення операційної ефективності роботи компанії, пошуку шляхів підвищення прибутковості, скільки у збільшенні доходів внаслідок зростання вартості компанії. Саме тому все більшого поширення в теорії і практиці корпоративних фінансів набуває концепція вартісно-орієнтованого управління. Робота у даному напрямку передбачає переоцінку існуючих поглядів на управління операційною, фінансовою та інвестиційною діяльністю підприємства та підпорядкування її пріоритетній стратегічній меті – максимізації вартості. У зв'язку із цим потребують додаткових досліджень ряд питань, які являються основоположними в реалізації вартісної стратегії: обґрунтування логічної послідовності факторів створення вартості, порядку їх субординації та взаємодії; управління грошовими потоками; визначення ставки дисконтування та врахування ризиків; удосконалення звітності щодо фінансових результатів та руху грошових коштів. Актуальність подальшого дослідження питань вартісно-орієнтованого фінансового управління (Value-Based Management, VBM) зумовлена недостатнім рівнем наукових розробок у цій царині та необхідністю розробки адаптованої до вітчизняних умов господарювання концепції VBM.

Першоджерелами вартісного підходу можна вважати праці таких відомих економістів, як Акер Д., Коллер Т., Коупленд Т., Маршалл А., Мурін Дж., Раппапорт А., Скотт М. Окремі аспекти означеної проблематики вартісно-орієнтованого управління досліджувалися у працях ряду вітчизняних науковців: Андрощук О.Є. (вплив фінансової комунікації на вартість компаній), Івасіва І.Б. (методологічні особливості вартісно-орієнтованого управління в банку), Іоніна Д.Є. (обґрунтування стратегії підвищення вартості майна підприємств), Мендрула О.Г. (дослідження принципів та методів оцінки вартості підприємств), Приймак С.В. (використання вартісно-орієнтованих показників у процесі діагностики фінансового стану підприємств), Терещенка О.О. (обґрунтування ролі контролінгу в системі вартісно-орієнтованого управління).

Аналіз науково-практичної літератури засвідчує, що до цього часу науковцями чітко не сформульовані теоретичні засади вартісно-орієнтованого управління, потребує вдосконалення категоріальний апарат у відповідній сфері, не визначені шляхи інтеграції вартісно-орієнтованого управління в систему фінансового менеджменту на

підприємстві. До кінця не вирішеною залишається також проблема оцінки ризиків фінансово-господарської діяльності, розрахунку ставки дисконтування, прогнозування грошових потоків, що є ключовими чинниками вартісно-орієнтованого управління. Метою пропонованої статті є дослідження теоретико-методичних засад вартісно-орієнтованого управління фінансами та обґрунтування рекомендацій щодо його запровадження у вітчизняну практику фінансового менеджменту.

Розробці вартісного підходу до управління корпоративними фінансами сприяли певні передумови. Серед них варто виділити конкуренцію на ринку капіталів, виражену у посиленні боротьби за власників капіталу, готових інвестувати кошти у діяльність корпорацій. Вирішенням задачі пошуку джерел інвестування стала реалізація ідеї пріоритетності забезпечення зростання ринкової вартості підприємства і його акцій. Підвищення інвестиційної привабливості відбувається тому, що зростання ринкової вартості підприємства і акцій дозволяє акціонерам (інвесторам) отримувати значні доходи: курсовий грошовий дохід від перепродажу всіх чи частини акцій, або курсовий не грошовий дохід, що виражається у збільшенні вартості чистих активів, що належать акціонерам, а значить і суми їх власного капіталу [5]. Створюючи «вартість для акціонерів», підприємства формують передумови для зниження вартості залучення джерел фінансування.

Окрім вищенаведеної мотивації у концепції вартісно-орієнтованого управління знайшли своє вирішення проблеми оцінки ефективності прийнятих рішень та якості менеджменту; операційної ефективності компанії та взаємодії між підрозділами; розподілу фінансових ресурсів між підрозділами та напрямками діяльності; визначення особистого вкладу працівників у розвиток компанії, мотивації їх на створення конкурентних переваг у довгостроковій перспективі.

Вартісно-орієнтоване управління фінансами компанії можна трактувати як комплекс організаційних та управлінських заходів орієнтованих на зростання вартості компанії, що координується та здійснюється на підставі інформації фінансового характеру отриманої шляхом розрахунку вартісно-орієнтованих показників. Найбільш загальна класифікація вартісних показників поділяє їх на відносні (RONA, ROIC, ROI, CFROI, ROS) та абсолютні (EVA, SVA, MVA, VaR, DRV) [4]. Можливість і доцільність використання кожного із них у практичній діяльності залежить від їх значення для прийняття ефективних управлінських рішень (користі, яку вони можуть принести для менеджера, що їх використовує).

