

**Кушнір Н.Б.**

кандидат економічних наук, професор,  
завідувач кафедри економіки підприємства  
Національного університету водного господарства та природокористування

**Царук Д.С.**

аспірант  
Інституту економіка та менеджменту  
Національного університету водного господарства та природокористування

**Kushnir Nina**

Candidate of Economics, Prof.  
Head of the Department of Economy of the Enterprise  
of the National University of Water and Environmental Engineering

**Tsaruk Diana**

Graduate Student  
Institute of Economics and Management  
of the National University of Water and Environmental Engineering

## ФІНАНСОВИЙ МОНІТОРИНГ ПІДПРИЄМСТВА НА ЗАСАДАХ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ПІДХОДУ ДО УПРАВЛІННЯ

## FINANCIAL MONITORING BASED ON THE VALUE-ORIENTED MANAGEMENT APPROACH

*У статті розкрито засади здійснення фінансового моніторингу сучасних підприємств на основі концепції вартісно-орієнтованого управління. Висвітлено основні теоретичні аспекти управління підприємством, що базуються на вартісному менеджменті, та охарактеризовано його переваги порівняно з традиційним підходом до управління. Встановлено, що фінансовий моніторинг підприємства, який містить елементи вартісно-орієнтованого управління, є результативнішим та більш об'єктивним, адже враховує не тільки показники прибутковості, а й систему вартісно-орієнтованих показників. Розглянуто особливості використання комплексу вартісно-орієнтованих показників під час проведення фінансового моніторингу. Запропоновано послідовність впровадження вартісно-орієнтованого контролінгу в систему фінансового моніторингу підприємства.*

**Ключові слова:** фінансовий моніторинг, вартісно-орієнтоване управління, вартісно-орієнтовані показники, прибутковість, контролінг.

*В статье раскрыты принципы проведения финансового мониторинга современных предприятий на основе концепции ценностно-ориентированного управления. Отображены главные теоретические аспекты управления предприятием, основанные на ценностном менеджменте, и охарактеризованы его преимущества по сравнению с традиционным подходом к управлению. Установлено, что финансовый мониторинг предприятия, содержащий элементы ценностно-ориентированного управления, является более результативным и объективным, поскольку учитывает не только показатели прибыльности, но и систему ценностно-ориентированных показателей. Рассмотрены особенности использования комплекса ценностно-ориентированных показателей при проведении финансового мониторинга. Предложена последовательность внедрения ценностно-ориентированного контроллинга в систему финансового мониторинга предприятия.*

**Ключевые слова:** финансовый мониторинг, ценностно-ориентированное управление, ценностно-ориентированные показатели, прибыльность, контроллинг.

*The article deals with the principles of modern enterprises financial monitoring that are based on the value-oriented management. The basic theoretical aspects of the enterprise management based on the value management are reflected in the article. The advantages of value-based management in comparison with the traditional management approach are characterized. There is emphasized an important role of material incentives for employees in increasing the enterprise value. The importance of financial monitoring in the value-based management process is established. It is determined that the functioning of the financial monitoring system facilitates the adoption of quality management decisions on the basis of necessary receipt and well-timed monitoring information on its financial*

*state. It is determined that financial monitoring of the enterprise that contains elements of value-based management is more effective and more objective, because it takes into account not only profitability, liquidity, business activity, solvency indicators, but also a system of value-oriented indicators. Indicators and the methodologies for their calculation allow the monitoring entities to determine an individual set of criteria by which it is possible to carry out an enterprise systematic analysis. A number of cash flow value, economic value, share value, discounted and future market value indicators and also features of their use in financial monitoring are considered. A schematic sequence of the cost-oriented controlling implementation in the enterprise financial monitoring system is proposed. The scheme includes a number of tasks at each stage in accordance with the assessment of the new enterprise value. It is substantiated that value-based monitoring generates tools, goals and indicators that ensure the application of the value-based management concept to all enterprise structures. The conclusions on the significance of value-based management for the purposes of financial monitoring, as well as its importance in crisis management, in the face of risk, uncertainty or potential bankruptcy, are drawn.*

**Keywords:** financial monitoring, value-based management, value-based indicators, profitability, controlling.

**Постановка проблеми** у загальному вигляді та її зв'язок з важливими науковими чи практичними завданнями. Вітчизняні підприємства в сучасних умовах орієнтують свою діяльність не на підвищення її ефективності, а частіше на збільшення рівня доходності та обігових коштів, в основі чого лежить збільшення вартості підприємства. Саме тому новаторським інструментом, що дає змогу інтегрувати ресурси і завдання підприємств для досягнення поставлених цілей, є вартісно-орієнтоване управління. Керівники підприємств у такому разі націлені на пошук управлінських рішень щодо постійного та розширеного моніторингу його фінансів.

