

**Висновки.** Проаналізувавши поточний стан фінансування зовнішньоекономічної діяльності України можна сказати, що підтримка експортоорієнтованих виробництв вітчизняної продукції відповідно до вимог світового ринку сприяє співробітництву України з провідними фінансовими інститутами. За таких умов, основними напрямками розвитку системи державної підтримки експорту в Україні відповідно до правил торгівлі СОТ і з урахуванням світового досвіду мають стати використання бюджетних форм підтримки національних експортерів. Серед заходів державної підтримки експорту продукції центральне місце має посісти фінансова підтримка, зокрема, гарантійна підтримка та довгострокове експортне кредитування.

#### *Список літератури*

1. Кузьмін, О. Є. Управління міжнародною конкурентоспроможністю підприємства [Текст] : підручник / О. Є. Кузьмін, Н. І. Горбаль – Львів : Компакт-ЛВ, 2005. – 304 с.
2. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <[www.ukrstat.gov.ua/operativ2007/zd/tiszt/tszt\\_u/tszt1208\\_u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ2007/zd/tiszt/tszt_u/tszt1208_u.htm)>.
3. Економічна енциклопедія [Текст] / відповід. редактор С. В. Мочерний. – К. : Академія; Тернопіль : Академія народного господарства, 2000. – 864 с.
4. Офіційний сайт АТ «Укресімбанк» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <[www.eximb.com](http://www.eximb.com)>.
5. Костюченко, В. М. Державне фінансування структурної переорієнтації зовнішньої торгівлі: аналіз стану та перспективи розвитку [Текст] / В. М. Костюченко // Вісник Житомирського державного технічного університету. – 2010 – № 4 (54) – С. 324–329.

Отримано 30.10.2011. ХДУХТ, Харків.

© А.В. Янчев, Л.Л. Носач, 2011.

УДК 657.62:338.24

**Т.В. Момот**, д-р екон. наук, проф. (*ХНАМГ, Харків*)

**К.Ю. Величко**, ст. викл. (*ХДУХТ, Харків*)

**О.І. Печенка**, ст. викл. (*ХДУХТ, Харків*)

## **ЗАСТОСУВАННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО МЕХАНІЗМУ ОЦІНКИ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ**

*Розглянуто теоретичні аспекти вартісно-орієнтованого механізму та особливості його застосування для оцінки діяльності корпоративних підприємств. Акцентовано увагу на специфіці його впровадження на національному рівні з урахуванням міжнародного досвіду.*

*Рассмотрены теоретические основы стоимостно-ориентированного механизма и особенности его внедрения при оценке корпоративных предприятий. Акцентируется внимание на специфике его внедрения на национальном уровне с учетом международного опыта.*

*Theoretical bases of the cost-oriented mechanism and feature of its introduction are considered at the estimation of corporation enterprises. Attention is accented on the specific of its introduction at national level taking into consideration international experience.*

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Світовий досвід управління бізнесом і фінансами все більше орієнтується саме на економічну категорію вартості економічного суб'єкта (бізнесу), тому що така орієнтація обумовлює довготривалість функціонування цього суб'єкта, сприяє зростанню добробуту його власників та соціально-економічному розвитку суспільства. Чечетов М. та О. Мендрул відзначають, що «під ефективним корпоративним управлінням ми розуміємо управління, яке дає змогу корпораціям реалізовувати свої потенціальні можливості щодо залучення інвестицій, дозволяє раціонально використовувати отримані кошти, а також забезпечувати зростання вартості капіталу акціонерів» [11, с.10]. Слід зауважити, що більшість фінансових аналітиків високого рівня, схиляються до позиції, що показники економічної одиниці, які підготовлені за загальноприйнятими стандартами звітності (IAS чи GAAP), не відображують процесу створення вартості і не відбивають ефективність діяльності: «Існуючі системи оцінки ефективності компанії викликають зростаюче незадоволення. Багато компаній, можливо навіть більшість, сумніваються у тому, що їх системи функціонують правильно» [2, с.15].