Важливим етапом запровадження вартісно-орієнтованого управління на підприємстві є побудова дерева ключових фінансових показників. Можна виокремити три підходи до побудови системи показників:

1-й. Затвердження найважливіших абсолютних та відносних показників, які характеризують створення вартості, є результатом проведеної роботи з їх ідентифікації за ієрархічним методом («знизу вгору» чи навпаки);

2-й. Вартісні параметри задаються «зверху» як для підрозділів так і для всього підприємства в цілому.

3-й. Встановлюються нормативні величини показників для всієї компанії та для її структурних підрозділів.

На нашу думку, перевагу варто віддати першому підходу. У даному випадку, головна мета діяльності підприємства - максимізація його вартості, приріст якої визначається із урахування витрат на капітал –реалізовується якнайповніше. Окрім того участь у обговоренні та прийнятті рішень менеджменту середньої ланки сприяє розумінню поставлених цілей та урахуванню в діяльності визначених факторів вартості. Як варіант побудови такої системи пропонується використовувати дерево факторів вартості (див. рис. 1).

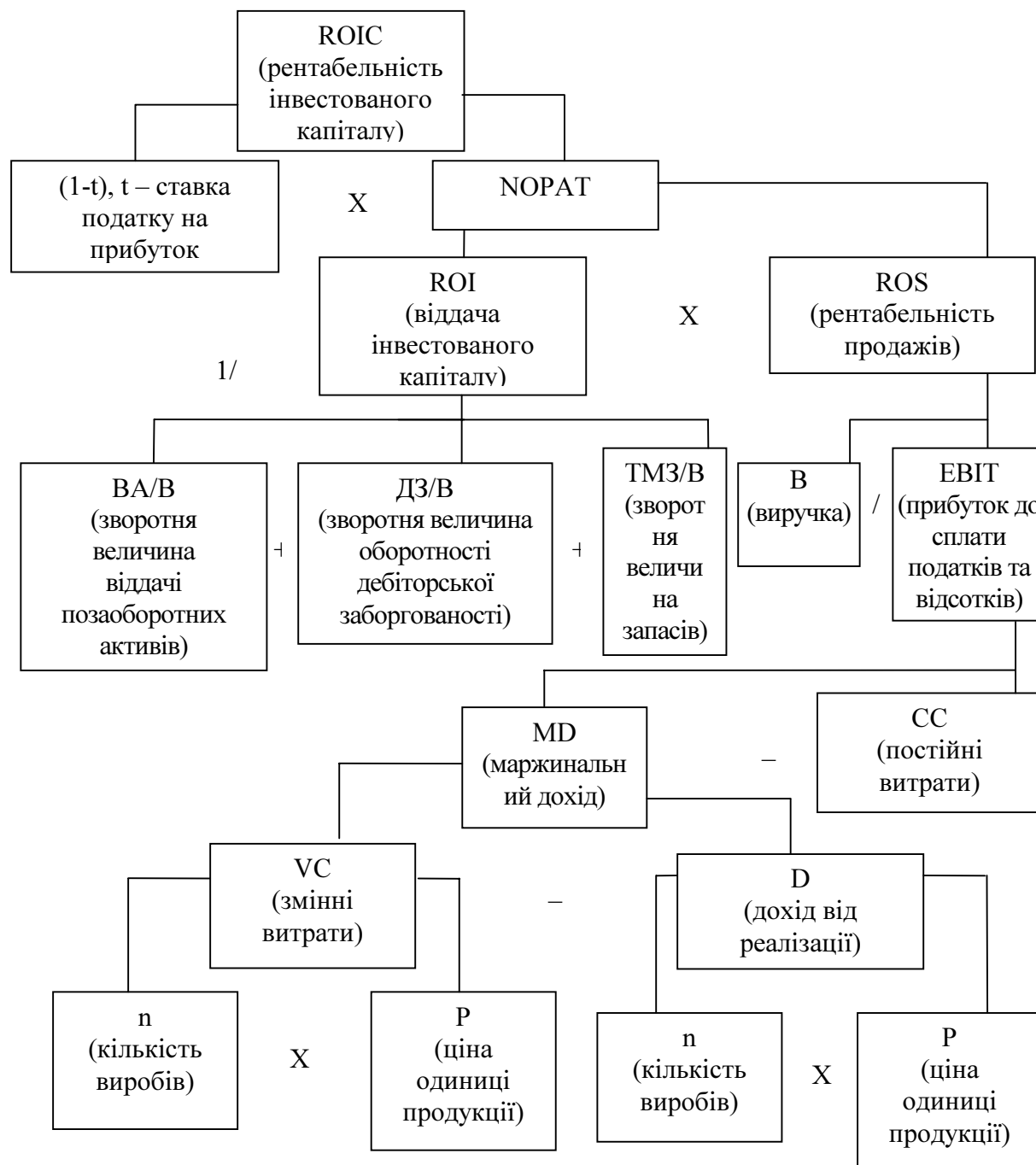


Рисунок 1 - Дерево факторів вартості

Для побудови дерева факторів зростання вартості спочатку проводяться дослідження умов ведення бізнесу та результатів фінансово-господарської діяльності компанії. На основі отриманої інформації визначається пріоритетність та супідрядність факторів, здійснюється їх класифікація за певними критеріями. Переваги даного підходу порівняно із іншими полягають у можливості наглядно представити ланцюжок створення вартості, визначити джерела створення вартості, зрозуміти характер їх взаємозв'язків.

Вищенаведений приклад ілюструє ключову ідею показника ROIC – вартість компанії оцінюється рівнем ефективності використання інвестованого в операційну діяльність капіталу.

Окрім факторів «майнового» характеру у концепції VBM знаходять своє місце інші – фінансового характеру. До них належить перш за все величина чистих грошових потоків, які може генерувати оцінюваний об'єкт. Згідно з існуючою практикою чисті грошові потоки підприємства визначаються за прямим та непрямим методами [2]. Вивчення науково-практичного матеріалу з відповідної проблематики показує, що в Україні до цього часу відсутня адекватна методика аналізу грошових потоків. Автор вважає за доцільне обґрунтувати окремі рекомендації щодо удосконалення аналізу руху грошових потоків та розрахунку чистого грошового потоку. Основні характеристики пропонованого методу аналізу грошових потоків підприємства наведено на рис. 2.