Вартісно-орієнтоване управління включає елементи оцінювання та моніторингу, які передбачають визначення вартості підприємства, що є ключовим завданням для його власників та менеджерів. Тому актуальним залишається питання пошуку об'єктивної, повної та своєчасної інформації для визначення потенціалу підприємства. Якість та надійність такої інформації залежить від комплексу заходів фінансового моніторингу, набору критеріальних показників, що відображають як рівень прибутковості, так і зміну його вартості за різні проміжки часу.

Ринкова вартість підприємства, що використовується закордонними компаніями як критерій ефективності діяльності, відображає додану вартість та залежить від конкурентних позицій підприємства, прибутковості, вартості торгової марки або бренду. Таким чином, щоб оцінити даний показник, потрібно врахувати вплив зовнішніх чинників на вартість підприємства, його стратегічні орієнтири, використовуючи при цьому методи фінансового моніторингу.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій**, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спираються автори. Концепція вартісно-орієнтованого управління (VBM – value-based management) характерна для американського корпоративного менеджменту та поки що не знаходить достатнього відображення у практиці вітчизняних підприємств. Засновниками цієї концепції є американські економісти А. Раппапорт із відомою роботою «Створення вартості для акціонерів» [1] та Б. Стюарт, автор книги «У пошуках вартості» [2]. У цих роботах значну увагу було приділено ролі топ-менеджерів та лінійних керівників у фінансовій діяльності підприємства, що полягає у визначенні фінансової політики, розподілі ресурсів, формуванні системи корпоративного стимулювання задля підвищення вартості для акціонерів. Було визначено вплив грошових потоків

на вартість підприємства. Слідуючи цьому підходу, варто вдосконалювати стратегічні та оперативні цілі, а також методи фінансового моніторингу діяльності підприємства.

Концепцію вартісно-орієнтованого управління розвивали також Д. Мактагард [3], Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурін [4], Р. Брейлі та С. Маєрс [5]. Вітчизняні науковці О.І. Давидов [6], О.Є. Андросчук [7], О.Г. Мендрул [8], О.М. Сохацька [9], О.О. Терещенко [10] розглядали її з позиції теоретико-методичних засад управління корпоративними фінансами.

Незважаючи на підвищення уваги серед учених-економістів до проблеми управління вартістю сучасних підприємств, аналіз літератури свідчить про те, що досі не визначено ті аспекти вартісно-орієнтованого управління, які базуються на елементах та прийомах фінансового моніторингу, комплексної діагностики, визначення ринкової оцінки підприємства.

Формулювання цілей статті (**постановка завдання**). Оскільки у вітчизняних наукових джерелах обсяг досліджень щодо формування фінансів підприємств на основі вартісно-орієнтованого управління є незначним, то виникає потреба у вивченні засад моніторингу вартісних критеріїв у системі управління. Таким чином, метою статті є визначення ключових аспектів фінансового моніторингу діяльності підприємства на засадах вартісно-орієнтованого підходу до управління.

**Вклад основного матеріалу дослідження** з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Поширене традиційне управління фінансами на вітчизняних підприємствах охоплює фінансову систему, вивчає фінансовий механізм, закономірності розподілу прибутку між суб'єктами підприємництва і державою, формування оборотних коштів, фінансове забезпечення відтворення основних фондів [10, с. 78]. Своєю чергою, вартісно-орієнтоване управління підприємством можна характеризувати як систему організаційно-економічних та управлінських заходів, що спрямовані на максимізацію вартості підприємства, контролюються та імплементуються на основі даних фінансового моніторингу та вартісно-орієнтованих показників. Як бачимо, VBM охоплює сферу оцінювання, що розширюється застосуванням нових індикаторів оцінки діяльності компанії, фінанси, стратегічне та корпоративне управління підприємством.

Вартісно-орієнтований підхід під час його застосування в управлінні фінансами підприємства надасть деякі переваги порівняно з традиційним менеджментом:

1. Взаємодія суб'єктів управління призведе до отримання синергетичного ефекту, що є результатом досягнення мети зростання вартості підприємства, і дасть змогу приймати компромісні рішення.