Саме тому важливим є дослідження сутності, специфіки та практики вартісно-орієнтованого механізму як визнаної у світі системи, що дозволяє впливати на процес створення ринкової вартості підприємства.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичні та методичні аспекти формування ринкової вартості розроблені в працях таких вчених, як Т. Коупленд, Р. Каплан, Д. Нортона, С. Майерс, Ф. Модільяні, Дж. Мурін, Ш. Пратт, А. Раппапорт, В. Шарп, Л. Абалкін, С. Валдайцев, А. Козирев, А. Ковальов, М. Федотова та інших. Фундаторами корпоративного управління прийнято вважати

А. Берлі та Г. Мінза. Значний внесок у розробку основ корпоративного управління зробили такі науковці, як Дж. Бенкет, Р. Монкс, В. Салмон, А. Воронкова, В. Євтушевський, Д. Задахайло, О. Кібенко, Т. Момот, О. Сохацька.

Проте, практика ставить низку проблемних питань щодо специфіки застосування вартісно-орієнтованого механізму (наприклад, відсутнє наукове обґрунтування ресурсного управління зростанням ринкової вартості підприємств), яке потребує більш докладного дослідження.

**Мета та завдання статті.** Метою статті є дослідження специфіки, переваг та недоліків концептуальних основ формування вартісно-орієнтованого механізму управління підприємством.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Сучасне підприємство, як відокремлений суб'єкт господарювання, являє собою економічний організм, в основі якого лежить впорядкування взаємодії капіталовкладників (у т.ч. акціонерів) та їх агентів – керівних органів (менеджменту) підприємства. Основні ознаки моделі взаємодії капіталовкладників і органу управління підприємства визначає корпоративне законодавство на національному рівні, яке, нажаль, практично може лише декларативно регулювати прагнення усіх учасників корпоративних відносин. Реально, загальні збори акціонерів тільки заднім числом затверджують фактичне використання прибутку: «В основному, менеджери, управляючи компанією, приймають рішення на свою користь» [6, с.140-146]. Звичайні акціонери очікують не лише дивідендів, а й зростання вартості їх акцій, що є іншим шляхом примноження їх багатства. Частково з цієї ж причини менеджмент не ставить за мету підвищення вартості капіталу підприємства.

За основоположними засадами модель вартісно-орієнтовної корпоративної стратегії економічного розвитку підприємства спрямована на захист акціонерів, насамперед, міноритарних. Саме ця категорія власників є найменш захищеною. Увагу, що приділяється інтересам акціонерів, безпосередньо пов'язують зі стрімким зростанням інституційної власності у країнах з розвинутою економікою. Концепція управління вартістю підприємства (shareholder value concept, value based management – VBM) носить орієнтацію на зростання ринкової вартості компанії, або зростання майнового комплексу, що створюється чи розвивається в інноваційних проектах: «Важливим є розуміння того, що вартість – це системний показник, що зосереджує в собі повну інформацію про діяльність акціонерного товариства й охоплює всі стадії виробничо-комерційного циклу» [9, с. 158].

Провідні економісти використовують різні теорії для вирішення питання вартості компанії: теорія регулювання в інтересах суспільства (public interest theory); нормативний аналіз як позитивна теорія (normative analysis as a positive theory); теорія захоплення (capture theory). У цих дослідженнях головними критеріями виступають: рівень дохідності та прибутковості суб'єктів господарювання та максимізація суспільного добробуту.