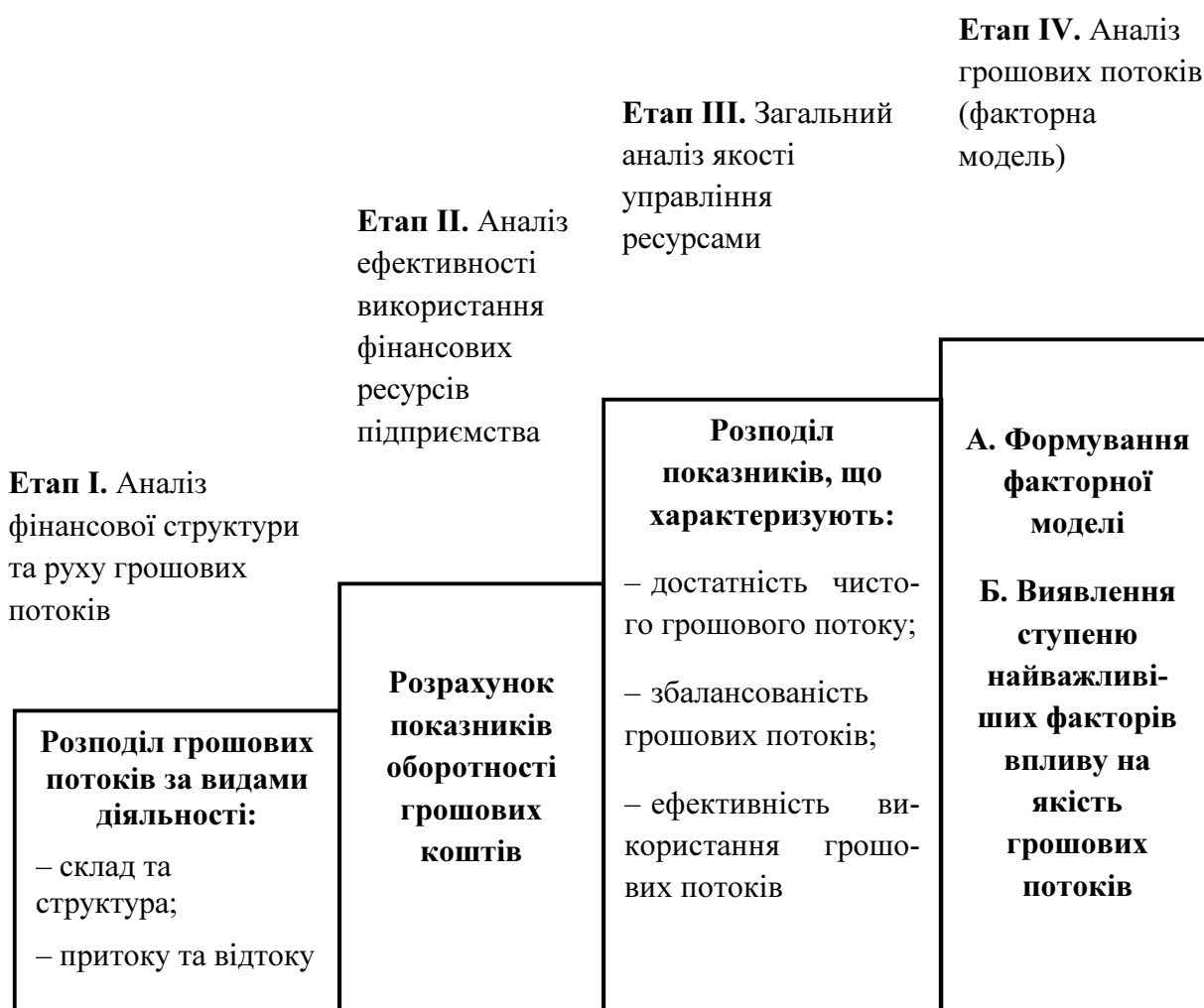


Рисунок 2 - Порядок проведення аналізу грошових потоків

Пропонований підхід включає в себе чотири етапи. Суть першого етапу полягає у здійсненні аналітичного дослідження структури та руху грошових потоків, а саме проводиться оцінка вхідних та вихідних грошових потоків за видами діяльності, виявляються фактори, що впливають на зміну структури грошових потоків. У межах оцінки складу та структури фінансових активів підприємства визначаються джерела та напрямки використання коштів. Визначається грошовий мінімум – певна сума коштів, що необхідна для проведення операційної діяльності у разі виникнення потреби в

оборотних коштах внаслідок порушення домовленостей, форс-мажорних обставин і т.п. Створення подібного запасу має сенс, оскільки існує ряд супутніх переваг: негайне вирішення поточних потреб, мінімізація ризику виснаження фінансових ресурсів, а також підвищення ліквідності підприємства.

На другому етапі проводиться оцінка грошових засобів із точки зору їх якісного складу. З цією метою пропонується розрахувати наступні показники: коефіцієнт оборотності фінансових активів, коефіцієнт закріплення грошових засобів, а також тривалість та кількість оборотів. Дані показники являються базовими для проведення оцінки ділової активності підприємства, оскільки вони є достатніми для висновків про фінансовий стан підприємства на даний момент. Отримана внаслідок розрахунків інформація відкриває перед користувачем основні параметри потоку грошових коштів підприємства. Для визначення факторів, що впливають на зміни показників пропонується розглядати причини, що викликали зміни швидкості та періодичності обороту грошових засобів. Очевидно, що негативним явищем є уповільнення темпів оборотності грошових засобів. Це свідчить про вилучення грошових засобів із обороту внаслідок неефективних відносин між кредиторами та дебіторами та зниження платоспроможності підприємства.

Наступний етап – аналіз якості управління ресурсами – має на меті по-перше, визначення достатності грошових засобів для роботи підприємства, по-друге, визначення збалансованості ресурсів між підрозділами та ключовими напрямками діяльності, по-третє, якості сформованого грошового потоку на підставі визначення рентабельності фінансових активів за видами діяльності, співвідношення відтоку коштів до отриманого чистого прибутку. Це ж стосується оцінки ефективності фінансової діяльності компанії. Якість показників фінансової стійкості із часом може покращитися чи погіршитися внаслідок прийняття нової кредитної стратегії. Тому для оцінки якості управління капіталом потрібно розглядати результати діяльності відображені у ретроспективній фінансовій звітності.