2. Вартісно-орієнтований підхід дає змогу викремити ті чинники, які впливають на вартість підприємства (тобто ту частину індикаторів, які, згідно з «правилом Паретто», визначають більшу частку вартості), і, таким чином, розробити систему управління на основі базових показників.

3. Постійний та повний фінансовий моніторинг підприємства, відсутність якого унеможлиблює прийняття якісних управлінських рішень, дає змогу керівникам та функціональним менеджерам вчасно отримувати інформацію у необхідному обсязі, на основі якої здійснювати оцінювання ризиків.

4. Використання підходу VBM об'єднує та спрямовує в одному напрямі досягнення короткострокової ефективності підприємства, що пов'язана з отриманням прибутку, та довгострокові цілі підвищення конкурентоспроможності на основі максимізації його вартості.

5. На основі аналізу основних вартісних індикаторів можливо здійснити оцінювання як чинників зростання вартості, так і неефективних витрат у діяльності підприємства.

6. У теорії вартісно-орієнтованого підходу важливе місце займає матеріальне стимулювання працівників підприємства, таким чином, кожен співробітник отримує винагороду, що прямопропорційно відображає його внесок у збільшення вартості. Такі компенсації дають змогу позбутися протиріч між власниками підприємства та найманими працівниками, сприяють їх заінтересованості до зон власної відповідальності та спрямовують їхню діяльність на максимізацію вартості [11, с. 255].

Запровадження вартісно-орієнтованого управління підприємством неможливе без фінансового моніторингу, який, своєю чергою, зосереджений на інформаційному забезпеченні суб'єктів підприємницької діяльності та використовує інструменти стратегічного менеджменту, антикризового управління, ризик-менеджменту з метою контролінгу процесу прийняття рішень, внутрішньої організації та планування задля зростання вартості компанії. Вартісно-орієнтований підхід до контролінгу на підприємстві впливає з концепції фінансового моніторингу і є його складником. Таким чином, вартісно-орієнтований контролінг утворює сукупність засобів, цілей та показників, що забезпечують вартісно-орієнтоване управління [12, с. 79].

Процес запровадження VBM на підприємстві для цілей фінансового моніторингу пов'язаний із вибором його концепції, підбором конкретних вартісно-орієнтованих показників та визначенням системи впровадження управління вартістю в структуру підприємства [9, с. 122]. Низку завдань вартісно-орієнтованого контролінгу під час проведення фінансового моніторингу на підприємстві наведено на рис. 1.

Представлені на рис. 1 етапи характеризують наявність трьох елементів у становленні вартісно-орієнтованого управління. Перший пов'язаний із пошуком шляхів, за допомогою яких підприємство

зможе отримати найбільш можливу майбутню вартість. При цьому вибираються методи, якими буде проводитися оцінка параметрів підприємства. Завданням фінансового моніторингу на цьому етапі є ідентифікація чинників, що впливають на подальшу майбутню вартість та визначення моделей, за якими буде здійснюватися вартісно-орієнтований менеджмент. Керівники підприємства проводять відбір об'єктів, що підлягатимуть управлінню та надалі фінансовому моніторингу, і призначають відповідальних осіб.

Основним аспектом на першому етапі є вибір ключового показника (моделі) VBM. Часто при цьому використовуються моделі EVA (економічної доданої вартості), CVA (вартості грошового потоку) та DCF (дисконтованого грошового потоку).

Модель економічної доданої вартості (EVA) базується на використанні показника прибутку підприємства після покриття всіх витрат на капітал у певному періоді. Служби фінансового моніторингу під час вибору такої моделі слідкують за розміром прибутку всього підприємства та за видами продукції, підрозділами, стратегічними проектами. Відповідно, позитивна зміна цього показника свідчить про нарощування вартості підприємством, негативна – про втрату. Для розрахунку економічної доданої вартості суб'єкти моніторингу повинні мати достовірні дані щодо таких показників:

- чистого операційного прибутку після сплати податків, але до вирахування відсотків;
- середньозваженої ціни капіталу;
- суми капіталу, інвестованого у підприємство (без позикового капіталу, на який не нараховуються проценти).