Значним поштовхом до пріоритетності концепції управління вартістю стало банкрутство компанії Enron, яке було неочікуваним та поставило питання: як компанія, що оголошувала про загальний прибуток розміром 1,5 млрд доларів США могла оприлюднити відомості про банкрутство (початок процедури) вже у наступному кварталі цього ж року? Висновки були передбачуваними: ризикована (майже авантюрна) практика управління фінансами, відносини з аудиторами і консалтинговими фірмами, які влаштовували всіх, ще більш довірливі відносини з аналітиками з Wall Street, а також керівництво, яке настільки захопилося збільшенням Enron і щедрими директорськими винагородами, що забуло про свою відповідальність [1, с.16].

З прискореним розвитком економіки й ускладненнями в системі управління, дедалі складніше оцінити вплив різних процесів на ефективність функціонування економічної одиниці. Між двома системами виміру ефективності діяльності – прибутковістю та створенням акціонерної вартості – існують фундаментальні протиріччя: «Причина ілюзії конфлікту між ними полягає в тому, що менеджери нерідко отожднюють поняття максимізації акціонерної власності і загального збільшення прибутковості» [4, с.80]. За умов зростання вартості акціонерного товариства власники мають можливість отримання: курсового грошового доходу від перепродажу акцій, що їм належать або курсового негрошового доходу, за рахунок зростання вартості власного капіталу акціонерного товариства. У розвинених країнах збільшення вартості компанії – це те на що орієнтується менеджмент. Активно функціонуючий фондовий ринок та чисельні міноритарні акціонери ретельно стежать за зростанням вартості акцій. В Україні відсутній розвинений фондовий ринок і міноритарники, взагалі, не мають впливу на менеджмент.

За своєю сутністю вартісно-орієнтована стратегія підприємства є узагальненою та інтегрованою моделлю, яка спрямовує діяльність суб'єкта господарювання на підвищення його вартості на основі наявного потенціалу (економічних ресурсів) інституту господарювання. Ефективність корпоративної стратегії проявляється у здатності реалізувати принцип корпоративної рівноваги між суб'єктами підсистеми

корпоративного самоуправління (загальні збори акціонерів, спостережні ради) і суб'єктами виконавчої підсистеми (найманий менеджмент) у напрямі прийняття економічних рішень, що обґрунтовують стратегію.

В останні десятиліття поняття «збалансована система показників» (Balanced Scorecard) домінувала у дискусіях з проблем оцінки ефективності: «Фінансові показники – це провідні зірки для менеджерів, вони не тільки визначають цілі, а й задають певні стандарти... скеровують їх як у напрямку найбільш вигідних довготривалих стратегій, так і у прийнятті ефективних поточних рішень» [12, с.18].

Система збалансованих показників небезпідставно вважається майже єдиним внутрішнім інструментарієм оцінювання корпоративної ефективності, який можна безпосередньо прив'язати до оцінки вартості підприємства. Проте акціонерні товариства в Україні діють за безсистемним принципом: оцінювання вартості товариства розглядається окремо від мети і завдань стратегічного управління та фінансового менеджменту та, в основному, орієнтується на показник рентабельності капіталу: «Рентабельність капіталу – показник корисний, розраховувати його потрібно, проте не варто його абсолютизувати: якщо у минулому році він був невеликим, ще не означає, що підприємство працювало погано. Воно, наприклад, могло «вкладати» в нові технології, які повинні принести ефект у наступному році» [3, с.82].

Тому, можна зробити висновок, що вітчизняне законодавство у сфері корпоративної взаємодії акціонерів і менеджменту повинно мати більш потужну, урегульовану примусову силу у напрямку захисту акціонерної власності як у поточному моменті (дивіденди), так і в стратегічному аспекті (зростання акціонерної власності). Корпоративне управління, що ґрунтується на зростанні акціонерної власності, має бути визнано на урядовому рівні як більш ефективна з економічної точки зору і пріоритетна щодо захисту акціонерної власності, стратегія вітчизняного менеджменту. Слід відзначити, що найчастіше питання вартості постає під час здійснення процесів злиття та поглинання.