Для визначення достатності фінансових ресурсів здійснюється розрахунок чистого грошового потоку із подальшим порівнянням його величини із потребами підприємства у використанні грошових засобів. Для цього досліджуються видатки на обслуговування кредитів та інших позик, виплату дивідендів власникам акцій. Також визначається потреба у позаоборотних активах. В рамках аналізу чистих грошових потоків рекомендується розраховувати коефіцієнт достатності ( $K_d$ ) чистого грошового потоку. Коефіцієнт розраховується як відношення чистого грошового потоку (ЧГП) до суми видатків на обслуговування позикового капіталу, виплату дивідендів та приросту залишків оборотних активів за поточний період:

$$K_d = \frac{\text{ЧГП}}{\text{ПК} + \Delta\text{МОА} + \text{Д}},$$

де ПК – виплати на обслуговування позикового капіталу;

$\Delta\text{МОА}$  – приріст залишків матеріальних оборотних активів за поточний період;

Д – виплачені за поточний період дивіденди.

В свою чергу коефіцієнт реінвестування грошових потоків ілюструє співвідношення чистого грошового потоку (за вирахуванням виплачених дивідендів) та необоротних активів.

$$K_i = \frac{\text{ЧГП} - \text{Д}}{\Delta\text{ПА}},$$

де  $\Delta\text{ПА}$  – приріст необоротних активів.

Аналіз динаміки зазначених показників дозволяє виявити можливу нестачу грошових потоків (зокрема, операційного Cash Flow) для забезпечення необхідних витрат та розширення виробництва.

Заключний 4-й етап є узагальненням результатів попередніх: проводиться факторний аналіз з метою визначення ступеню впливу на формування грошових потоків таких факторів, як витрати на реалізацію, оборотність грошових засобів, частка залишку грошових коштів у загальному грошовому потоці, рентабельність операційної діяльності, з метою виявлення змін якості та кількісних показників рентабельності додатного грошового потоку.

На нашу думку, застосування вище окресленого методичного підходу у практичній діяльності дозволить покращити аналіз якості фінансового управління на підприємстві, оскільки має на меті сприяти своєчасному виявленню та вирішенню можливих недоліків в управлінні грошовими потоками підприємства. Таким чином, одним із базових факторів зростання доданої вартості підприємства полягає у підвищенні ефективності управління грошовими потоками, що передбачає об'єктивний їх аналіз, планування та контроль. Застосування описаної моделі аналізу є можливим як на великих підприємствах, так і на малих. Фактично різниця полягає у розширенні ряду можливих факторів формування грошових потоків, які мають місце у тих чи інших умовах ведення бізнесу. Перспективу подальших досліджень у цьому напрямку вбачаємо у поступовій гармонізації міжнародних стандартів фінансової звітності та правил ведення управлінського обліку з метою вирішення задач, які постають у процесі управління орієнтованого на зростання вартості.

Окрім чистих грошових потоків, на вартість компанії впливає рівень ризику інвестування коштів у неї. Фактор ризику знаходить своє втілення у ставці дисконтування. Водночас, для розрахунку ставки дисконтування слід визначити коефіцієнт бета, який характеризує рівень систематичного ризику вкладень в оцінюваний актив. Бета-коефіцієнт ілюструє наявність взаємозв'язку між курсом цінного паперу конкретного підприємства та показником прибутковості фондового індексу (у даному випадку ПФТС), динаміки доходності підприємств галузі, до якої належить оцінювана компанія. Коефіцієнт визначається як відношення стандартного відхилення доходності цінного паперу ( $\sigma_i$ ) до стандартного відхилення доходності ринкового індексу ( $\sigma_m$ ) скорегованих на коефіцієнт кореляції доходності активу та фондового індексу ( $corr(p, m)$ ):

$$\beta = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \times corr(i, m).$$

Коефіцієнт кореляції ( $corr(i, m)$ ) у даному випадку вираховується наступним чином:

$$corr_{i,m} = \frac{cov_{i,m}}{r_i \times r_m},$$

де  $cov_{i,m}$  – коваріація доходності і-го активу та фондового індексу.

Коваріація доходності в свою чергу розраховується за наступною формулою:

$$cov_{i,m} = \frac{\sum_{j=1}^n (r_{ij} - \bar{r}_i)(r_{mj} - \bar{r}_m)}{n-1},$$

де  $r_{ij}$  – доходність і-го активу у момент часу  $j$ ;

$\bar{r}_i$  – середнє значення доходності і-го активу;

$r_{mj}$  – доходність індексу у момент часу  $j$ ;

Таблиця 1 – Розрахунок бета-коефіцієнту для підприємств металургійної галузі, 2006-2008 рр.\*