Труднощі, які виникають під час розрахунку EVA, пов'язані здебільшого з установленням середньозваженої ціни капіталу, яка, по суті, являє собою мінімальну цільову рентабельність підприємства або конкретного виду діяльності. Часто у розрахунках використовується рентабельність вкладеного капіталу, при цьому в моделі застосовується його середньозважене значення за звітний період. Суб'єкти фінансового моніторингу повинні слідкувати за відповідністю рівня віддачі вкладеного капіталу та вибраного об'єкта, що створює нову вартість, а також провести її дисконтування за допомогою показника ринкової доданої вартості (MVA), тобто теперішньої вартості [10, с. 84]. MVA визначається як різниця між ринковою вартістю підприємства та вартісною оцінкою інвестованого в нього капіталу.

Відчутними перевагами моделі EVA порівняно з іншими методами фінансового моніторингу є універсальність, використання для цілей моніторингу за різні проміжки часу, незначні затрати часу та простота проведення розрахунків, що мінімізує наявність помилкових відхилень, можливість проведення контролю результуючого показника.

Поряд із показником EVA використовуються й інші моделі вартісно-орієнтованого управління. CVA (додана вартість грошового потоку) розраховується як різниця між плановим розміром операційного грошового потоку та очікуваною ціною капіталовкладень (WACC), яка допустима для інвестування.

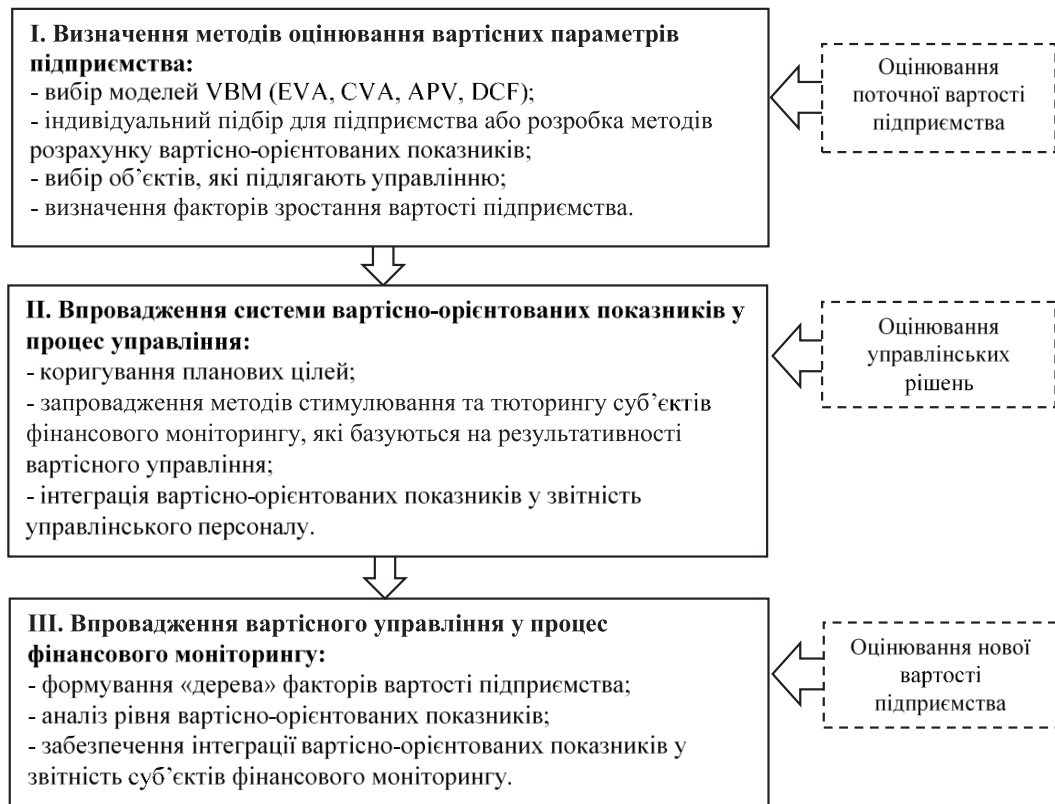


Рис. 1. Етапи впровадження вартісно-орієнтованого контролінгу в процес фінансового моніторингу

Джерело: розроблено авторами

Під час моніторингу особливу увагу слід приділяти грошовим потокам, тобто доходності інвестицій на їх основі (CFROI) [12, с. 210]. Цей показник характеризується відношенням суми операційного грошового потоку до суми інвестицій, що враховують інфляційний індекс. Іншими словами, CFROI – це показник рентабельності інвестицій на основі грошових потоків.