В основі концепції вартісно-орієнтованого менеджменту VBM (value based management) покладено визнання того, що основною метою діяльності підприємства є зростання його цінності [7, с.234-236]. Відповідно, усі рішення, що приймаються на підприємстві мають бути спрямованими на досягнення цієї мети [5, с.402-404]. Практика управління підприємством на основі зростання його вартості набула значних якісних змін, які полягають у трансформації в інтегровану концепцію економічного аналізу управлінських рішень, що базується на фундаментальних результатах теорії корпоративних фінансів і методах стра-

тегічного менеджменту. Фундаментом системи ефективного управління стає діалектична єдність протилежностей – застосування раціональних методів кількісного оцінювання та цілеспрямованість у фінансових термінах поєднується з гнучкими та орієнтованими на навчання й адаптивну взаємодію підходами стратегічного менеджменту.

Вартісно-орієнтований менеджмент відіграє важливу роль за наступними аспектами організаційної перебудови:

- результати діяльності підприємства як мета (вартісно-орієнтований менеджмент допомагає визначити цільові фінансові критерії діяльності корпоративного підприємства);

- стратегія та структура мають важливе значення (вартісно-орієнтований менеджмент дозволяє підприємству вибрати стратегію серед альтернативних варіантів і оцінити необхідні ресурси для здійснення обраної стратегії);

- формування команди (вартісно-орієнтований менеджмент допомагає підприємству визначити чіткі цілі та завдання кожного члена команди з наступним вимірюванням кінцевих результатів їх діяльності);

- фокусування як необхідний елемент, компроміс (встановлюючи ключові важелі вартості, вартісно-орієнтований менеджмент забезпечує підприємству можливість компромісу між конкуруючими цілями діяльності).

Визначення важелів вартості бізнесу або показників, що впливають на вартість бізнесу – важлива складова вартісно-орієнтованого менеджменту. Важелі вартості бізнесу деталізуються до рівня показників за якими приймається рішення та які контролює лінійний менеджер. Будується дерево важелів ринкової вартості, де доцільним є формування показників як мінімум за трьома рівнями. Наприклад, на нашу думку, можна запропонувати такі рівні:

- головний рівень: об'єднує операційний прибуток з інвестованим капіталом для розрахунку прибутковості інвестованого капіталу;

- рівень бізнес-підрозділів: склад клієнтів (покупців або замовників) за різними сегментами (продукт споживання, географія й ін.), продуктивність праці, склад витрат і доходів, управління потужністю та ін.;

- операційний (базисний) рівень: деталізує важелі вартості бізнесу та пов'язує їх з рішеннями, що контролюються на рівні лінійних управлінців. Наприклад, вартість поставки, відсоток використання виробничої потужності, співвідношення відпрацьованого часу до ка-

лендарного; умови та термін погашення дебіторської заборгованості, умови і термін виплати кредиторської заборгованості та ін.

Сформувавши дерево важелів вартості, слід застосувати аналіз сценаріїв для вивчення взаємозв'язку між різними важелями та розуміння впливу різних стратегій на вартість підприємства.

Налагодивши відносини створення вартості на підприємстві (тобто побудувавши дерево важелів вартості та визначивши співвідношення між ними), слід започатковувати менеджмент-процеси, що спрямують одержані показники вартості у діяльність і прийняття рішення підприємствами. Серед основних менеджмент-процесів, що спрямовують упровадження вартісно-орієнтованого менеджменту в організаційну систему підприємства, слід виділити розробку стратегії, встановлення цілей, планування діяльності та бюджетування, вимірювання кінцевих результатів діяльності, мотивацію.

Спрацював менеджер ефективно на підвищення ринкової вартості підприємства, зумів скомбінувати вартісні важелі, задовольнивши інтереси акціонерів – має повне право одержати винагороду. І, навпаки, неефективні менеджери мають матеріально відчувати прорахунки своїх дій і робити висновки на майбутнє, чітко усвідомлюючи, що усі їх менеджерські дії мають задовольняти, перш за все, власника, максимізуючи його добробут, тобто ринкову вартість акцій. Лише за такого мотиваційного механізму підвищиться ефективність діяльності акціонерних товариств, а отже збільшиться добробут його власників і суспільства в цілому.