Компанія	$\bar{r}_i$			$\sigma_i$			$cov_{i,m}$			$\beta$		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
ВАТ «Алчевський металургійний комбінат»	-31,2	4,41	-11,7	21,8	14,75	19,66	-	57,9	194,9	-	3	2,8
ВАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»	2,55	8,41	-1,66	2,73	9,58	18,25	-	35,9	194,7	-	0,64	18,5
ВАТ «Дніпровський металургійний комбінат ім. Ф.Держинського»	1,8	11,2	-16	20	29,7	19,6	-	32,56	75,31	-	1,3	0,76
ВАТ «Донецький металопрокатний завод»	-29,6	13,33	-19,8	43	19,83	42,33	-	12	141,3	-	0,3	2,47
ВАТ «Снаківський металургійний завод»	0,67	22,66	-14,7	3,96	23,67	14,75	11,2	85,4	157,8	12,9	1,4	1,3
ВАТ "Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"	-5,6	-	-25,7	15,4	-	16,25	-	-	-24,9	-	-	-0,14
ВАТ "Металургійний комбінат" Азовсталь"	2,3	8,17	-13,3	10,1	9	11,75	-8,3	4,49	123,8	-12,5	0,08	0,93
ВАТ "Керченський металургійний комбінат"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ВАТ "Дніпропетровський металургійний завод імені Комінтерну"	20,8	15,67	-13,7	27,2	4,92	17,4	-	-3,33	38,7	-	-0,02	0,42
ВАТ «Маріупольський металургійний комбінат ім.Ілліча»	-3,7	7,5	-16,4	10,3	9,08	10,25	-1,2	43,5	51,3	-1,8	0,82	0,27

(Джерело: розраховано автором на підставі даних [6])

\* При розрахунку даних було введено наступні поправки:

1. Оскільки дані про котировання цінних паперів ВАТ «Керченський металургійний комбінат» на біржі відсутні, бета-коефіцієнт для підприємства вираховується як середньогалузевий;
2. Котировання акцій деяких підприємств на біржі у 2006 році носило періодичний характер. На нашу думку по цій причині відсутній будь-який зв'язок між курсом акцій та динамікою індексу.

$\bar{r}_m$  – середнє значення доходності ринку;  
 $n$  – число спостережень у вибірці.

Порядок розрахунку бета коефіцієнта дослідимо з використанням інформації щодо результатів діяльності металургійних підприємств України. У табл. 1. наведено розрахунки середньорічних значень доходності цінних паперів, стандартного відхилення доходності активу, коваріації доходності цінних паперів та фондового індексу. Аналіз їх співвідношення дає нам змогу констатувати реакцію доходності цінного паперу стосовно динаміки відхилення його доходності.

Динаміка доходності металургійних підприємств наведена в таблиці 2. Як бачимо із даних табл.1 та табл.2. зниження доходності галузі у 2008 році стосовно 2007 на 58 % призвело до підвищення ризиковості цінних паперів ряду підприємств на фоні зменшення їх прибутковості та прибутковості індексу ПФТС. Окрім того варто звернути увагу, що у деяких випадках бета-коефіцієнт виходить за межі нормативних значень (від 0 до 1). Наприклад ВАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» - до 18,5 у 2008 році, ВАТ «Єнакіївський металургійний завод 12,9 у 2006 році, ВАТ «Металургійний комбінат «Азовсталь» до -12,5 у 2006 році.

Таблиця 2 – Динаміка доходності металургійних підприємств за 2005-2008 рр.  
 (млн. грн.)

	Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування, млн.грн.	Підприємства, які одержали прибуток		Підприємства, які одержали збиток	
		у % до загальної кількості підприємств	фінансовий результат	у % до загальної кількості підприємств	фінансовий результат
2005 р.	10093,6	64	11124,8	36	1031,2
2006 р.	12720,8	65,5	13580,8	34,5	860,0
Динаміка, у % до попереднього	26	1,5	22	-1,5	-17
2007 р.	15865,5	67,2	16648,8	32,8	783,3
Динаміка, у % до попереднього	25	1,7	23	-1,7	-9
2008 р.	6817,7	61,7	14671,9	38,3	7854,2
Динаміка, у % до попереднього	-58	-5,5	-12	5,5	902

(Джерело: побудовано на підставі [8])

Аналіз інформації, наведеної в таблицях 2 та 3 засвідчує наявність певної суперечності: бета-коефіцієнт ілюструє перебільшену ризиковість. На нашу думку варто здійснювати визначення бета-коефіцієнту через ряд сталих показників, конкретні значення яких встановлюються залежно від області отриманих в результаті традиційного розрахунку значень. Наприклад, значення від 0,5 до 1,5  $\beta=1$ ; від 1,5 до 3  $\beta=3$ ; від трьох і вище  $\beta=5$ ; область від'ємних значень  $\beta=5$ .