Окрім CFROI та WACC, модель вартості грошового потоку враховує розмір валових інвестицій, що залежить від суми оборотних та необоротних активів, та наростаючих амортизаційних відрахувань. За одним із варіантів CVA визначається за динамічним принципом, який припускає, що проект вкладення інвестицій у підприємство є стабільним після завершення вкладення коштів. Тому для розрахунку рентабельності інвестицій на базі грошових потоків потрібно володіти даними щодо валових інвестицій, вартості активів, що амортизуються, та їх корисного терміну використання. За статичним варіантом CFROI, який є більш простим, аніж динамічний, цей показник визначається з урахуванням чистих CF за винятком амортизації та на основі валового інвестованого капіталу [10, с. 85].

Таким чином, орієнтуючись на результати моніторингу фінансів за методом CVA, можна досягти значної деталізації аналізу, розмежування впливу кожного чинника на збільшення вартості та врахувати середньозважену вартість капіталу підприємства. Але при цьому зростає складність розрахунків порівняно з методом EVA.

Також існують вартісні показники на основі акціонерної (SVA), скоригованої теперішньої (APV), доданої ринкової (MVA) вартостей. Розглянуті показники мають універсальне застосування. Їх можна використовувати як під час оцінювання вартісних параметрів підприємства у процесі здійснення фінансового моніторингу, так і в портфельному аналізі. В антикризовому санаційному управлінні вартісні показники відіграють роль ранніх сигналів, що з'являються у відповідь на відхилення у функціонуванні певних ланок підприємства. Вибір однієї зі згаданих моделей повинен базуватися на тому, яким інформаційним полем володіють суб'єкти моніторингу, наскільки доцільним буде її використання з позицій доступності даних для розрахунку та практичного використання її результатів.

На етапі впровадження системи вартісно-орієнтованих показників у процес управління менеджмент здійснюється «заради вартості». Тобто керівництво підприємства впроваджує у систему управління методи матеріального стимулювання персоналу, проводить планування, контроль та моніторинг із метою зростання доданої вартості. Сама концепція вартісно-орієнтованого управління побудована на основі мотивування працівників з метою зміни корпоративної культури, комунікацій, поведінки працівників, їх дисципліни та креативного підходу до трудового процесу для збільшення вартості компанії. Налаштований менеджмент оперує при цьому вартісно-орієнтованими показниками, що впроваджуються у звітність вищого керівництва.

Завершальний етап пов'язаний з упровадженням вартісно-орієнтованого управління у процес фінансового моніторингу та оцінюванням нової вартості підприємства. Тут значна увага приділяється контролінгу та фінансовому моніторингу, завданнями яких є визначення чинників впливу на вартість підприємства та контроль над рівнем виконання поставлених вартісних цілей. Вимірювання нової вартості відбувається на основі ймовірних змін зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства та має передбачати можливість внесення відповідних коригувань за наявних відхилень. На даному етапі суб'єкти фінансового моніторингу інтегрують систему вартісно-орієнтованих показників у фінансову звітність лінійних менеджерів усіх підрозділів підприємства для проведення поточного моніторингу, здійснюють перевірку рівня досягнення стратегічних планів, погоджують оперативні цілі з їх виконавцями та консультують їх [9, с. 129]. Моніторинг доповнюється аналізом вартісно-орієнтованих показників та закріплює на підприємстві концепцію управління вартістю. У результаті такі показники будуть постійно закріплені у процес моніторингу та розширюватимуть середовище фінансової інформації підприємства.

**Висновки** з цього дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Отже, проведене дослідження теоретичних аспектів фінансового моніторингу, який орієнтований на вартісне управління, дає змогу зробити такі висновки щодо його результатів. Потенціал зростання вартості підприємства прямо залежить від його управлінської ланки, інформаційного забезпечення та правильності прийняття рішень, тому рішення, які базуються об'єктивних результатах фінансового моніторингу, сприяють ефективності вартісно-орієнтованого управління. У процесі фінансового моніторингу відбувається ідентифікація чинників, що впливають на вартість підприємства, та визначаються вартісно-орієнтовані показники, методи розрахунку яких залежать від стратегічних цілей підприємства та інструментів моніторингу. Результуючі вартісні показники дають змогу оцінити рівень ризиків більш детально, ніж показники прибутковості, адже враховують дію як внутрішніх, так і зовнішніх чинників, що впливають на підприємство.