Крім того, слід зазначити, що в умовах обмеженості власних інвестиційних ресурсів, практичної відсутності державної підтримки та нерозвиненості фондового ринку прозорість механізму управління ринковою вартістю підприємства стає необхідною складовою залучення фінансових ресурсів [10, с.84-86]. За цих умов ринкова вартість бізнесу стає засобом спілкування з ринковим середовищем. Визначивши ринкову вартість бізнесу, можна більш впевнено спілкуватися з потенційними інвесторами. Тому саме важелі ринкової вартості дозволяють проаналізувати здатність бізнесу генерувати грошовий потік і на його базі оцінювати ефективність використання залучених фінансових ресурсів.

**Висновки.** Сформувавши орієнтовану на підвищення ринкової вартості підприємства стратегію та визначити тактику здійснення необхідних для цього бізнес-проектів – основна умова розвитку ефективного корпоративного управління [8, с.232-234]. Критерій ринкової вартості бізнесу має стати основним інструментом побудови мотиваційних механізмів корпоративного управління. Саме тому, володіння

міжнародними методиками визначення вартості бізнесу та впровадження сучасної системи вартісно-орієнтованого менеджменту в складних умовах макросередовища постає основою успішної діяльності.

#### *Список літератури*

1. Брігхем, С. Ф. Основи фінансового менеджменту [Текст] / С. Ф. Брігхем ; пер. з англ. – К. : Молодь. – 1997. – 1000 с.
2. Грязнова, А. Г. Оценка бизнеса [Текст] / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М. : Финансы и статистика. – 2001. – 544 с.
3. Валдайцев, В. С. Оценка бизнеса и инновации [Текст] / В. С. Валдайцев. – М. : Филинь. – 2000. – 498 с.
4. Данковский, А. Взрослые очень любят цифры [Текст] / А. Данковский, Т. Лагода // Бизнес. – 2003. – № 8 (527). – С. 80–86.
5. Дойль, П. Маркетинг, ориентированный на стоимость [Текст] / П. Дойль. – СПб. : Питер, 2001. – 480 с.
6. Лившиц, П. Я человек серьезный, я люблю точность [Текст] / П. Лившиц, Т. Лагода, Д. Поддубный // Бизнес. – 2003. – № 13 (532). – С. 140–146.
7. Мартін, Джон Д. VBM-управління, що базується на вартості: корпоративна відповідь революції акціонерів [Текст] / Д. Джонс Мартін, Дж. Вільям Петті. – Дніпропетровськ : Баланс Бізнес Букс. – 2006. – 272 с.
8. Мейер, Маршал. Оценка эффективности бизнеса [Текст] / Маршал Мейер. – М. : Вершина. – 2004. – 272 с.
9. Момот, Т. В. Модель вартісно-орієнтованої корпоративної стратегії як інструмент забезпечення реалізації стратегії економічного розвитку акціонерного товариства [Текст] / Т. В. Момот // Економіка і регіон. – 2005. – № 4 (7). – С. 158–163.
10. Пестрецова, О. Как обеспечить эффективность корпоративного управления [Текст] / О. Пестрецова // Бизнес. – 2003. – № 44. – С. 84–86.
11. Чечетов, М. Корпоративне управління в умовах економічної трансформації [Текст] / М. Чечетов, О. Мендул // Економіка України. – 2001. – № 9. – С. 10–18.
12. Уолш, Кяран. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства [Текст] / Кяран Уолш. – К. : Всеуито; Наукова думка, 2001. – 348 с.

Отримано 30.10.2011. ХДУХТ, Харків.

© Т.В. Момот, К.Ю. Величко, О.І. Печенка, 2011.