Врахування норми ризиковості при визначенні ставки дисконтування залежить також від структури товарної спеціалізації бізнесу, оцінки ринкових факторів роботи



компанії на конкретних сегментах ринку, якості та доступності транспортних та комунікаційних послуг, налагодженості діалогу із місцевими органами державного управління та регулювання у даній сфері діяльності, монополізації ринку [1].

З метою забезпечення максимально справедливої оцінки ризиковості інвестування фінансових ресурсів, вважаємо за доцільне на практиці використовувати комбінацію декількох способів розрахунку фактору ризику. Наприклад, результати проведеної експертної оцінки премії за ризик (за методом кумулятивної побудови) можна порівнювати із загальноринковою чи загальногалузевою нормою ризиковості, або ж використовувати у якості направляючої ставку доходності державних цінних паперів.

Досягнення максимального ефекту в процесі управління вартістю компанії можна забезпечити через ефективну координацію дій підрозділів усієї структурної організації – починаючи від виробничого, закінчуючи управлінським рівнем. Створення конкурентних переваг на кожному із таких рівнів здійснюється внаслідок перерозподілу отриманих внаслідок операційної діяльності ресурсів та концентрації їх у ключових точках фінансово-господарського механізму підприємства [3].

Економічну вигоду від чіткого розподілу грошових потоків вбачаємо у формуванні доданої вартості внаслідок оптимізації кругообігу коштів, удосконалення окремих елементів фінансової звітності при визначенні ряду платежів, а також оцінки управлінських, соціальних та організаційних заходів, впроваджених на виробництві. Особливу увагу звертаємо на те, що ефективність використання фінансових ресурсів дозволяє зменшити потреби на залучення позикового капіталу. В свою чергу це призводить до підвищення інвестиційної привабливості та, як наслідок, зростання вартості компанії.

Реалізація концепції стратегічного управління, що має за кінцеву мету максимізацію вартості, здійснюється за рахунок побудови системи котра б підпорядкувала усі аспекти життєдіяльності господарського механізму єдиній меті. Система інтеграції VBM в управління корпоративними фінансами реалізується протягом 5-х етапів: визначення поточної вартості компанії, визначення системи факторів вартості, створення системи оцінки ефективності управлінських рішень заснованої на певному вартісно-орієнтованому показникові (показниках), аналізу вкладу підрозділів у приріст вартості, запровадження систем мотивації, що ґрунтуються на вартісно-орієнтованих показниках.

Як зазначалося вище, використання того чи іншого із числа фундаментальних вартісних показників (EVA, MVA, CVA, CFROI та ін.) в управлінні вартістю залежить від бачення менеджменту компанії, власників чи акціонерів переваг та недоліків окремих показників. До числа переваг EVA відноситься можливість оперувати достатнім обсягом даних для оцінки ефективності прийнятих управлінських рішень. Аналіз показника динаміки показника EVA проведений на основі ретроспективних даних фінансової звітності дає можливість досить точно прослідкувати за приростом вартості підприємства. Для побудови системи мотивації на базі EVA пропонуємо скористатися наступною схемою:

$$\text{Винагорода} = k_1 + k_2 \cdot \Delta \text{EVA},$$

де  $k_1$ ,  $k_2$  – коефіцієнти пропорційності ( $k_1 \ll k_2$ ).

Ще одна схема передбачає методіку обрахування винагороди у тому випадку, коли за ціль у поточному періоді ставилося досягнення певних не фінансових показників за умови збереження позитивної динаміки операційної діяльності винагорода визначається як сума добутків встановленого бонусу і коефіцієнту

досягнення нефінансових показників та перевищення очікуваного рівня зростання EVA і коефіцієнту участі.

**Висновки.** Підсумовуючи вищенаведене, зазначимо, що концепція вартісно-орієнтованого менеджменту є системним підходом до управління корпоративними фінансами. Важливим етапом запровадження VBM є побудова дерева факторів вартості. Специфіка діяльності кожної окремої компанії потребує використання у якості контрольних різних за суттю інструментів: одні можуть відображати управління нематеріальними ресурси, інші навпаки – товарним виробництвом. Основний принцип побудови дерева факторів вартості полягає у зведенні в єдину площину координат економічних результатів діяльності компанії та фінансових показників, обрахованих на підставі отриманої інформації. Практична значимість дерева факторів вартості полягає у можливості систематизувати різноманітні чинники, що впливають на результативність роботи компанії та використати отриману базу даних при розробці стратегії розвитку компанії.