### Бібліографічний список:

1. Rappaport A. *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York : Free Press, 2000. 270 p.
2. Stewart B. *The quest for value: A guide for senior managers*. New York : Harper Business, 1999. 782 p.
3. McTaggart J., Kontes P., Mankins M. *The value imperative: Managing for superior shareholder returns*. New York : The Free Press, 1994. 367 p.
4. Copeland T.E., Koller T., Murrin J. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. New York : John Wiley & Sons, 2000. 862 p.
5. Brealey R.A., Myers S.C. *Principles of corporate finance*. New York : The McGraw-Hill, 2011. 967 p.
6. Давидов О.І. Проблеми та перспективи застосування показника економічної доданої вартості у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами. *Економічний аналіз*. 2017. № 3. С. 190–198.

7. Андрощук О.Є. Вплив інформаційної прозорості на вартісні параметри підприємства. *Ринок цінних паперів України*. 2007. № 1–2. С. 69–74.
8. Мендрул О.Г. *Управління вартістю підприємств : монографія*. Київ : КНЕУ, 2002. 272 с.
9. Сохацька О.М., Островська Г.Й. Інтеграція Balanced Scorecard в систему управління вартістю організації. *Науково-технічний збірник Тернопільської академії народного господарства*. 2010. № 85. С. 120–131.
10. Терещенко О.О., Савчук Д.Г. Вартісно-орієнтований контролінг – інноваційний ресурс управління корпоративними фінансами. *Фінанси України*. 2011. № 12. С. 77–88.
11. Сотников А.В. Еволюція концепції вартісно-орієнтованого управління. *Ринок цінних паперів України*. 2007. № 1–2. С. 252–257.
12. Крейдич І.М., Гагарін А.О. Проблеми вартісно-орієнтованого управління розвитком підприємства. *Економічний вісник Національного технічного університету України «Київський політехнічний інститут»*. 2016. № 13. С. 208–212.

### References:

1. Rappaport A. (2000) *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: Free Press. (in English)
2. Stewart B. (1999) *The quest for value: A guide for senior managers*. New York: Harper Business. (in English)
3. McTaggart J., Kontes P., Mankins M. (1994) *The value imperative: Managing for superior shareholder returns*. New York: The Free Press. (in English)
4. Copeland T.E., Koller T., Murrin J. (2000) *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons. (in English)
5. Brealey R.A., Myers S.C. (2011) *Principles of corporate finance*. New York: The McGraw-Hill. (in English)
6. Davydov O. I. (2017) Problemy ta perspektyvy zastosuvannya pokaznyka ekonomichnoyi dodanoyi vartosti u vartisno oriyentovanomu upravlinni pidpryyemstvamy [Problems and prospects of using the economic value added indicator in value-oriented enterprise management]. *Economic analysis: scientific works digest*, vol. 3, pp. 190-198.
7. Androshchuk O. Ye. (2007) Vplyv informatsiyanoi prozorsti na vartisni parametry pidpryyemstva [Influence of information transparency on enterprise cost parameters]. *Securities market of Ukraine*, vol. 1-2, pp. 69–74.
8. Mendrul O. H. (2002) *Upravlinnya vartistyu pidpryyemstv: monohrafiya* [Enterprise cost management: a monograph]. Kiev: KNEU. (in Ukrainian)
9. Sokhats'ka O. M., Ostrovs'ka H. Y. (2010) Intehratsiya balanced scorecard v systemu upravlinnya vartistyu orh-anizatsiyi [Integration of balanced scorecard into the organization's value management system]. *Scientific and Technical Digest: Ternopil Academy of National Economy*, vol. 85, pp. 120–131.
10. Tereshchenko O. O., Savchuk D. H. (2011) Vartisno-oriyentovanyy kontrolinh – innovatsiynyy resurs upravlinnya korporatyvnymy finansamy [Value-oriented controlling as an innovative resource for corporate finance management]. *Finance of Ukraine*, vol. 12, pp. 77–88.
11. Sotnikov A. V. (2007) Evolyutsiya kontseptsiyi vartisno-oriyentovanoho upravlinnya [The concept of value-oriented management evolution]. *Securities market of Ukraine*, vol. 1–2, pp. 252–257.
12. Kreydych I. M., Haharin A. O. (2016) Problemy vartisno-oriyentovanoho upravlinnya rozvytkom pidpryyemstva [Problems of value-oriented management of enterprise development]. *Economic Digest of the National Technical University of Ukraine «Kyiv Polytechnic Institute»*, vol. 13, pp. 208–212.