Як зазначалося вище, побудова дерева факторів вартості дозволяє сконцентрувати увагу та зусилля менеджменту на ключових точках управління компанією. Одним із найважливіших факторів зростання вартості є здатність підприємства генерувати грошові потоки. Важливою складовою управління грошовими потоками є їх аналіз. Пропонована методика аналізу включає в себе: аналіз фінансової структури та руху грошових коштів, аналіз ефективності використання грошових потоків, аналіз якості управління ресурсами та аналіз грошових потоків із використанням факторної моделі. Вивчення динаміки розрахованих коефіцієнтів, що характеризують ефективність управління грошовими потоками, дозволяє провести якісну оцінку управлінню грошовими потоками підприємства, встановити позитивні та негативні тенденції, а також сформулювати достатню інформаційну базу для розробки стратегій оптимізації бізнес-процесів у ході фінансово-господарської діяльності підприємства.

Приведена вартість майбутнього грошового потоку визначається за допомогою ставки дисконтування, розрахунок якої належить до числа ключових проблем вартісно-орієнтованого управління. Загальноприйнятим методам розрахунку властивий високий ступінь суб'єктивності. Проведене дослідження підтверджує даний висновок. Окрім того розрахунок ставки дисконтування здійснений на прикладі ряду підприємств виявив недоліки спричинені недостатнім рівнем розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. А саме, ставиться під сумнів доцільність розрахунку бета-коефіцієнту та використання його у так званій формулі Шарпа – моделі розрахунку капітальних активів (CAPM) – в силу невідповідності впливу, який спричиняється на розмір ставки дисконтування практичній значущості отриманого результату. Для подолання даної невідповідності пропонуємо визначити бета-коефіцієнт через ряд сталих показників, конкретні значення яких встановлюються залежно від області отриманих в результаті традиційного розрахунку значень.

Невід'ємним елементом VBM є система мотивації, заснована на вартісних показниках, як критеріїв оцінювання. Зважаючи на потребу у розробці системи винагороджування персоналу за участь у створенні вартості та проявленні ініціативності запропоновано схеми нарахування бонусів та преміальних, кожна із яких відповідає особливим умовам застосування, а саме: ґрунтуються на поступовому зростанні змінної частини поточного фінансового результату, зростанні показника економічної доданої вартості та за досягнення результативності нефінансових показників.

## Список літератури

1. Андрощук О. Вплив інформаційної прозорості на вартісні параметри підприємства / О. Андрощук // Ринок цінних паперів України. - 2007. — №1-2. — С.69—74.
2. Артюх І. Значення та аналіз грошових потоків в умовах ринкової економіки // УДК: 336.74.
3. Терещенко О. Вартісний підхід в управлінні фінансами підприємств. / А.І. Даниленко, М.Д. Білик, О.М. Кошик, О.О. Терещенко, Л.М. Шаблиста та ін. // Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: Монографія в 3 т. Т.3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління / За ред. чл. – кор. НАН України А.І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 308с.
4. Терещенко О. Управління вартістю підприємства в системі контролінгу / О. Терещенко, С. Приймак // Ринок цінних паперів України. - 2007. — №1-2. — С.53—60.
5. Rappaport A. Ten Ways to Create Shareholder Value / Rappaport A. // Harvard Business Review. – 2006. – No. 9 – p. 68-76.
6. [www.stocks.investfunds.com.ua](http://www.stocks.investfunds.com.ua)
7. [www.stockmarket.gov.ua](http://www.stockmarket.gov.ua)
8. [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

*Н. Грапко*

### **Стоимостно-ориентированный подход в управлении финансами предприятия**

В статье освещена специфика использования на практике концепции стоимостно-ориентированого управления и сделана попытка адаптировать некоторые положения к отечественным условиям. Выдвинуто ряд обоснованных предложений относительно усовершенствования управления денежными потоками предприятия и интеграции системы поощрения персонала в модель стоимостно-ориентированого управления финансами предприятий.

*N. Grapko*

### **The conception of the cost-oriented management of the enterprise finance**

In the article the specific of application in practice of conception of the cost-oriented management is reflected and the attempt of adaptation of some its positions is carried out to the domestic terms. The row of substantiated suggestions is pulled out in relation to the improvement of management the streams of monies and integration of the system of encouragement of personnel in a cost-oriented case of enterprises finances frame.

Одержано 15.04.10